



MBA 2010

**“Estudio sobre la adaptación de la
empresa productora agropecuaria a la
oferta pública de acciones”**

Alumno: Francisco Caffarena

Tutor: Diego Pablo Noto

Año: 2014

Lugar: Buenos Aires, Argentina

RESUMEN

El sostenido incremento de la población mundial, el cual se estima que será de 2,3 billones de personas para el 2050, presenta un desafío para el sector agropecuario global, en cuanto a su capacidad de generación de alimentos.

Para hacer frente a estos desafíos, el sector agropecuario global deberá crecer en escala y eficiencia, para lo cual no solo se necesitará de buenas prácticas empresariales, sino también una gran cantidad de capital.

Este trabajo tiene como objetivo estudiar la adaptación de la empresa productora agropecuaria al régimen de oferta pública de acciones, el cual representa una de las principales fuentes de financiación disponibles para este tipo de empresas. El estudio se concentrará en las características distintivas que presentan las empresas productoras agropecuarias, con capitalizaciones de mercado menores a US\$500 millones. Se buscará analizar si alguna de estas características podría ser responsable de un bajo desempeño por parte de estas empresas cuando se encuentran en un sistema de oferta pública de acciones.

La presente tesis es de base explicativa, no experimental y de tipo bibliográfico. Se compone de un análisis teórico y trabajo de campo compuesto por observaciones y entrevistas.

Se concluye que existen características distintivas propias de las empresas productoras agropecuarias que generan conflictos para su desempeño en los mercados de capitales. Estos conflictos están relacionados principalmente con la variabilidad de los rendimientos y con la dificultad en la valuación de los activos. No obstante, se considera que estos conflictos pueden ser atenuados mediante un correcto enfoque por parte del management.

Palabras Clave: Producción Agropecuaria, Financiación, Oferta Pública de acciones, Mercado de Capitales.

ÍNDICE

| | |
|--|-----------|
| Introducción | 5 |
| 1. Marco Teórico | 9 |
| <i>CAPÍTULO I – EL SECTOR AGROPECUARIO.....</i> | <i>9</i> |
| 1.1 Definición | 9 |
| 1.2 Importancia del sector agropecuario a nivel mundial | 10 |
| 1.3 Conclusiones del capítulo | 15 |
| <i>CAPÍTULO II – CARACTERÍSTICAS DE LA EMPRESA PRODUCTORA AGROPECUARIA.....</i> | <i>16</i> |
| 2.1. Ciclos de producción Agropecuarios | 16 |
| 2.2. Riesgos en la producción agropecuaria | 17 |
| 2.3. Visión de largo plazo | 18 |
| 2.4. Valor de las tierras | 18 |
| 2.5. Conclusiones del capítulo | 20 |
| <i>CAPÍTULO III – FINANCIACIÓN DE LA EMPRESA AGROPECUARIA....</i> | <i>21</i> |
| 3.1. Deuda | 21 |
| 3.2. Otras fuentes de financiación | 22 |
| 3.3. Estructura de capital | 23 |
| 3.4. Conclusiones del capítulo | 24 |
| <i>CAPÍTULO IV – OFERTA PÚBLICA DE ACCIONES</i> | <i>25</i> |
| 4.1. Mercados Financieros Mundiales | 25 |
| 4.2. Beneficios de la oferta pública de acciones..... | 25 |
| 4.3. Costo de un IPO | 26 |
| 4.4.Regulación | 27 |
| 4.5. Sarbanes-Oxley Act..... | 32 |
| 4.6. Going private operations..... | 33 |
| 4.7. ¿Cómo se forma el precio de las acciones? | 35 |
| 4.8. Conclusiones del capítulo | 36 |
| <i>CAPÍTULO V – ADAPTACIÓN DE LA EMPRESA AGROPECUARIA A LA OFERTA PÚBLICA DE ACCIONES.....</i> | <i>37</i> |
| 5.1. Visión de largo plazo vs corto plazo | 37 |

| | |
|---|-----------|
| 5.2. Subvaluación de acciones | 38 |
| 5.3 Conclusiones del capítulo | 40 |
| 2. Metodología | 42 |
| <i>Objetivos</i> | 42 |
| 2.1 <i>Entrevistas</i> | 42 |
| Resultados | 43 |
| 2.2 <i>Observaciones</i> | 45 |
| 2.2.1 PrimeAg Australia Limited | 45 |
| 2.3 <i>Conclusiones de la metodología</i> | 51 |
| 3. Conclusiones Generales | 53 |
| 4. Bibliografía | 57 |
| 5. Anexos | 60 |

Introducción

La agricultura es una de las actividades económicas más antiguas, desarrollada a lo largo y ancho del planeta, con diferentes grados de tecnología y escala. Desde el punto de vista económico, representa algo más del 3% del PBI mundial, aunque en el caso de muchos países en vías de desarrollo, esta actividad puede representar más del 25% del PBI.

Estadísticas del año 2010 indican que más de un 30% de los empleos a nivel mundial pertenecen al sector agropecuario. Este valor se ubica entre un 40% y 50% en países en vías de desarrollo y particularmente entre los sectores de más bajos ingresos¹.

El sostenido incremento de la población mundial, el cual se estima que será de 2,3 billones de personas para el 2050, presenta un desafío para el sector agropecuario global, en cuanto a su capacidad de abastecimiento de alimentos. Estadísticas de la *Food and Agriculture Organization* (FAO) muestran que será necesario un incremento de un 70% la producción para poder satisfacer esta demanda.

Para hacer frente a estos desafíos, el sector agropecuario global deberá crecer en escala y eficiencia. Para ello, no solo se necesitará de buenas prácticas empresariales, sino también una gran cantidad de capital. Típicamente las empresas productoras agropecuarias, objeto de este estudio, disponen de dos herramientas principales para financiar sus operaciones y su crecimiento: la deuda y la oferta pública de acciones. La deuda, si bien presenta ciertos beneficios, también resulta ser una fuente con determinadas limitaciones, pudiendo ser insuficiente. Por otro lado, la oferta pública de acciones permite un acceso a cantidades importantes de capital, entre otros beneficios. El régimen de oferta pública de acciones es un mundo completamente distinto a el de la propiedad privada, y las empresas que pretenden operar allí deben someterse a una serie de reglamentaciones y procedimientos preestablecidos. Algunas de estas reglas, en determinadas

¹Fuente: World Bank (www.worldbank.org) recuperado 02/02/2014

circunstancias, pueden resultar problemáticas para las compañías, reduciendo el balance costo- beneficio de una oferta pública de acciones.

Este trabajo tiene como objetivo estudiar la adaptación de la empresa productora agropecuaria al régimen de oferta pública de acciones. El estudio se concentrará en las características distintivas que presentan las empresas productoras agropecuarias, con capitalizaciones de mercado menores a US\$500 millones. Esta delimitación se impone para excluir a empresas agropecuarias de gran tamaño, cuyas actividades tienen un grado de integración vertical tal que las características propias de la empresa productora agropecuaria se ven diluidas por actividades industriales, financieras, logística, etcétera. Cabe aclarar que el análisis es de alcance global, quedando los análisis específicos de cada región en particular para futuros trabajos de investigación. Se buscará analizar si alguna de estas características podría ser responsable de un bajo desempeño por parte de estas empresas cuando se encuentran en un sistema de oferta pública de acciones.

Durante el desarrollo de este trabajo se buscarán responder las siguientes preguntas:

- ¿Existen características distintivas de las empresas productoras agropecuarias que conllevan a un mal desempeño de sus acciones en un contexto de oferta pública de acciones?
- ¿Existen normativas de los mercados de capitales que resultan especialmente difíciles de cumplimentar por parte de las empresas productoras agropecuarias?

La presente tesis es de base explicativa, no experimental y de tipo bibliográfico, utilizando como fuentes de información informes, boletines, reportes, trabajos de investigación, etcétera. También se utilizan las siguientes herramientas / instrumentos de recolección de información:

- **Entrevistas:** Son de características selectivas donde se busca recopilar las visiones y experiencias de 4 personas con gran conocimiento y trayectoria en relación a empresas productoras agropecuarias y su relación con los mercados de capitales.
- **Observaciones:** se describe y analiza el caso de la empresa PrimeAg Australia Limited, una empresa productora agropecuaria Australiana que tuvo un paso fugaz de 5 años por el mercado de capitales Australiano (Australian Stock Exchange). De este caso se buscará obtener información que permita clarificar el tema en estudio.

Dentro del marco teórico del trabajo se desarrollan 5 capítulos, donde se desarrollan los siguientes temas:

- **Capítulo I:** en este capítulo se define el sector agropecuario y se describe la importancia del mismo a nivel mundial.
- **Capítulo II:** en este capítulo se describen las principales características diferenciales del sector, que servirán como base para el análisis posterior.
- **Capítulo III:** en este capítulo se analiza en detalle las herramientas financieras de las que dispone el sector agropecuario para financiar sus operaciones y crecimiento.
- **Capítulo IV:** en este capítulo se describe el régimen de oferta pública de acciones, detallando las ventajas y responsabilidades que representa para las empresas.
- **Capítulo V:** en este capítulo se relacionan los conceptos vistos en los capítulos anteriores y se analiza la adaptación de la empresa productora agropecuaria al régimen de oferta pública de acciones.

La hipótesis que plantea la presente tesis es:

H1: Las empresas productoras agropecuarias no se adaptan con éxito al régimen de oferta pública de acciones.

Para poder llevar a cabo la investigación se han determinado las siguientes variables e indicadores de medición de las mismas. (Ver Cuadro N° 1)

Cuadro N° 1: Determinación de variables e indicadores de medición

| VARIABLES | INDICADORES | INSTRUMENTOS | | TEORIA |
|---------------------------------|---------------------------------------|---------------|---------------------------|----------------|
| | | Observaciones | Entrevistas # Pregunta | |
| Características de la Industria | Necesidad de capital | Si | 1 | Capítulo 1 y 2 |
| | Riesgo | Si | | |
| | Visión de largo plazo | Si | 2 | |
| Oferta Pública de Acciones | Beneficios | | 1 | Capítulo 3 y 4 |
| | Regulación | Si | 3 | |
| | Balance costo-beneficio | Si | 3, 4 | |
| Conflictos en la adaptación | Variabilidad de resultados | Si | 7 | Capítulo 5 |
| | Conflicto corto plazo vs. Largo plazo | Si | 2, 4, 7 | |
| | Valuación de activos | Si | 5, 6, 7 | |

1. Marco Teórico

CAPÍTULO I – EL SECTOR AGROPECUARIO

Objetivos del capítulo

El presente capítulo tiene por objetivo definir al sector agropecuario, objeto de este trabajo, y describir sus principales características. Luego se buscará describir la importancia del sector a nivel mundial, principalmente como productor de alimentos y explicar la seriedad del desafío que enfrenta a corto plazo a nivel mundial.

1.1 Definición

El sector agropecuario, objeto de este trabajo, es definido por el sistema de clasificación desarrollado por *Standard & Poor's* y MSCI conocido por las siglas GICS (Sistema Global de Clasificación de Industrias) (Ver Cuadro N° 2).

Cuadro N° 2: descripción del código 30202010 según GICS

| Código | Sub Industria | Descripción |
|----------|-------------------------|--|
| 30202010 | Productos Agropecuarios | Productores de productos Agropecuarios. Incluyendo granos y cereales, dueños de plantaciones y compañías que producen y procesan alimentos, pero sin empacarlos y comercializarlos. Excluye compañías clasificadas en la sub industria Productos del Bosque o en la sub industria Alimentos envasados. |

La agricultura es una de las actividades económicas mas antiguas, desarrollada a lo largo y ancho del planeta, con diferentes grados de tecnología y escala. Desde pequeñas producciones familiares con fines de

autoabastecimiento, hasta gigantescas empresas multinacionales con producciones que cubren millones de hectáreas. Y desde simples parcelas cultivadas sin maquinarias, hasta el mayor grado de tecnificación que incluye el uso intensivo de agroquímicos, maquinarias e ingeniería genética.

Salvando estas enormes diferencias, el fin último de la producción agropecuaria es el mismo, y la ecuación económica es, en cierto grado, similar. La producción requiere cierta cantidad de tierras, insumos, para que al cabo de un ciclo, se obtenga una cosecha. Esto, en general, dependiendo en gran medida de las condiciones climáticas. Para el caso de las producciones comerciales, el precio de los productos es una fuente mas de variabilidad.

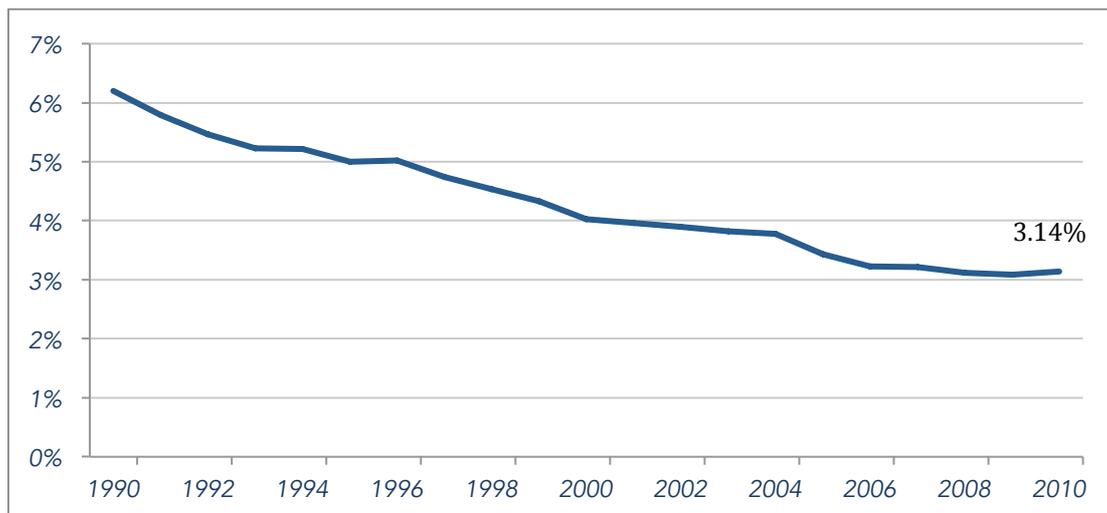
Esta tesis estudiará a las empresas productoras agropecuarias, es decir a aquellas empresas que desarrollan la actividad en forma comercial, y que para financiar sus operaciones participan en un mercado de capitales haciendo oferta pública de acciones (OPA) siendo su capitalización de mercado menor a 500 millones de dólares. Esta delimitación se impone para excluir a empresas agropecuarias de gran tamaño, cuyas actividades tienen un grado de integración vertical tal que las características propias de la empresa productora agropecuaria se ven diluidas por actividades industriales, financieras, logística, etcétera.

1.2 Importancia del sector agropecuario a nivel mundial

1.2.1 Importancia económica

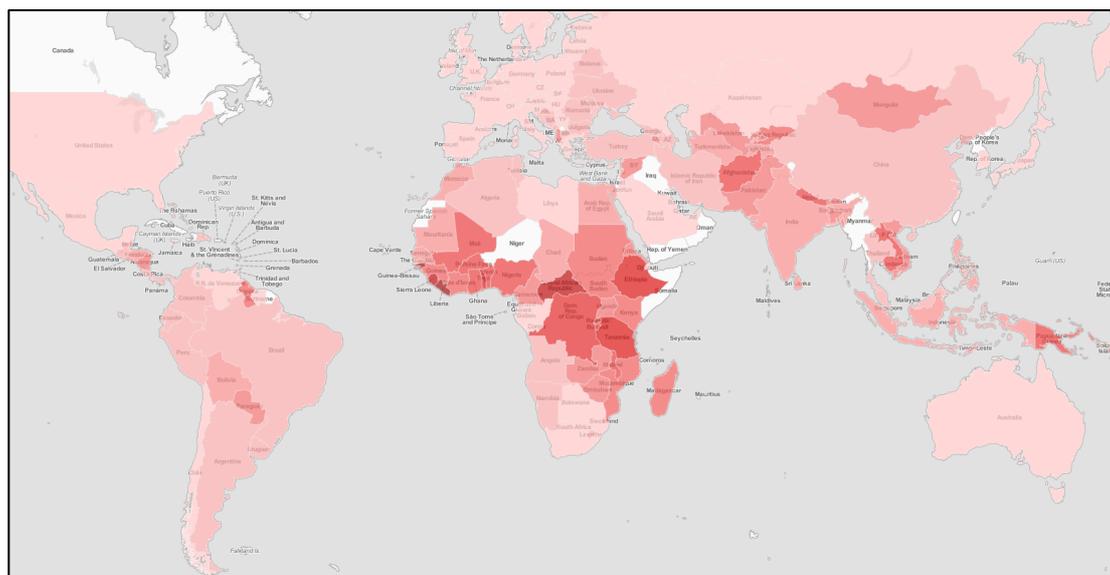
El sector agropecuario representa algo mas del 3% del PBI mundial, cayendo sostenidamente desde un 6% en los últimos 20 años (VER GRÁFICO N° 1). Sin embargo, mas del 25% del PBI proviene del agro en muchos países en vías de desarrollo (VER GRÁFICO N° 2).

Grafico N° 1: Participación del sector agropecuario en el PBI mundial 1990-2010



Fuente: World Bank (www.worldbank.org) recuperado 02/02/2014

Grafico N° 2: Participación del sector agropecuario en el PBI por país (año 2009):



Fuente: World Bank (www.worldbank.org) recuperado 02/02/2014

1.2.2 Función social del agro – Economías regionales

En muchos casos la agricultura representa una base fundamental para el desarrollo de los pueblos. Formando poblados en áreas con condiciones

propicias para el desarrollo de una determinada producción. Hay numerosos ejemplos de ciudades y grupos de poblados nucleados en torno a una determinada actividad agropecuaria, debido a la demanda de mano de obra. El Banco Mundial reconoce al sector agropecuario como una pieza crítica para alcanzar las "metas del desarrollo del milenio" (*Millennium Development Goals*) entre las cuales se destacan la erradicación de la pobreza y el hambre, alcanzar la educación primaria universal y la reducción de la mortalidad infantil.

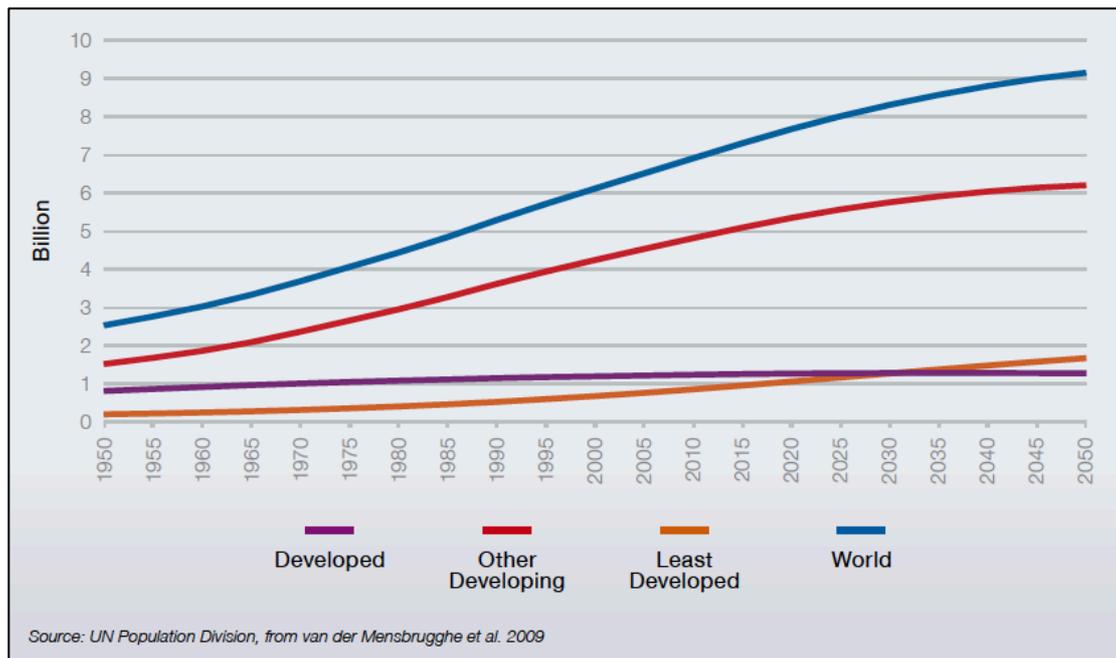
Estadísticas del año 2010 del World Bank indican que más de un 30% de los empleos a nivel mundial pertenecen al sector agropecuario. Este valor se ubica entre un 40% y 50% en países en vías de desarrollo y particularmente entre los sectores de mas bajos ingresos.

1.2.3 Producción de alimentos

La agricultura es una producción económica primaria, dedicada por excelencia a la generación de alimentos. Si bien gran parte de los productos son utilizados para la alimentación humana en forma directa o después de ser procesados en cierto grado, otros son destinados a la alimentación animal, aportando en forma indirecta a la alimentación de la población humana. De esta manera, no se puede pasar por alto el importante rol que cumple el agro a nivel global como proveedor de alimentos.

El sostenido incremento de la población mundial, el cual se estima que será de 2,3 billones de personas entre 2009 y 2050, presenta un desafío para el sector agropecuario global, en cuanto a su capacidad de abastecimiento de alimentos (VER GRÁFICO N° 3). Estadísticas de la *Food and Agriculture Organization* (FAO) muestran que será necesario un incremento de un 70% la producción para poder satisfacer esta demanda.

Grafico N° 3: Crecimiento de la población mundial



Fuente: *Food and Agriculture Organisation (2009). Global Agriculture towards 2050*. Roma, Italia.

Además de la función fundamental de producir alimentos, el sector agropecuario produce fibras (algodón, lino, etc.) utilizadas en la confección de prendas de vestir y otros productos con fines no comestibles como madera, papel, aceites esenciales, etc.

Al mismo tiempo, se deben tener en cuenta factores, también en constante evolución, que dificultan el incremento en la producción de comida. Tanto sea por dificultar la actividad en forma directa, o indirectamente afectando alguno de los factores críticos de producción como ser la disponibilidad de tierras productivas, el auge de los biocombustibles y el cambio climático.

1.2.4 Disponibilidad de tierras

La urbanización, entendiéndose ésta por el crecimiento de las ciudades, que sumado a la migración de la población rural a las ciudades, tiene un efecto

doblemente negativo al reducir la superficie productiva y despoblar las áreas rurales de mano de obra. En 2007 el mundo llegó a un grado de urbanización tal que el 50% de la población habitaba en ciudades. Gran parte de estas ciudades en crecimiento, ocupan tierras altamente productivas, ya que es donde, históricamente, los primeros asentamientos tenían lugar.

La degradación de los suelos que incluye diversos tipos de deterioro de los suelos como ser la erosión, la salinización o la contaminación, reduce la capacidad productiva de los suelos y hasta en casos los torna improductivos. Es generalmente producto de actividades humanas tales como la deforestación, la producción agrícola inapropiada, el depósito de desechos tóxicos irresponsable, etc. Hasta la actualidad, la deforestación y la agricultura son responsables de la degradación de 2 billones de hectáreas (Pinstrup-Andersen, P. and Pandya-Lorch, R., 1998, *Food security and sustainable use of natural resources: A 2020 Vision, Ecological Economics*). La tasa anual de degradación de suelos, que es mayormente debida a la erosión, se encuentra entre 20.000 y 50.000 kilómetros cuadrados por año. Ver en el ANEXO 1 el mapa de la degradación de los suelos.

1.2.5 Biocombustibles

Los cambios en el sector energético impactan al agro de dos maneras. Por un lado, la creciente utilización de biocombustibles, que compite en la demanda por oleaginosas y tuvo un importante papel en el incremento en el precio de maíz en los últimos años. Por otro lado, el agro es un gran consumidor de petróleo y gas natural, por lo cual las fluctuaciones en los precios de los combustibles fósiles y su disponibilidad pueden impactar en gran medida la producción y los márgenes de los productores.

“El incremento en el uso de los biocombustibles generará una creciente presión al precio de los forrajes y, consecuentemente, en el valor de las tierras en los que son producidos”. (Banse, 2008, p. 126).

1.2.6 Cambio climático

El cambio climático es un proceso sumamente complejo, en parte causado por acciones humanas, muchas veces llamado calentamiento global. Según registros de la *National Oceanic and Atmosphere Administration* de Estados Unidos, la temperatura global se ha incrementado en un 4% entre el año 1880 y 2000, trayendo como resultado el cambio en los patrones climáticos a nivel global, como ser lluvias, sequías, tormentas e inundaciones. Estadísticamente, se observa una mayor ocurrencia de eventos extremos. Esta situación solo agrega complejidad e incertidumbre a la industria, cuya producción depende de la previsibilidad los factores ambientales en gran medida.

1. 3 Conclusiones del capítulo

El sector agropecuario global es un sector presenta una amplia gama de participantes. Este trabajo se concentrará en analizar a aquellos concentrados en la producción primaria agropecuaria, a diferencia de aquellos ubicados mas arriba en la cadena de producción como procesadores, comercializadores, fabricantes de insumos o maquinarias, etc. La industria agropecuaria está, por naturaleza, dedicada a la producción de alimentos y enfrenta en los próximos años desafíos enormes. La producción agropecuaria deberá crecer en un 70% para ser suficiente para alimentar a la creciente población mundial. Sumado a esto, existen factores determinantes para la producción primaria que muestran tendencias marcadamente negativas, como por ejemplo el cambio climático o la destrucción de las tierras productivas.

La agricultura juega también un importante papel en la economía a nivel mundial y principalmente en los países en vías de desarrollo, donde hasta un 25% del PBI y 50% de los puestos de trabajo están relacionados con esta actividad.

CAPÍTULO II – CARACTERÍSTICAS DE LA EMPRESA PRODUCTORA AGROPECUARIA

Objetivos del capítulo

El objetivo del presente capítulo es describir las características generales propias de la empresa productora agropecuaria, focalizándonos en todos aquellos aspectos distintivos que afectan su habilidad para financiarse.

2.1. Ciclos de producción Agropecuarios

La producción agropecuaria está definida e íntimamente ligada a la biología. Al igual que cualquier proceso productivo, también presenta un ciclo de producción, pero cabe aclarar que este ciclo está definido por factores biológicos y físico-químicos.

La variación de la temperatura ambiente en las diferentes estaciones del año y la distribución de las lluvias a lo largo del año calendario, son factores climáticos característicos de cada área productiva. Principalmente estos dos factores son lo que definirán el momento y duración del ciclo productivo de cada producto agropecuario.

Si bien se han desarrollado técnicas para poder flexibilizar los ciclos, como ser la producción en invernaderos o la producción bajo riego, éstas no son aplicables extensivamente, por lo cual podemos considerarlas excepciones a la producción agropecuaria extensiva, cuyos ciclos de producción están definidos por la naturaleza.

Esta dependencia también significa la imposibilidad de acelerar ciertos procesos como por ejemplo la floración de muchas especies vegetales está controlada entre otras cosas, por el fotoperíodo (duración del día).

2.2. Riesgos en la producción agropecuaria

El riesgo es un factor sumamente importante en el negocio agropecuario. Los ingresos de las empresas pueden verse alterados por diversos motivos lo que genera incertidumbre y finalmente afecta el valor de las acciones de las empresas en los mercados financieros.

Los riesgos pueden agruparse en 4 diferentes tipos:

- **Riesgo productivo:** es el riesgo que afecta la producción en cantidad y calidad, donde se ven agrupados el riesgo climático, riesgo de enfermedades, plagas, etc.
- **Riesgo institucional:** explica las incertidumbres provenientes de las acciones de gobiernos y otros organismos reguladores como por ejemplo, aranceles, impuestos, retenciones, permisos de exportación/importación. Los productos agropecuarios al ser productos alimenticios (o estratégicos como el etanol) y tener importancia en economías regionales y generación de empleos, suelen estar en la mira de los entes reguladores globalmente.
- **Riesgo de mercado:** al ser la producción (oferta) sumamente fragmentada y los precios fijarse en mercados internacionales, ningún productor tiene control sobre los precios que recibirá por sus productos. De la misma manera tampoco controla el precio que deberá pagar por los insumos, como ser fertilizantes, por ejemplo.
- **Riesgo financiero:** Cuando las empresas adquieren deuda, quedan expuestas al riesgo de una suba en las tasas de interés o la no renovación de las líneas de financiación que financian el funcionamiento de las empresas.

2.3. Visión de largo plazo

Desde el punto de vista del management, las empresas agropecuarias son manejadas y evaluadas en el largo plazo. Las decisiones tomadas, cambios de estrategia o ajustes normalmente toman efecto en el largo plazo y los resultados pueden tardar años en verse reflejados en los estados contables de las empresas.

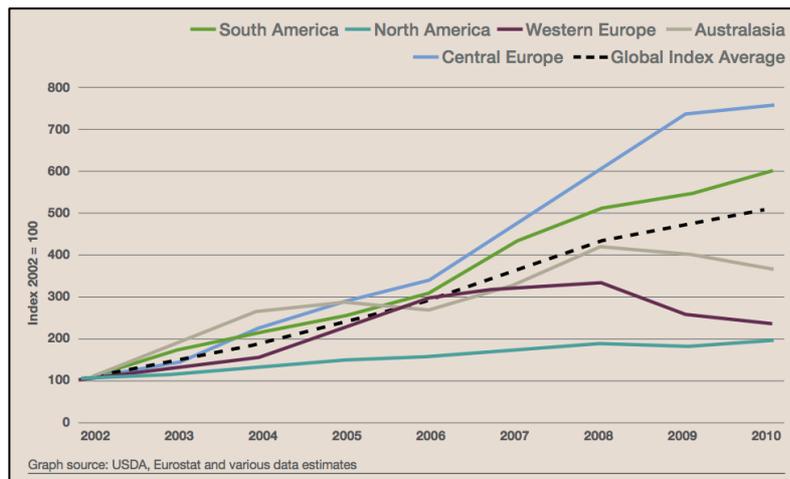
El buen manejo de las tierras y el conocimiento de las propiedades y zonas geográficas permiten mejorar la eficiencia. Desde el punto de vista técnico, los rendimientos pueden verse fuertemente elevados y estabilizados por políticas productivas consistentes en el mediano y largo plazo. Por ejemplo, mediante el manejo de la fertilidad de los suelos a través de la fertilización y de técnicas de producción con remoción mínima de los suelos, que favorecen la acumulación de materia orgánica. A su vez medidas como estas resultan en una mayor eficiencia en la utilización del agua, generando un círculo virtuoso en el largo plazo.

2.4. Valor de las tierras

Si bien existen los arrendamientos agrícolas, tendencia muy utilizada en la modernidad, en general las empresas agropecuarias son dueñas de una cantidad de tierras que representan el núcleo de su producción.

Las tierras agrícolas, independientemente de la actividad productiva desarrollada sobre ellas, constituyen un activo en sí mismas que históricamente se ha valorizado, generando ganancias de capital (VER GRÁFICO N° 4).

Grafico N° 4: Savills Global Farmland Index



Fuente: *Savills Research rural (2012). International Farmland focus 2012.*
United Kingdom: Savills.

Si vemos los resultados económicos de cualquier empresa productora agropecuaria, veremos que la apreciación del capital, representado por las tierras, es un componente de gran importancia a en el resultado total. Por otro lado, el componente ingreso del resultado es variable y sujeto a variaciones. Los dividendos o distribuciones pagadas por la empresa, vendrán del resultado operativo cash. Cabe aclarar que las tierras agropecuarias son un activo ilíquido, es decir que si valor no es fácilmente realizado en efectivo, razón por la cual en ocasiones sus valuaciones sufren descuentos.

Dependiendo de cada empresa y de la bolsa de comercio en donde cotice, las empresas deben seguir determinadas normas contables. Por ejemplo las normas contables US GAAP² se rigen por el principio del valor histórico de los activos, es decir que los balances solamente muestran el valor original de adquisición de los activos y no un valor de mercado actualizado o *Fair Value*. Estas normas definen procedimientos para ajustar los valores de los activos de las empresas, los cuales también tienen efectos impositivos. Por estos

²*United States Generally Accepted Accounting Practices.*

motivos existen casos en que los estados contables pueden no reflejar correctamente la revaluación de las tierras, mostrando valores menores por estar desactualizados.

Los efectos impositivos que estos ajustes puedan generar para las empresas constituyen un incentivo muy importante que influirá en la decisión del management a la hora de actualizar los valores de las tierras. Esto puede generar situaciones en las que el valor de los activos no estén correctamente reflejados en el balance de la empresa.

Los efectos impositivos de estas acciones contables son complejos y varían notablemente según la estructura de las empresas y las leyes fiscales vigentes en los países donde operen. Por estos motivos escapan al estudio del presente trabajo y no se profundizará en esta variable, por mas de que ésta sea, por cierto, relevante.

2.5. Conclusiones del capítulo

La producción agropecuaria debe lidiar con incertidumbre desde varios puntos de vista. Productivamente, está ligada íntimamente con los ciclos biológicos de las especies y por este motivo es limitado el grado en el que puede ser manipulada. Otros factores críticos para la producción como ser lluvias, temperaturas, intensidad lumínica, también escapan del control humano en grandes extensiones. Desde el punto de vista empresarial, las compañías productoras están expuestas a riesgos institucionales, de mercado y financieros.

Todos estos factores y otros aspectos propios de la industria hacen que la empresa agropecuaria tenga resultados variables en el corto plazo, pero que gane eficiencia en el largo plazo. La revaluación de las tierras propias ha demostrado ser un factor importante de rendimiento para las compañías productoras.

CAPÍTULO III – FINANCIACIÓN DE LA EMPRESA AGROPECUARIA

Objetivos del capítulo

El presente capítulo tiene por objetivo describir las principales herramientas que el sector agropecuario global dispone para financiar sus operaciones y su crecimiento. También se analizarán los factores que definen la estructura de capital de las compañías.

3.1. Deuda

La deuda es una vía de financiamiento tradicional, de relativamente fácil acceso por parte de las empresas capaces de respaldar el pasivo por ejemplo con activos, flujo de fondos, cuentas por cobrar, etc.

Si bien los pasivos pueden tener varios orígenes, en este caso nos referimos a préstamos de capital efectuados a través de entidades financieras, generalmente bancos comerciales. Otra forma de endeudamiento la constituyen los bonos corporativos, que son emitidos por empresas que se ajustan a las regulaciones que los mercados de capitales exigen para tal fin.

Las principales ventajas que esta fuente de financiación presenta son:

- La no dilución del capital accionario.
- Beneficios impositivos: al ser en muchos casos los pagos de intereses deducibles de impuestos, esto genera un beneficio fiscal para la compañía.

Por otro lado, ante un evento de liquidación, los acreedores de deuda están raqueados por encima de los accionistas, es decir que la empresa debe primero saldar sus deudas antes de repartir capital a sus accionistas.

Además, los repagos programados de la deuda agregan presión a los flujos de fondo, agregando riesgo y haciendo cada vez más costoso el acceso a

mas deuda. Por este motivo, la financiación a través de este instrumento es limitada hasta ciertos niveles, dependiendo de diversos factores, pero principalmente el nivel de riesgo de la empresa y el nivel de impuestos que tributan.

En el caso de corporaciones agropecuarias, el acceso a deuda es relativamente simple, ya que por lo general se cuenta con activos para reasegurar el préstamo, como ser tierras por ejemplo. Por otra parte, el hecho de tratarse de una actividad con una alta variabilidad contribuye a definir la cantidad de deuda que cada empresa es capaz de tomar y el costo que deberá pagar por la misma.

3.2. Otras fuentes de financiación

Otras fuentes de financiación, de menor importancia, a las que las empresas agropecuarias pueden recurrir son el leasing, los warrants y los subsidios gubernamentales. Estas herramientas son secundarias y juegan un papel complementario en la estrategia financiera de las grandes corporaciones agropecuarias.

El **leasing financiero** es un contrato mediante el cual una empresa puede obtener el derecho de uso de ciertos bienes, a cambio de una serie de pagos periódicos que pueden ser deducidos de impuestos. Cuando el contrato llega a su fin, la empresa generalmente puede optar por renovar el contrato, devolver el activo, o comprarlo. Este es un mecanismo usado a menudo para financiar la compra de maquinarias, por la flexibilidad y la eficiencia impositiva que presenta.

Un **warrant** es una herramienta que permite aprovechar existencias de activo como ser granos, por ejemplo, para obtener financiamiento a tasas convenientes. La mercadería permanece almacenada en depósitos custodiados y representa una garantía real de los fondos recibidos por la

empresa. El warrant es de carácter endosable. Esta herramienta es relativamente utilizada y permite al productor agropecuario financiarse sin necesidad de vender los productos, permitiendo de esta manera cierta especulación ante el comportamiento cíclico del precio de ciertos commodities.

Los **subsidios gubernamentales**, son sumas de dinero que los distintos gobiernos deciden inyectar para estimular la industria agropecuaria local. La unión Europea y los Estados Unidos son las regiones que mas fuertemente subsidian al sector agropecuario, creando distorsiones de precios y situaciones de desigualdad que son fuertemente criticadas por ciertos sectores. En el año 2012 el departamento de agricultura de Estados Unidos (USDA) destinó US\$ 14.900 millones a subsidios para el agro, los cuales son distribuidos dentro de distintas categorías:

- Pagos directos
- Préstamos con tasa de interés subsidiada
- Pagos anti cíclicos
- Subsidios para áreas de conservación
- Seguros subsidiados
- Ayuda en caso de “desastres naturales”
- Subsidios a las exportaciones
- Investigación y estadísticas

3.3. Estructura de capital

No existe una relación deuda–capital ideal, cada compañía tiene una estructura de capital óptima, la cual dependerá del balance entre el beneficio impositivo generado por la deuda y los beneficios de una estructura capitalizada.

Cuando una compañía se endeuda en exceso, el costo del financiamiento se incrementa, ya que el riesgo se incrementa proporcionalmente con el nivel de

endeudamiento de la Compañía. Esto es conocido como costo de bancarrota. Por consiguiente, determinadas métricas financieras como el WACC (costo promedio ponderado del capital) comienzan a desajustarse. En determinadas situaciones, incluso la libertad de acción del management puede verse restringida por trabas impuestas por los acreedores.

En definitiva, la estructura de capital será definida por una serie de factores entre los cuales podemos resaltar:

- **Nivel de riesgo:** cuanto mayor sea el riesgo operativo de la compañía, menor será el nivel de endeudamiento.
- **Carga impositiva:** el escudo fiscal producido por la deuda, y por ende el incentivo a endeudarse, crecerá cuanto mas alta sea la carga impositiva a la que la empresa está expuesta.
- **Estilo del management:** un estilo de management mas conservador se inclinará menos hacia la emisión de deuda para incrementar las ganancias.
- **Situación del mercado:** según las condiciones en el mercado de capitales en determinado momento, puede resultar mas o menos conveniente el acceso a deuda.

3.4. Conclusiones del capítulo

Si bien el sector agropecuario cuenta con un abanico de alternativas financieras, podemos concluir que muchas de ellas pueden no estar disponibles siempre. Por ejemplo compañías en determinadas regiones donde no se dispone de apoyo gubernamental en forma de subsidios o países donde la oferta de créditos por parte del sistema financiero no es suficientemente buena.

Segundo, debido a que todas estas herramientas presentan limitaciones, el financiamiento efectivamente provendrá de una combinación de fuentes. La estructura final del capital de cada compañía será definida por factores tanto internos como externos.

CAPÍTULO IV – OFERTA PÚBLICA DE ACCIONES

Objetivos del capítulo

El presente capítulo tiene por objetivo describir el régimen de oferta pública de acciones, detallando tanto los requerimientos mínimos necesarios para ingresar al mismo, como las obligaciones en cuanto a reportes y auditoría que representa para las empresas. Al final del capítulo se describe la *sarbanes oxley act*(SOX), introducida en Usa en 2001 y los cambios y consecuencias que trajo al régimen de oferta pública de acciones.

4.1. Mercados Financieros Mundiales

Existen diversos mercados alrededor del mundo donde una empresa puede ofertar sus acciones, siendo los principales Nueva York, Londres, Tokio, Chicago, Osaka, Zúrich, Hong Kong, Sídney y Singapur. Estos mercados tienen reglas muy estrictas en lo que respecta a la auditoría y control de las empresas cotizantes lo que permite ofrecer un alto grado de transparencia y seguridad a los inversores.

4.2. Beneficios de la oferta pública de acciones

Para cotizar en bolsa, una compañía de pasar por un proceso llamado IPO, (por sus siglas en inglés) oferta pública inicial. Este proceso consiste en adaptarse a una amplia gama de reglamentaciones que generalmente toma muchos meses y es muy costoso. A pesar de esto, los beneficios obtenidos una vez listado, suelen ser mucho mayores, entre los cuales podemos mencionar:

- La habilidad de acceder a grandes capitales para financiarse de manera fácil y a bajo costo. Esta es la razón más común por la cual las empresas son listadas.
- Incrementar la liquidez para los inversores.
- La capacidad de financiar adquisiciones mediante la emisión de acciones.
- Poder atraer y retener a sus empleados mediante programas de opciones de compra de acciones.
- Aumentar la exposición pública de la empresa y sus productos.

El hito del IPO es sumamente importante para cualquier empresa, además de las ventajas enumeradas anteriormente, por el prestigio que otorga a la empresa y a sus ejecutivos. Además de multiplicar exponencialmente sus oportunidades de crecimiento y éxito.

De esta misma manera, la compañía aparece por primera vez en el radar de los inversores públicamente. Deberá estar a la altura de las expectativas de los inversores para mantener el nivel de demanda sobre sus acciones. Los incentivos de los ejecutivos también deberán ajustarse a esta nueva realidad y por lo tanto esto traerá cambios en la estrategia y el estilo de gestión de la compañía.

4.3. Costo de un IPO

Los costos directamente relacionados con un IPO pueden variar ampliamente, dependiendo de la complejidad, el tamaño y el grado de preparación que la compañía tenga para operar en los mercados públicos. Los costos pueden ser divididos en los costos necesarios para ser listado (IPO) y los costos en los que incurre para cumplir las reglamentaciones de reportes y auditorías.

Según encuestas recientes³ 48% de las empresas recientemente listadas en mercados de capitales tuvieron gastos mas altos de los esperados en el proceso de IPO. En promedio, las empresas incurrieron en costos por mas de un millón de dólares para prepararse y transcurrir el proceso.

4.4.Regulación

Para poder ser listadas, las compañías deber satisfacer una serie de requisitos a nivel financiero y de gobierno corporativo. Estos requerimientos, si bien son similares, difieren de un mercado de valores a otro.

A continuación se describen los principales requisitos que son exigidos en 4 de los 10 principales mercados de capitales, para que una empresa pueda ser listada:⁴

Sponsor: es un banco de inversiones designado para manejar el proceso de IPO (oferta pública inicial), quien tiene responsabilidades para con las autoridades reguladoras y con la compañía.

- NYSE: no requerido
- NASDAQ: no requerido
- London Main Market: requerido
- Hong Kong Main Board: requerido

³Fuente: Price Waterhouse Coopers (2012). Considering an IPO? The costs of going and being public may surprise you: A publication from PwC's Deals practice.

⁴ Fuente: Price Waterhouse Coopers(2013). Which market? : An overview of London, New York, Hong Kong and Singapore stock exchanges. *Publicado por PWC IPO Centre*. Obtenido de www.pwc.com

Historial auditado: es el mínimo historial de balances auditados que debe poseer una empresa para ser listada.

- New York Stock Exchange (NYSE): 3 años
- NASDAQ: 2 años
- London Main Market: 3 años, con no mas de 6 meses de antigüedad
- Hong Kong Main Board: 3 años, con no mas de 6 meses de antigüedad

Características financieras:

- NYSE: ingresos mínimos de US\$75 millones en el último ejercicio fiscal
- NASDAQ: ingresos mayores a US\$110 millones en el último ejercicio fiscal
- London Main Market: N/A
- Hong Kong Main Board: ganancias de al menos HK\$50 millones en los últimos 3 años, con al menos HK\$20 millones en el último ejercicio fiscal.

Valor mínimo de mercado:

- NYSE: US\$150 millones
- NASDAQ: US\$160 millones
- London Main Market: GBP 700.000 (US\$1,2 millones)
- Hong Kong Main Board: HK\$ 200 millones (US\$25 millones)

Capital de trabajo:

- NYSE: N/A
- NASDAQ: N/A
- London Main Market: suficiente para cubrir 12 meses de operación
- Hong Kong Main Board: suficiente para cubrir 12 meses de operación

Numero mínimo de accionistas:

- NYSE: 1.100 acciones
- NASDAQ: 450 accionistas round lot⁵, o 2.200 accionistas
- London Main Market: N/A
- Hong Kong Main Board: 300 accionistas

% de acciones ofrecida en el mercado:

- NYSE: 1.100 acciones
- NASDAQ: 1.250 acciones que representen al menos US\$45 millones
- London Main Market: 25%
- Hong Kong Main Board: 25% y puede ser reducido a 15% en caso de que la empresa tenga una capitalización sea mayor a HK\$10 billones

De la misma manera que cada mercado tiene requisitos para que las empresas puedan listarse, también tienen reglamentaciones que imponen constantes declaraciones, reportes y auditorias. Si bien estas exigencias también varían de un mercado al otro, en general son similares y tienen por objetivo imponer un estricto control sobre las empresas listadas para evitar fraudes a los accionistas.

A continuación se describen las principales obligaciones recurrentes que son exigidas en 4 de los 10 principales mercados de capitales a las empresas listadas en ellos:⁶

⁵ Accionistas Round lot hace referencia a accionistas que posean una unidad nominal de acciones igual a 100.

⁶Fuente: Price Waterhouse Coopers(2013). Which market?: An overview of London, New York, Hong Kong and Singapore stock exchanges. *Publicado por PWC IPO Centre*. Obtenido de www.PWC.com

Autoridad reguladora:

- NYSE: SEC⁷
- NASDAQ: SEC
- London Main Market: FCA/ UKLA⁸
- Hong Kong Main Board: HKEx, Securities and Futures Commission

Reportes financieros exigidos:

- NYSE: Reporte financiero anual y reportes financieros trimestrales
- NASDAQ: Reporte financiero anual y reportes financieros trimestrales
- London Main Market: Reporte financiero anual, reporte financiero semestral y declaración interina de gestión
- Hong Kong Main Board: Reporte financiero anual, reporte financiero semestral y trimestral (opcional)

Standard contable:

- NYSE: US GAAP⁹ o IFRS¹⁰
- NASDAQ: US GAAP o IFRS
- London Main Market: EU IFRS
- Hong Kong Main Board: HK FRS, IFRS

⁷U.S. Securities and Exchange Commission

⁸ Financial Conduct Authority / UK Listing Authority

⁹ Generally Accepted Accounting Principles

¹⁰ International Financial Reporting Standards

Controles internos sobre reportes financieros:

- NYSE: Certificación de los controles internos sobre los reportes financieros por parte del CEO o CFO. También aprobación por parte del auditor externo
- NASDAQ: Certificación de los controles internos sobre los reportes financieros por parte del CEO o CFO. También aprobación por parte del auditor externo
- London Main Market: Se requiere una declaración por parte de sponsor que asegure que los procedimientos internos relacionados a informes financieros son adecuados y correctos.
- Hong Kong Main Board: Se requiere una declaración por parte de sponsor que asegure que los procedimientos internos relacionados a informes financieros son adecuados y correctos.

Las autoridades de los mercados tienen la obligación de establecer reglas que garanticen seguridad para los inversores, generando de esta manera confianza en el mercado de capitales.

Esto, por supuesto, debe ser balanceado con las barreras y el costo que estas restricciones y requerimientos permanentes generan para las empresas. Este balance es un aspecto delicado que es revisado periódicamente por parte de las autoridades y que también está en constante debate por parte de los participantes del mercado.

Un caso de reglamentaciones que han generado grandes debates en los últimos años es el de la *Sarbanes-Oxley Act* en Estados Unidos, por ejemplo. Si bien esta legislación solo alcanza a los mercados de capitales dentro de Estados Unidos, 2 de los 3 mercados mas grandes del mundo (NYSE y NASDAQ) se ven afectados por esta medida. También existe la posibilidad de que otros países impongan regulaciones similares en el futuro.

4.5. Sarbanes-Oxley Act

En Julio de 2002, el gobierno de Estados Unidos aprobó un acta de reforma de la contabilidad pública y protección de inversores, la *Sarbanes-Oxley Act*. El acta fue elaborada en respuesta a una serie de escándalos de fraude financiero como por ejemplo Enron, WorldCom y Arthur Andersen. Estos casos destruyeron la confianza en la transparencia de los mercados de capitales Norteamericanos además de causar pérdidas billonarias a los inversionistas.

El acto impone nuevas reglas para las declaraciones financieras, estándares de auditoría y establece penas mas severas para determinados tipos de fraude corporativo. En resumen, los principales puntos modificados por SOX son:

- Sección 302: requerir al CEO y CFO aprobar y aceptar responsabilidad por todos los reportes financieros presentados.
- Sección 404: requerir un reporte anual de control interno, que incluya una revisión de los controles internos por parte del management y una declaración por parte de auditores externos sobre la efectividad de los controles de contabilidad interna.
- Sección 409: requerir a las compañías declaraciones en casi tiempo real ante cualquier cambio sustancial en su condición financiera u operaciones.
- Sección 902: convertir en un crimen el ocultamiento o alteración de cualquier documento relacionado a los puntos anteriormente mencionados.

Esta legislación alcanza desde el año 2006 a todas las empresas listadas públicamente en Estados Unidos. Incluso a las pequeñas empresas, que inicialmente fueron excluidas de su alcance en 2002.

Si bien el objetivo principal de SOX fue incrementar la seguridad y devolver la confianza en los mercados públicos, al igual que cualquier regulación, la misma impone tanto costos como beneficios. Los críticos de SOX argumentan que el costo de cumplimentar estas mayores regulaciones

puede, en algunos casos, ser mayor a los beneficios que las empresas perciben por estar listadas, especialmente en el caso de las empresas mas pequeñas. Es decir, que muchas empresas podrían dejar de financiarse mediante la oferta pública de acciones ante este incremento en la carga regulatoria, volcándose necesariamente hacia otras fuentes de captación de fondos.

Estudios estadísticos realizados post-SOX¹¹ concluyen que hubo un marcado incremento en las *going-private operations* como respuesta a SOX especialmente por parte de las compañías mas pequeñas y las que presentaban menor porcentaje de acciones en oferta pública.

4.6. Going private operations

Si bien existen incentivos importantes para que una empresa cotice sus acciones, existen numerosos ejemplos¹² en los cuales las compañías son deslistadas, y sus acciones dejan de ser intercambiadas en los mercados públicos. Los mecanismos mediante los cuales esto se lleva a cabo son regulados por las autoridades, siendo los mas comunes una adquisición (total o parcial) o un *takeover*.

Estas son decisiones que deben ser bien evaluadas ya que únicamente en situaciones puntuales las compañías son beneficiadas por salir del mercado público. Aún así este tipo de decisiones pueden ser impulsadas por accionistas con suficiente poder de voto a nivel directorio.

¹¹Engel, E., Hayes, R. y Wang, X. (2005). The Sarbanes–Oxley Act and firms' going-private decisions. USA: *Journal of Accounting and Economics*.

Kamar, E., Karaca-Mandic, P. y Talley, E. (2009). *Going-Private Decisions and the Sarbanes-Oxley Act of 2002: A Cross-Country Analysis*. Los Angeles, California.

¹²Dell Inc. en 2013 adquirida por Michael Dell y H.J. Heinz Co. en 2013 adquirida por Berkshire Hathaway Inc. y 3G Capital.

La bibliografía¹³ identifica un número de razones por los cuales una empresa podría considerar volver a ser privada:

- Evitar la necesidad de cumplimentar todas las regulaciones en cuanto a declaraciones y reportes financieros, con consiguiente ahorro de recursos y tiempo de los ejecutivos.
- Eliminar la responsabilidad que recae en los directores, CEO y CFO, especialmente luego de la reforma Sarbanes-Oxley.
- Balancear el corto y el largo plazo. Permite a la compañía dejar de estar pendiente de cumplir con las expectativas de los analistas en cada reporte trimestral o semestral y concentrarse en generar valor a largo plazo. Ya que al no cotizar públicamente, el precio de sus acciones no se vera afectado por los resultados a corto plazo.
- Ganar privacidad en cuanto a información comercialmente sensible. Al no estar obligados a declarar información que podría beneficiar a empresas competidoras.

Generalmente estos argumentos tendrán mayor peso cuanto menor sea el tamaño de la compañía y cuanto menores sean los beneficios que esta percibe por el hecho de cotizar en bolsa.

Otra característica que es factor común en este tipo de operaciones es la subvaluación de las acciones. Lo cual motiva la adquisición por parte de uno o varios accionistas quienes mediante una reestructuración de la compañía creen poder revalorarla y obtener ganancias. Existen diversos caminos que pueden seguir las compañías luego de ser deslistadas. En el caso de las empresas que cotizan por debajo del valor neto de sus activos, pueden ser potencialmente vendidas por partes. Otra alternativa es que luego de una reestructuración y al ser capaz de mostrar ratios saludables la empresa sea listada nuevamente.

¹³Steele, J. (2009). Going Private – Why companies go private, go dark. Waltham, Massachusetts: Morse, Barnes-Brown and Pendleton.

4.7. ¿Cómo se forma el precio de las acciones?

En los mercados de capitales el precio de las acciones es definido por el balance entre la oferta y la demanda de las mismas. Este balance en definitiva será un producto de las expectativas futuras que cada inversor tenga sobre la empresa. En este punto entran en consideración conocimientos sobre la industria, perfil de riesgo del inversor, y correlatividad de la acción con el resto del portfollio. Desde un punto de vista técnico, la fórmula básica para valorar acciones es la siguiente:

$$\text{Valor de una acción} = \text{Valor presente de los dividendos esperados a futuro} + \text{Valor terminal}$$

De la misma se desprende que el valor de la acción tiene dos componentes que podemos llamar componente ingreso (dividendos) y componente ganancia de capital.

El tipo de horizonte temporal que se considere para hacer estos cálculos tendrá un efecto determinante en los resultados. Debido al dinamismo de las transacciones, la información y la formación de precios en los mercados, la tendencia puede ser un tanto cortoplacista. Esto puede resultar adecuado para determinadas acciones, pero puede también no serlo para otras.

Otras técnicas comunes para la valuación de acciones es el análisis de ratios, también llamado análisis de fundamentales.

P/E = relaciona el precio de la acción con el beneficio neto anual por acción.

P/BV= relaciona el precio de la acción con el valor de los activos reflejado en el balance.

P/S= relaciona el precio de la acción con las ventas por acción.

4.8. Conclusiones del capítulo

La oferta pública de acciones presenta el gran atractivo de permitir a las empresas acceder a capitales virtualmente ilimitados. Pero este y otros beneficios, traen aparejadas obligaciones y responsabilidades tanto para los directores, los managers y los accionistas. Estas reglamentaciones representan un costo, el cual en determinadas circunstancias puede llegar a ser muy significativo. No solo se deben tener en cuenta los costos directos sino también efectos indirectos como la necesidad de publicar información comercialmente sensible, la pérdida de foco de los managers en el largo plazo o potenciales conflictos con los accionistas.

Se puede establecer una relación de costo- beneficio, que dependerá del tamaño de la empresa y sus necesidades financieras, pero también de las características de la industria a la que pertenece. Este balance puede en ocasiones resultar negativo, situación en la cual algunas empresas deciden pasar por el proceso de deslistamiento y volver a ser empresas privadas. Se vio también que la subvaluación de las acciones tiende a ser un factor desencadenante de este tipo de operaciones.

La oferta pública de acciones es un universo complejo, con numerosos *stakeholders* y regulado por legislaciones muy estrictas. Las empresas deben considerar cuidadosamente si sus condiciones se adaptan exitosamente al mercado de capitales antes de listarse ya que hay no pocos casos de compañías que terminan encontrando más problemas que soluciones.

CAPÍTULO V – ADAPTACIÓN DE LA EMPRESA AGROPECUARIA A LA OFERTA PÚBLICA DE ACCIONES

Objetivos del capítulo

En este capítulo se buscarán identificar y describir aquellos aspectos generales propios de la empresa agropecuaria que, al menos desde el punto de vista teórico, no se adapten exitosamente al sistema de oferta pública de acciones.

5.1. Visión de largo plazo vs corto plazo

Como se ha visto que el hecho de estar listada afecta a una compañía en varias maneras. La toma de decisiones estratégicas no es la excepción, ya que la forma en que se mide la performance de la empresa y la de sus directivos suele cambiar ya que se disponen de las nuevas métricas, provistas por el mercado. Debe considerarse también el mayor poder que los entes reguladores le otorgan a los accionistas a través de normas que regulan la toma de decisiones.

Si por algunas de estas razones el foco de los managers se torna cortoplacista, es altamente probable que los resultados de la compañía se vean afectados en el mediano plazo ya que como fue discutido anteriormente, la naturaleza del negocio agropecuario exige una planificación a largo plazo, y es de esa manera como se genera la mayor eficiencia y mejores resultados. El riesgo de que esto suceda se presenta si directores o accionistas ejercen una presión excesiva sobre el management forzando la generación de resultados, motivados por el deseo de mantener o alcanzar un determinado valor por acción.

5.2. Subvaluación de acciones

La subvaluación de acciones hace referencia al valor de mercado de la acción en comparación con su valor intrínseco o fundamental. Esto implica un desajuste entre el valor real de la empresa y la percepción del mercado. Independientemente de las consecuencias que una subvaluación pueda conllevar para los accionistas, esta es una situación desfavorable para la compañía también. En un contexto de acciones subvaluadas, la capacidad de acceder a capitales frescos por parte de la empresa pierde eficiencia y presenta mayores limitaciones. Esto se debe a que el número de nuevas acciones emitidas sería proporcionalmente mayor, produciendo una mayor dilución de los accionistas originales. Esto, a su vez, puede reducir el apetito de los accionistas por las acciones de la empresa.

Se identificaron dos factores como potenciales responsables de este fenómeno: la variabilidad en los resultados de la empresa agropecuaria y la valuación de sus activos.

5.2.1 Resultados de la empresa productora agropecuaria

Los resultados económicos de las empresas productoras agropecuarias, están compuestos por la apreciación del capital, representado por las tierras, y el ingreso resultante de las operaciones. Las tierras agropecuarias son un activo ilíquido, es decir que su valor no es fácilmente realizado en efectivo, razón por la cual en ocasiones sus valuaciones sufren descuentos.

Si analizamos como se presentan estos resultados a los inversores, vemos que los ingresos son reflejados contablemente en el estado de resultados, mientras que la apreciación del capital se plasma en el balance de la compañía, mediante revaluaciones, que pueden o no hacerse dependiendo de las circunstancias como se verá más adelante.

Dado este panorama, es lógico que los dividendos pagados por la empresa, vendrán del resultado operativo cash. Este es un primer factor que no resulta

atractivo para los inversores, ya que limita las potenciales distribuciones de resultados.

Por otro lado, los resultados de las empresas productoras agropecuarias, a diferencia de las empresas en otras industrias, son afectados por una gama de factores que escapan parcialmente o totalmente del control del management. Esto es traducido en una considerable variabilidad e imprevisibilidad de resultados operativos y financieros.

Desde la óptica de un inversor o un analista financiero, la falta de claridad sobre el flujo de fondos futuro y la distribución de dividendos complica de gran manera la valuación de la empresa.

El hecho de que los mecanismos de valuación de acciones normalmente se basan en el componente ingreso y algunas empresas agro puede tener resultados menores a los esperados por varios años seguidos, indica que el precio de dichas acciones se verá afectado negativamente en el mercado.

La lógica detrás de la formación de precios premia la previsibilidad y la constancia en la generación de resultados y eso es justamente algo que en ocasiones la empresa productora agropecuaria no está en condiciones de generar.

5.2.2 Valuación de activos

Como se ha discutido anteriormente, las tierras productivas constituyen el principal activo de las empresas productoras agropecuarias. Estos constituyen una clase especial de activos, la cual ha tendido a ganar valor especialmente en las últimas décadas. La correcta valuación de las tierras representa un desafío para las empresas ya que en parte de su valuación como empresa estará explicada por el valor de sus activos.

Esta no es una problemática exclusiva de las empresas productoras agropecuarias, pero tiene en ellas un importante efecto debido a que éstas suelen tener entre sus activos grandes extensiones de tierras, las cuales han tenido grandes revaluaciones en las últimas décadas.

Las normas contables US GAAP definen que el valor de los activos reflejado en los balances debe ser el costo de adquisición. Si bien existen mecanismos que permiten realizar ajustes, éstos pueden tener consecuencias impositivas¹⁴. También se puede agregar que un cambio en los activos, provocará cambios en algunos de sus ratios, afectando la valuación de la empresa de mas de una manera. Por ejemplo, el ratio P/BV bajará, lo cual es visto negativamente mas allá de ciertos límites.

Esto puede motivar grandes diferencias entre la realidad y lo declarado en los balances al punto de ser difícil de ajustar incluso por analistas especializados. La incorrecta valuación de las tierras puede también desencadenar una subvaluación de las acciones con respecto al valor de los activos de la empresa. A su vez la iliquidez de las tierras, hace que muchas veces se calculen descuentos sobre su valor a la hora de ser valuadas. Por estas razones, en ocasiones este tipo de empresas cotiza por debajo del valor neto de sus activos.

5.3 Conclusiones del capítulo

Se han individualizado dos potenciales puntos de conflicto como consecuencia del listamiento en un mercado de capitales por parte de una empresa agropecuaria.

En primer lugar, vemos que en determinadas circunstancias, el sistema de incentivos puede motivar al management a perder el foco en el largo plazo, lo cual expone a la empresa productora agropecuaria al riesgo de perder eficiencia y productividad en el mediano y largo plazo.

Segundo, vemos que las acciones agropecuarias pueden resultar subvaluadas, teniendo esto origen en alguno o ambos de los siguientes factores:

¹⁴Los efectos contables del ajuste del valor de los activos de una empresa es un tema de complejo análisis y que excede el alcance de esta tesis.

Las tierras, que constituyen el principal activo de las compañías agropecuarias, pueden en ocasiones estar incorrectamente valuados en los estados contables, provocando esto valuaciones de la acción menores a los razonables de acuerdo al real valor de los activos.

La variabilidad y la falta de previsibilidad de los resultados de la industria, puede motivar bajas valuaciones.

2. Metodología

Objetivos

Este trabajo tiene como objetivo estudiar la adaptación de la empresa productora agropecuaria al régimen de oferta pública de acciones. El estudio se concentrará en las características distintivas que presentan las empresas productoras agropecuarias, con capitalizaciones de mercado menores a US\$500 millones. Se buscará analizar si alguna de estas características podría ser responsable de un bajo desempeño por parte de estas empresas cuando se encuentran en un sistema de oferta pública de acciones.

La hipótesis que plantea la presente tesis es:

H1: Las empresas productoras agropecuarias no se adaptan con éxito al régimen de oferta pública de acciones.

2.1 Entrevistas

Las entrevistas fueron realizadas en forma personal, a 4 managers o directores de empresas productoras agropecuarias, con actividad en los mercados de capitales. Uno de los entrevistados es un bróker especialista en acciones agropecuarias, que ha participado de procesos de IPO de empresas productoras agropecuarias.

Las preguntas estuvieron orientadas a obtener información sobre su visión y experiencia con respecto a tres variables claves que son el objeto de análisis de esta tesis.

Las preguntas que fueron la base de las entrevistas son:

- 1- Considera que los costos de auditoría y reportes son una carga (o costo) significativa para las empresas productoras agropecuarias listadas, con market cap. menores a 500 millones?
- 2- Considera que, en algunas situaciones, el management puede verse influenciado por la necesidad de demostrar resultados en el corto plazo al mercado y esto traer consecuencias productivas en el largo plazo?
- 3- En un contexto de valor de las tierras en alza: cree que existe un conflicto de intereses para la compañía en cuanto a la revaluación de sus tierras o tener un valor contable mas bajo? Ej.: valor de activos mas alto Vs. Efecto negativo en ciertos ratios como P/BV.
- 4- Cual/es cree que es el principal factor responsable de la subvaluación de las acciones de empresas productoras agropecuarias?
- 5- Cual es, es su opinión, la razón por la cual los inversores no se sienten atraídos por las acciones productoras agropecuarias?

Resultados

Para la interpretación de los resultados de las entrevistas se utilizó la técnica de Osgood. Los mismos se exhiben en el Cuadro N° 3 donde se muestran los indicadores asociados a las variables de esta tesis. También se detallan los números de preguntas que tienen relación con cada indicador y se hace una interpretación, con una ponderación de 0 a 5, del impacto de las respuestas en los indicadores correspondientes.

Cuadro N° 3: Resultados de las entrevistas por indicador de medición

| VARIABLES | INDICADORES | Pregunta Asociada | Respuestas | | | | |
|---------------------------------|----------------------------|-------------------|------------|---|---|---|----------|
| | | | 1 | 2 | 3 | 4 | Promedio |
| Características de la Industria | Necesidad de capital | | | | | | |
| | Riesgo | 5, 4 | 3 | 4 | 2 | 3 | 3 |
| | Visión de largo plazo | 2 | 3 | 4 | 3 | 4 | 3,5 |
| Oferta Publica de Acciones | Beneficios | | | | | | |
| | Regulación | 1 | 0 | 1 | 0 | 2 | 0,75 |
| | Balance costo-beneficio | 1 | 4 | 3 | 4 | 3 | 3,5 |
| Conflictos en la adaptación | Variabilidad de resultados | 4, 5 | 2 | 4 | 4 | 4 | 3,5 |
| | Conflicto CP vs. LP | 2, 5 | 1 | 2 | 2 | 3 | 2 |
| | Valuación de activos | 3, 4, 5 | 2 | 3 | 3 | 3 | 2,75 |

Indicador **Riesgo**: Se obtuvo un valor promedio de 3, indicando que para los entrevistados el riesgo es una variable de gran importancia para la industria productora agropecuaria. Se hizo mención específicamente del riesgo institucional y el riesgo financiero.

Indicador **Visión de largo plazo**: Los entrevistados concordaron que el negocio de la producción agropecuaria debe ser planificado, ejecutado y analizado en el largo plazo. El valor promedio obtenido fue de 3,5.

Indicador **Regulación**: En general la visión de los entrevistados fue que la carga regulatoria tiende a no ser demasiado alta. Consideraron que no es un factor que juegue un papel importante para este tipo de empresas. Valor promedio de 0,75.

Indicador **Balance Costo-Beneficio**: Este indicador esta relacionado con el punto anterior y también tuvo una respuesta contundente. Con un valor

promedio de 3,5; el consenso general fue que la relación costo- beneficio de la OPA es a grandes rasgos positiva.

Indicador **Variabilidad de Resultados**: Salvo por un entrevistado, todos consideraron que esta variable es de gran importancia. Estando este factor influenciado principalmente por la variabilidad en los precios de los commodities y en segundo lugar por factores climáticos.

Indicador **Conflicto Corto plazo Vs. Largo plazo**: Este conflicto obtuvo un nivel de importancia intermedio, y no fue considerado un punto central de conflicto por 3 de los 4 entrevistados. El valor promedio fue de 2.

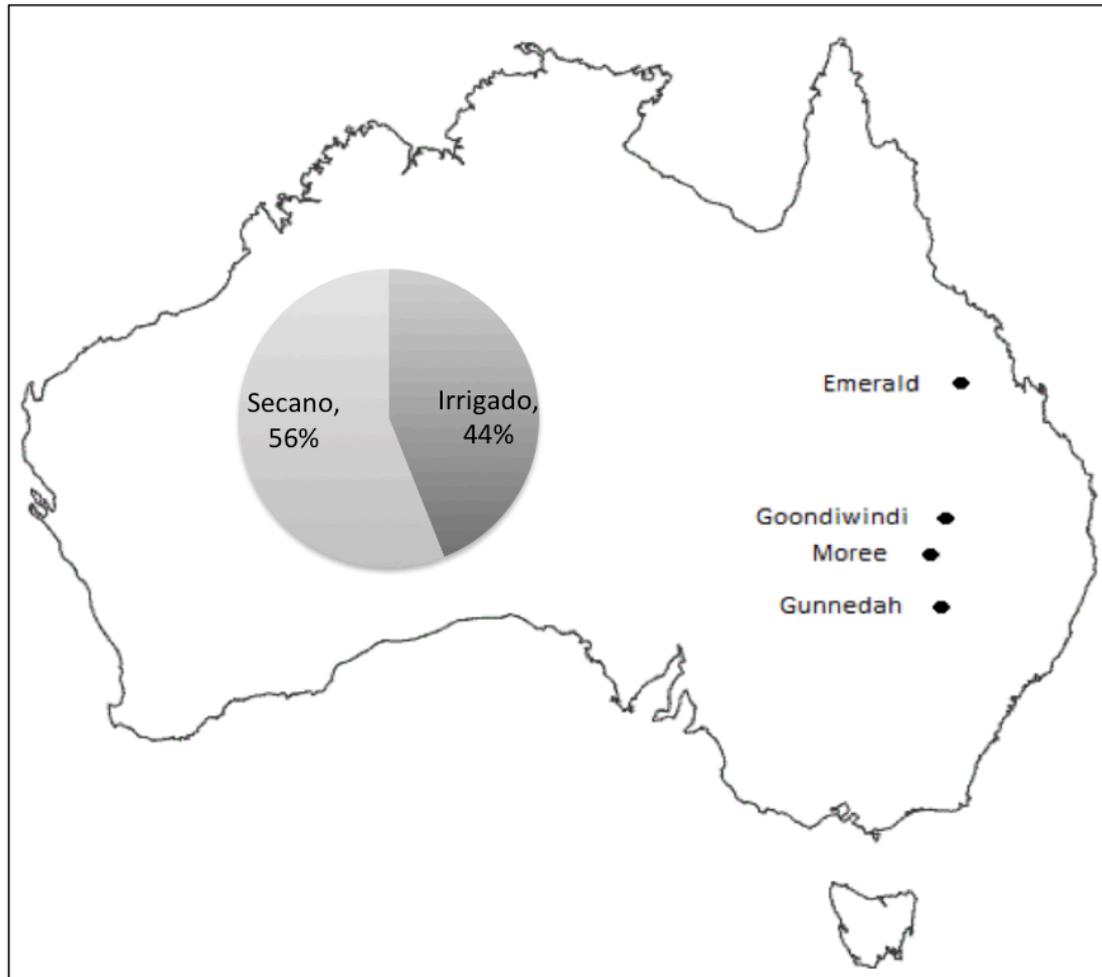
Indicador **Valuación de activos**: El conflicto en cuanto a la valuación de los activos por parte de las compañías obtuvo un valor promedio de 2,75. Es decir que fue considerado de moderada importancia para los referentes. Tres de ellos reconocieron el conflicto de intereses pero lo consideraron solucionable. Además tres de ellos mencionaron que la falta de liquidez de los activos agropecuarios era un factor que agregaba complejidad en este punto.

2.2 Observaciones

2.2.1 PrimeAg Australia Limited

PrimeAg Australia Limited (PrimeAg) es una compañía Australiana, formada a fines del año 2007 con el principal objetivo de producir commodities como algodón, trigo sorgo. PrimeAg hizo una OPA en el *Australian Stock Exchange*(ASX) por AU\$ 300 millones para financiar la compra de propiedades, derechos de riego y capital de trabajo. El Gráfico N° 5 muestra un detalle de la ubicación de las tierras adquiridas por PrimeAg y la capacidad de irrigación de las mismas.

Grafico N° 5: Ubicación de las propiedades adquiridas por PrimeAg



Fuente: Latitude 232¹⁵

Hacia fines de 2013, luego de algo mas de 5 años de operación, la mayoría de los accionistas aprobó la venta de los activos de la empresa y el cierre de la misma. Este fue el desenlace de largas negociaciones entre el management y los insatisfechos accionistas, tras varios años de pobres resultados económicos por parte de PrimeAg.

Según declaraciones de Peter Corish, CEO de PrimeAg: “La brecha que existe entre el valor de nuestra acción y el valor de nuestros activos, es algo común en muchas de las acciones Agropecuarias en Australia, y desde

¹⁵ www.latitude232.com.au

nuestro punto de vista esto se debe simplemente al foco en el corto plazo que tiene el mercado de capitales, mientras que la agricultura es un negocio de largo plazo”.

Sin embargo, Paul Jenz, analista de agronegocios de Phillip Capital, cree que las dificultades financieras no son la única explicación para este resultado. “Los activos de PrimeAg pueden no haber producido los rendimientos esperados, mientras que otras compañías agrícolas lograron mejores resultados”, sugiriendo que la operación de PrimeAg no fue eficiente en cuanto a costos.

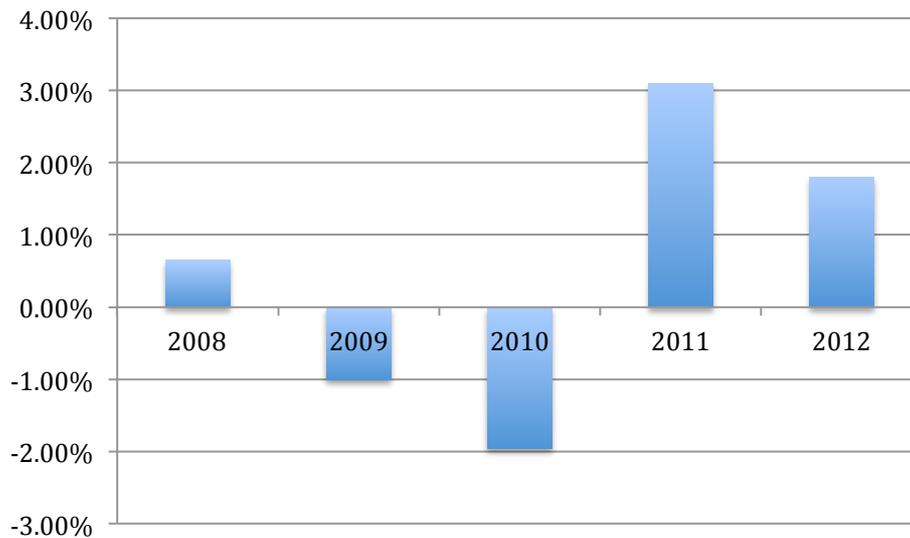
El especialista en agronegocios Deo de Jesús, agrega que según su propio análisis, otros factores que tuvieron importancia en este caso fueron:

- las malas condiciones climáticas, que afectaron los rendimientos agrícolas.
- Precio de compra elevado de las propiedades, que dificultó lograr un satisfactorio Retorno sobre los activos (ROE)
- Inhabilidad del management para generar eficiencia por medio de economía de escalas.

Si analizamos el ROE de PrimeAg (ver Gráfico N° 6) vemos que solamente en el año 2011 tuvo un rendimiento satisfactorio, levemente por encima del 3%. Si bien, como en la mayoría de las compañías agropecuarias, el ROE es solamente una parte de la ecuación, junto con la apreciación del capital (tierras); estos son resultados relativamente pobres.

Dado que PrimeAg siempre utilizó muy bajos niveles de deuda (casi cero) su retorno sobre Activos (ROE) es prácticamente igual a su retorno sobre patrimonio neto.

Grafico N° 6: PrimeAg Australia ROE (Año 2008 al 2012)



Fuente: Latitude 232¹⁶

Año 2008: se produjo un resultado después de impuestos de AUD 2 millones, y un ROE del 0.67%. La empresa atribuyó este resultado a malas condiciones climáticas. De hecho, ese año se registraron inundaciones en la región de Emerald, que produjeron reducciones en los rendimientos de hasta un 50%. Sin embargo, el impacto de este fenómeno climático en PrimeAg solo puede haber tenido una magnitud limitada ya que solo un 12% de su área productiva estaba ubicada en dicha zona.

Año 2009: El resultado fue negativo. Las razones señaladas fueron excesivas e inusuales lluvias en Noviembre, que afectaron la cosecha de los cultivos de invierno en todas las propiedades de la empresa. En promedio, las precipitaciones fueron de 1.5 desvíos estándar por sobre la media histórica, significando esto que este sería un evento con ocurrencia cada 21 años.

Otro factor que contribuyó al mal resultado fueron los bajos precios de los commodities en esa temporada.

¹⁶ www.latitude232.com.au

Año 2010: 13.000 hectáreas fueron implantadas con cultivos de invierno y 12.500 con cultivos de verano. Las expectativas de PrimeAg¹⁷ eran obtener un resultado antes de impuestos de AUD 16,7 millones, produciendo un ROE de 4%. Sin embargo, debido a una serie de circunstancias, el resultado fue AUD 21,3 menor a lo esperado, siendo los principales factores responsables:

- Pérdidas por AUD 6,6 millones como resultado de los ciclones Olga y Ului, afectando la zona de Emerald.
- Pérdidas por AUD 8,7 millones como resultado de una reducción en los derechos de riego obtenidos en ese año.
- Pérdidas por AUD 5,2 millones como resultado de sequías en los cultivos de invierno y bajos precios de venta en los cereales.

Año 2011: fue un año bueno para PrimeAg, produciendo un resultado después de impuestos de AUD 7 millones. Aún siendo estos buenos resultados y con el mayor ROE jamás producido por la compañía, fueron inferiores a las proyecciones de AUD 11 millones. Estos resultados reflejaron una mejora en las operaciones y en la eficiencia productiva de la empresa, con un notable incremento en la producción de fardos de algodón con respecto a los años anteriores.

Sin embargo, estos resultado positivo también pueden atribuirse a precios extraordinariamente altos del algodón, sin los cuales se estima que el resultado después de impuestos hubiese sido de unos AUD 2 millones.

Año 2012: Durante este año la tendencia en el incremento de rendimientos se acentuó, obteniéndose record de ingresos por cultivos de verano y también una producción record de algodón. Pero los resultados finales se vieron afectados negativamente por bajos precios de trigo y algodón.

¹⁷ De acuerdo a Peter Corish, anuncio en Australia Stock Exchange, Noviembre 2009.

Precio de las acciones

Luego de su IPO a un precio de 2 dólares por acción, PrimeAg ha operado siempre a un importante descuento. El precio colapsó en 2008, junto con todo el mercado, debido a la crisis financiera. Luego, tras una corta recuperación, el precio volvió a caer, quedándose alrededor de 1 dólar por acción (Ver Gráfico N° 7).

Según analistas como Deo de Jesús “una gran proporción de esta mala performance puede ser atribuida a las condiciones climáticas adversas y a los movimientos en los precios de los commodities, pero también se puede interpretar como una aversión a la volatilidad por parte del mercado”.

Otros analistas creen que un factor a tener en cuenta es que los activos adquiridos por PrimeAg fueron sobrevaluados y por ende deberían ser ajustados hacia abajo en los balances.

Gráfico N° 7: PrimeAg Australia, valor de la acción (Año 2008 al 2012)

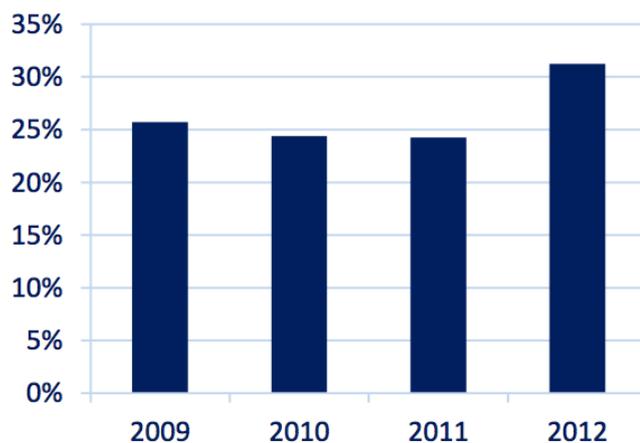


En resumen, podemos atribuir el pobre resultado de PrimeAg y su baja performance en el mercado de capitales Australiano a los siguientes factores:

- Alta variabilidad climática
- Alta variabilidad en precios de commodities
- Incapacidad del management de lograr sustancial eficiencia a través de economías de escala.

- Fallas en la correcta valuación de los activos, y posible pago de un sobreprecio en la adquisición de los activos.
- Alto costo de la estructura de gobierno corporativo. (Ver Gráfico N° 7)
Si bien es un ítem de bajo impacto en los resultados financieros finales, es significativo y superior al estándar de la industria.

Gráfico N° 8: PrimeAg Australia, Remuneración del directorio y Ejecutivos (como porcentaje del total de salarios)



PrimeAg fue deslistada del ASX a fines del año 2013, tras una resolución aprobada por los accionistas. La resolución proponía la venta de dos propiedades a valores levemente descontados con respecto al valor contable. El resto de los activos fueron reestructurados con otros grupos privados posteriormente y los accionistas recibieron un pago en efectivo a cambio de sus acciones. Ver el texto de la comunicación oficial de PrimeAg sobre los resultados de la convocatoria de acreedores en el ANEXO 3.

2.3 Conclusiones de la metodología

Luego del análisis de las entrevistas realizadas podemos concluir que según los entrevistados la industria productora agropecuaria esta expuesta a un riesgo moderado a alto y donde es de mucha importancia la visión de largo plazo tanto para la planificación como para el análisis dentro de la compañía.

Respecto a la financiación por medio de la oferta pública de acciones, se consideró que presenta amplios beneficios en relación a los costos. El marco regulatorio de los mercados de capitales no se estimó como un costo ni complicación significativa para este tipo de empresas.

El principal conflicto que las empresas productoras agropecuarias enfrentan en un régimen de OPA es la variabilidad de sus resultados, punto que está íntimamente relacionado con los riesgos que afectan el negocio. Las dificultades para valorar correctamente los activos, fue considerada un factor de conflicto de moderada importancia, siendo este agravado por la falta de liquidez de las tierras agropecuarias. Al conflicto temporal entre corto y largo plazo, en cambio, se le dio una importancia media a baja. Si bien es posible que este punto afecte a la industria productora agropecuaria más que al promedio de las industrias, se dejó entrever que los management y directorios en general encuentran maneras de lidiar con este problema.

Del análisis del caso de PrimeAg Australia Limited, podemos concluir que el riesgo climático y la volatilidad de los precios de los commodities jugaron un papel central en definir el rendimiento de la compañía en el mercado de capitales Australiano. Ante este escenario, la aversión al riesgo por parte de los inversores produjo una sostenida declinación del precio de las acciones de la compañía. Ciertos analistas indican que la empresa falló en ajustar el precio de sus activos, por los cuales podría haber pagado un sobreprecio, lo cual contribuyó a acentuar el mal rendimiento en el mercado.

Desde el punto de vista de la eficiencia operativa de la empresa, especialistas en agronegocios apuntan a la falta de eficiencia y al alto costo de la estructura de gobierno corporativo que la empresa mantuvo. Si bien esto podría estar relacionado al hecho de cotizar en bolsa y tener que satisfacer las regulaciones, no se cuenta con suficiente evidencia como para poder afirmarlo.

3. Conclusiones Generales

El sector agropecuario global es un sector que presenta una amplia gama de participantes. Este trabajo se concentrará en analizar a aquellos concentrados en la producción primaria agropecuaria, a diferencia de aquellos ubicados más arriba en la cadena de producción como procesadores, comercializadores, fabricantes de insumos o maquinarias, etc. La industria agropecuaria está, por naturaleza, dedicada a la producción de alimentos y enfrenta en los próximos años desafíos enormes. La producción agropecuaria deberá crecer en un 70% para ser suficiente para alimentar a la creciente población mundial. Sumado a esto, existen factores determinantes para la producción primaria que muestran tendencias marcadamente negativas, como por ejemplo el cambio climático o la destrucción de las tierras productivas.

La agricultura juega, también, un importante papel en la economía a nivel mundial y principalmente en los países en vías de desarrollo, donde hasta un 25% del PBI y 50% de los puestos de trabajo están relacionados con esta actividad.

La producción agropecuaria debe lidiar con incertidumbre desde varios puntos de vista. Productivamente, está ligada íntimamente con los ciclos biológicos de las especies y por este motivo es limitado el grado en el que puede ser manipulada. Otros factores críticos para la producción como ser lluvias, temperaturas, intensidad lumínica, también escapan del control humano en grandes extensiones. Desde el punto de vista empresarial, las compañías productoras están expuestas a riesgos institucionales, de mercado y financieros.

Todos estos factores y otros aspectos propios de la industria hacen que la empresa agropecuaria tenga resultados variables en el corto plazo, pero que gane eficiencia en el largo plazo. La revaluación de las tierras propias ha demostrado ser un factor importante de rendimiento para las compañías productoras.

Si bien el sector agropecuario cuenta con un abanico de alternativas financieras, podemos concluir que muchas de ellas pueden no estar disponibles siempre. Por ejemplo compañías en determinadas regiones donde no se dispone de apoyo gubernamental en forma de subsidios o países donde la oferta de créditos por parte del sistema financiero no es suficientemente fuerte.

Segundo, debido a que todas estas herramientas presentan limitaciones, el financiamiento efectivamente provendrá de una combinación de fuentes. La estructura final del capital de cada compañía será definida por factores tanto internos como externos.

La oferta pública de acciones presenta el gran atractivo de permitir a las empresas acceder a capitales virtualmente ilimitados. Pero este y otros beneficios, traen aparejadas obligaciones y responsabilidades tanto para los directores, los managers y los accionistas. Estas reglamentaciones representan un costo, el cual en determinadas circunstancias puede llegar a ser muy significativo. No solo se deben tener en cuenta los costos directos sino también efectos indirectos como la necesidad de publicar información comercialmente sensible, la pérdida de foco de los managers en el largo plazo o potenciales conflictos con los accionistas.

Se puede establecer una relación de costo- beneficio, que dependerá del tamaño de la empresa y sus necesidades financieras, pero también de las características de la industria a la que pertenece. Este balance puede en ocasiones resultar negativo, situación en la cual algunas empresas deciden pasar por el proceso de deslistamiento y volver a ser empresas privadas. Se vio también que la subvaluación de las acciones tiende a ser un factor desencadenante de este tipo de operaciones.

La oferta pública de acciones es un universo complejo, con numerosos *stakeholders* y regulado por legislaciones muy estrictas. Las empresas deben considerar cuidadosamente si sus condiciones se adaptan exitosamente al mercado de capitales antes de listarse ya que hay no pocos casos de compañías que terminan encontrando más problemas que soluciones.

Luego del análisis teórico y la investigación de campo realizada, se pudieron individualizar dos puntos de conflicto como consecuencia del listamiento en un mercado de capitales por parte de una empresa productora agropecuaria. En primer lugar, vemos que en determinadas circunstancias, el sistema de incentivos puede motivar al management a perder el foco en el largo plazo, lo cual expone a la empresa productora agropecuaria al riesgo de perder eficiencia y productividad en el mediano y largo plazo. El análisis empírico ha demostrado que este punto es válido, sin embargo no suele ser un impedimento mayor y suele ser resuelto sin llegar a tener consecuencias sustanciales.

Segundo, las acciones de las empresas productoras agropecuarias pueden resultar subvaluadas, fruto de alguno o ambos de los siguientes factores:

Las tierras, que constituyen el principal activo de las compañías productoras agropecuarias, pueden en ocasiones estar incorrectamente valuadas en los estados contables, provocando esto desajustes que provocan valuaciones de la acción menores a los razonables de acuerdo al real valor de los activos. Esto puede suceder por incorrecciones en cualquiera de los dos sentidos ya sea por subvaluación o sobrevaloración. Este factor es corroborado por el estudio de campo realizado, tanto en las entrevistas como en el análisis del caso PrimeAg Australia Limited.

La variabilidad y la falta de previsibilidad de los resultados de la industria, puede motivar bajas valuaciones. Podemos concluir que este es posiblemente el aspecto de mayor importancia cuando se analiza el desempeño de una empresa productora agropecuaria en un mercado de capitales. Tanto el estudio teórico como los trabajos de campo realizados indican que este es un factor conflictivo en muchos casos.

Por otro lado, dada la información analizada, se descarta que la carga regulatoria sea un factor que afecte de manera especial la adaptación al

régimen de oferta pública de acciones por parte de las empresas estudiadas en este trabajo.

Finalmente, se cree que hay evidencia suficiente para afirmar que hay características distintivas propias de las empresas productoras agropecuarias que generan conflictos para su desempeño en los mercados de capitales. Estas características, si bien pueden ser compartidas por otras industrias, tienen una mayor gravitación en este tipo de empresas por alguno de los motivos explicados anteriormente. Sin embargo, las evidencias presentadas en este trabajo no son suficientes como para sostener que las empresas productoras agropecuarias no sean capaces de adaptarse con éxito al régimen de oferta pública de acciones. El éxito de éstas dependerá en último caso, de la habilidad del management para tomar las decisiones correctas en las situaciones de compromiso.

4. Bibliografía

Banse, M. (2008, Julio). Will EU biofuel policies affect global agricultural markets? *The Hague: European review of agricultural Economics*. Vol. 35 (2), 117-141.

De Jesus, D. (2012). *PrimeAg: A case study for listed agribusiness Investment*. Victoria, Australia: Latitude 323 (no publicado).

Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit(2011). *Agricultural Finance – Trends, Issues and Challenges*. Eschborn, Alemania: Höllinger, F.

Edwards, C.(2009). *Agricultural Subsidies*. Washington, D.C: CATO Institute.

Engel, E., Hayes, R. y Wang, X. (2005). The Sarbanes–Oxley Act and firms' going-private decisions. USA: *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 44, 116-145.

Food and Agriculture Organisation (2009, Junio). *Global Agriculture towards 2050*. Roma, Italia.

Gup, B. y Thomas, R. (2009). *Valuation Handbook: Valuation Techniques from Today's Top Practitioners*. *Journal of Applied Finance*. Vol. 19, 217-220.

Harris, H. y Benson, G. (2013). *Agriculture in a World Economy*. North Carolina State University. Artículo recuperado de <http://www.ces.ncsu.edu/>

International Finance Corporation (2012). *Innovative Agricultural SME Finance Models*. Washington DC: Stein & Dorasil.

Kamar, E., Karaca-Mandic, P. y Talley, E. (2009). *Going-Private Decisions*

and the Sarbanes-Oxley Act of 2002: A Cross-Country Analysis. Los Angeles, California.

Kaplan, H. (1985). Farmland as a Portfolio Investment. New York: *Journal of Portfolio Management*. Vol. 11, 73-78.

KPMG (2008). Going Public. Canada. Obtenido en Febrero 2014 de www.kpmg.com

Lowder, S. y Carisma, B. (2011). Financial Resource Flows to Agriculture. Food and Agriculture Organization of the United Nations. Obtenido en Enero 2014 de www.FAO.org

Manning, P. (2012) Agribusiness may be better off in private hands as shares lose lustre. *Sydney, Australia: Sydney Morning Herald*. Noviembre 10 de 2012.

Moss, Mishra & Uematsu (2012). *Capital Structure in Modern American Agriculture: Evidence from a National Survey*. Trabajo presentado en la reunión anual de la Agricultural & Applied Economics' Association.

Paula, J. et al. (2011). Fuentes de financiamiento nacionales orientadas al sector agropecuario. Argentina: Fundación Argentinata e INTA.

Price Waterhouse Coopers (2012). Considering an IPO? The costs of going and being public may surprise you: A publication from PwC's Deals practice.

Price Waterhouse Coopers(2013). Which market?: An overview of London, New York, Hong Kong and Singapore stock exchanges. Publicado por PWC IPO Centre. Obtenido de www.pwc.com

Savills Research rural(2012). *International Farmland focus 2012*. United Kingdom: Savills.

Sinnenberg, J. (2005) *The Pros and Cons of going private*. Cleveland, USA: ProQuest.

Steele, J. (2009). *Going Private – Why companies go private, go dark*. Waltham, Massachusetts: Morse, Barnes-Brown and Pendleton.

Stuart, A. (2011) Is going public out of style?, *CFO Magazine*, Mayo 1.

The Federal Reserve Bank of Kansas City (2010). *Meeting the financial needs of Global Agriculture*. Missouri: Swanson, M.

The World Bank (2005). *Agriculture and Achieving the Millennium Development Goals*. Washington, DC: World Bank.

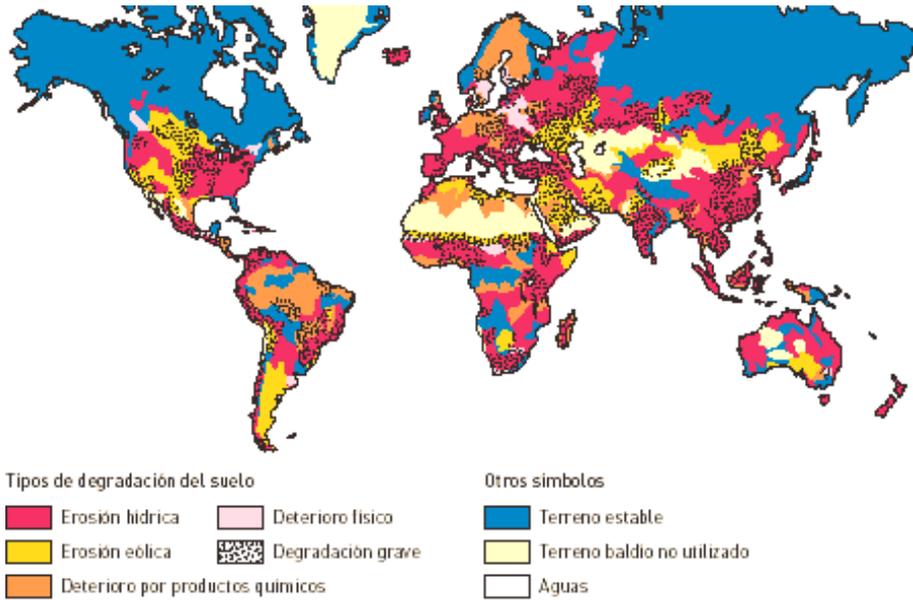
The World Bank (2005). *Agriculture Investment Sourcebook*. Washington, DC: World Bank.

Woodington, M. (2013). Investing in Aussie Agriculture. Australia: Commonwealth Bank of Australia. 28 de Agosto de 2013, obtenido de www.mywealth.commbank.com.au

5. Anexos

Anexo1 :

Mapa de la degradación de las tierras agrícolas en el mundo (FAO):



Anexo 2:

Retornos totales históricos para el NCREIF Farmland Index.

| Year | Quarter 1 | Quarter 2 | Quarter 3 | Quarter 4 |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 1992 | 1.36% | 1.84% | .76% | 2.25% |
| 1993 | 1.41% | 2.13% | 1.07% | 3.64% |
| 1994 | 1.77% | 2.84% | 1.31% | 3.13% |
| 1995 | 1.02% | 4.25% | 1.2% | 2.88% |
| 1996 | 1.21% | 3.23% | 1.1% | 3.96% |
| 1997 | 1.22% | 3.58% | .63% | 3.12% |
| 1998 | 1.04% | 2.62% | 1.21% | 2.18% |
| 1999 | 1.2% | 1.41% | .79% | 3.39% |
| 2000 | 1.07% | 1.33% | 1.55% | 2.87% |
| 2001 | .68% | 1.31% | .03% | -.01% |
| 2002 | .65% | 1.68% | .84% | 3.55% |
| 2003 | 1.21% | 1.74% | .95% | 5.51% |
| 2004 | 1.69% | 2.61% | .74% | 14.63% |
| 2005 | 2.08% | 3.66% | 3.06% | 22.78% |
| 2006 | 4.02% | 2.44% | 1.93% | 11.55% |
| 2007 | 2.13% | 2.33% | 2.76% | 7.92% |
| 2008 | 1.17% | 4.5% | 2.09% | 7.33% |
| 2009 | 1.32% | 1.15% | 1.01% | 2.71% |
| 2010 | 1.11% | .67% | 1.03% | 5.79% |
| 2011 | 2.4% | 1.48% | 1.97% | 8.7% |
| 2012 | 3.78% | 2.34% | 1.91% | 9.56% |
| 2013 | 5.44% | 1.97% | 2.94% | |

Anexo 3:

Comunicación del resultado de la convocatoria de acreedores de PrimeAg.

Fuente: ASX



4 November 2013

The Manager
Company Announcements
Australian Securities Exchange
Exchange Centre
Level 6, Bridge Street
Sydney NSW 2000

Scheme of Arrangement Implemented

PrimeAg Australia Limited (**PrimeAg**) announces that the Scheme of Arrangement between PrimeAg and its ordinary shareholders (other than Australian Food & Fibre Limited (**AFF**) and Dr David Robinson) has been implemented today.

All PrimeAg ordinary shares, which were not already held by AFF or Dr David Robinson on the Record Date (28 October 2013) have today been transferred to AFF.

As per the announcement released on the ASX on 28 October 2013, PrimeAg shareholders will receive \$0.4422 per PrimeAg Share, comprising the Emerald Distribution (\$0.1159 per PrimeAg Share), the Final Distribution (\$0.1570 per PrimeAg Share) and the Scheme Consideration (\$0.1693 per PrimeAg Share).

Since the commencement of the sale and capital return process in October 2012, shareholders will receive, in total, \$1.4522 for their PrimeAg shares.

PrimeAg will pay the Emerald Distribution, the Final Distribution and the scheme consideration within 5 business days by sending a cheque to each shareholder's registered address as shown in the Register or, for those scheme participants who have previously authorised the deposit of payments into a nominated bank account, by a direct deposit into that account.

In accordance with the Scheme Implementation Agreement, the PrimeAg board has accepted the nominations to the board of Dr David Robinson, John Robinson and Don Mackenzie, who will become directors effective at 4.59pm today. In addition, the current board of directors will resign, effective at 5.00pm today.

For further information, please call PrimeAg on + 61 7 4688 4588.

Yours Sincerely

Samantha Macansh
Company Secretary

PrimeAg Australia Limited ACN 127 984 123
TELEPHONE: 61 7 4688 4588 FACSIMILE: 61 7 4613 0230
STREET ADDRESS: 78 West St, Toowoomba QLD 4350
POSTAL ADDRESS PO BOX 1312, TOOWOOMBA BUSINESS CENTRE QLD 4350