



O que você precisa saber antes de investir em terra

Empresas de capital aberto são o melhor veículo para investir capital institucional na agricultura? O que essas sociedades estão fazendo para aumentar seu valor de mercado?

Por Fernando Martins, Luís Renato Oliveira e Lorenzo Trittoni

Fernando Martins é sócio da Bain & Company em Chicago e atua principalmente em projetos nos setores de agronegócios e infraestrutura. Luís Renato Oliveira é sócio do escritório de São Paulo e líder da prática de Agronegócio na América do Sul. Lorenzo Trittoni é principal do escritório de Dubai e membro da prática global de Agronegócio. Colaborou João Panisi consultor do escritório de São Paulo.

O que você precisa saber antes de investir em terra

O investimento em terra é cercado de mitos. Para o investidor—seja um fundo de pensão, um fundo soberano, de *private equity* ou uma empresa sucroalcooleira—, é difícil saber se adquirir terras é a melhor maneira de investir na agricultura. Uma análise da Bain & Company identificou quatro abordagens que empresas de capital aberto estão utilizando para atuar nesta modalidade de investimento. Conforme iremos explicar nesse artigo, nenhuma delas é perfeita: cada uma tem vantagens e desvantagens.

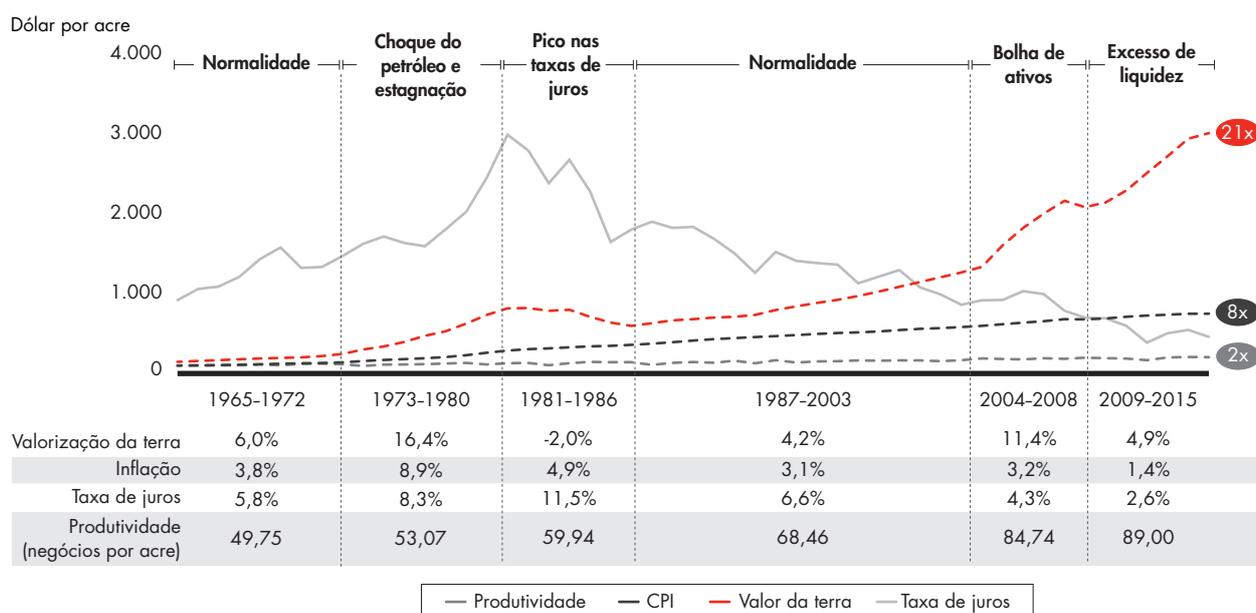
Há uma diferença fundamental entre terra e outras classes de ativos: o estoque de terra é finito. Há milênios o homem vem extraíndo metais preciosos da terra e adicionando-os ao estoque mundial. Isso posto, sem contar com algumas iniciativas de recuperação de terra do mar na Holanda e aterros em outras zonas altamente urbanas, não estamos “criando” mais terra.

Ao contrário de outros ativos produtivos, a terra não deprecia. Na verdade, normalmente se valoriza com o tempo,

refletindo a inflação no período, demandas demográficas e ganhos na produtividade agrícola trazidos pela modernização de técnicas de cultivo¹. Segundo estudiosos da história da economia, o preço da terra e o salário de trabalhadores não qualificados são a melhor referência para entender e ajustar o valor do dinheiro por longos períodos de tempo (um século ou mais) e seriam um indicador muito melhor do que a cotação do ouro, títulos do Tesouro americano e até mesmo índices oficiais de inflação.

Peguemos o exemplo de investimentos em terra nos Estados Unidos, um país com uma longa série histórica de dados, inflação moderada ou baixa durante o século 20 e continuidade institucional e financeira. Com base em uma análise da Bain & Company, um investimento hipotético em terras agrícolas no país em 1965 teria dado retorno, para o investidor—proprietário particular ou investidor institucional—de 21 vezes até 2015² (Figura 1). Isso corresponde a um crescimento anual médio ponderado de 6,5%.

Figura 1: Valorização da terra nos EUA é afetada por aumento da produtividade agrícola



Nota: culturas utilizadas no cálculo da produtividade incluem milho, trigo e soja; valor de 1965 indexado em 10
 Fonte: USDA; US Federal Reserve; US Department of Labor; análise Bain

○ que você precisa saber antes de investir em terra

Os principais fatores que influenciam o valor da terra são taxa de juros, inflação e produtividade da terra.

Esse retorno está longe de ser espetacular. Além disso, está condicionado a um desinvestimento teórico a valores iguais ou próximos à referência do mercado. Um desinvestimento na hora errada—em um período de crise financeira localizada ou generalizada, por exemplo—pode eliminar boa parte desse retorno.

Não obstante, ao longo da história indivíduos e famílias adquiriram, mantiveram e cultivaram terras e passaram o bem a gerações futuras como seu patrimônio, sua herança e seu legado. Mas, existe um modelo ótimo para investir em terra?

A ascensão da agricultura empresarial

Qualquer discussão sobre o investimento em terra deve começar com a agricultura empresarial. A história da atividade empresarial no desenvolvimento agrícola é tão velha como a história das primeiras empresas europeias. Algumas das primeiras grandes empresas mercantis do mundo, como a Companhia Britânica das Índias Orientais e a Companhia Holandesa das Índias Orientais, tinham não só o monopólio do comércio, frotas e consideráveis exércitos privados, mas também reivindicavam territórios e propriedades que normalmente serviam de apoio à base local das companhias ou produziam *commodities* que eram exportadas de volta à Europa.

Qualquer discussão sobre o investimento em terra deve começar com a agricultura empresarial. A história da atividade empresarial no desenvolvimento agrícola é velha como a história das primeiras empresas europeias.

O investimento em terras por empresas aumentou consideravelmente de ritmo e escopo no final do século 19 e início do século 20. Na época, a invenção do barco a vapor, da ferrovia e do motor de combustão interna encolheu a distância relativa e o custo do transporte ao

redor do mundo. No espaço de uma geração, a importação de frutas exóticas *in natura*, como banana e abacaxi, para alimentar a crescente classe média na América do Norte e na Europa, passou de algo fisicamente impossível para um negócio extremamente rentável. O fim do século 19 foi, além disso, um período de globalização econômica prematura, com uma fartura de capital europeu e norte-americano investido em infraestrutura, serviços básicos e projetos agrícolas em colônias e países menos desenvolvidos.

A entidade que se transformaria na United Fruit Company e, mais recentemente, na Chiquita Brands, teve suas origens em 1871, quando um magnata ferroviário americano fechou um contrato com o governo da Costa Rica para construir e operar ferrovias. Em pouco tempo, a companhia também estava envolvida em plantações de banana—no começo, para alimentar operários da ferrovia e, mais tarde, para a exportação para os EUA. A United Fruit foi, talvez, a mais famosa e polêmica de todas as empresas agrícolas de grande porte.

Entre 1870 e 1929 (em alguns casos mesmo até 1940), muitas companhias, magnatas e famílias abastadas receberam, compraram ou arrendaram grandes extensões de terra em todo o mundo (sobretudo nos trópicos) e implementaram projetos agrícola-industriais em borracha, cacau, banana, óleo de palma, café, cana-de-açúcar e madeira. Algumas dessas empresas e suas sucessoras ainda existem. Outras se transformaram aos poucos em empresas de bens de consumo ou *tradings*, desfazendo-se das terras ao longo do tempo (*Figura 2*).

Essas não foram as únicas entidades que compraram terras naquele momento. No século 19, empresas que construíam ferrovias nos EUA receberam quase 57 milhões de hectares de terras públicas. Mas, ao contrário das *bananeras*³, as companhias ferroviárias nunca tiveram a intenção de cuidar de plantações ou fazendas. Rapidamente venderam aquelas terras para colonos e usaram os proventos, pelo menos em parte, para financiar a construção das ferrovias.

Pelo menos uma das quatro dimensões mostradas abaixo está presente em todos os casos de investimentos corporativos em terras, desde o início e até os dias de hoje (*Figura 3*).

O que você precisa saber antes de investir em terra

Figura 2: Exemplos de companhias que adquiriram terras entre 1870 e década de 1940

	Nome original	Nome atual	Ano da fundação	Cultura e região - passado	Banco de terra - passado (ha)	Cultura e região - atual	Banco de terra - atual (ha)
 <p>Frutas e hortaliças</p>	Castle & Cooke (Hawaiian pineapple)	Dole Food	1851	Abacaxi (Havaí)	60 (em 1901)	Frutas e hortaliças (Europa, Américas e Ásia)	50.000
	T&G Global Limited	T&G Global	1883	Frutas (Nova Zelândia)	80	Frutas (Nova Zelândia)	570
	Limoneira	Limoneira	1893	Limão, laranja e amêndoas (EUA)	170	Cítricas, abacate, pistache e oliva (EUA)	7.500
	United Fruit	Chiquita Brands	1899	Banana (Honduras, Guatemala, Panamá, Costa Rica, Colômbia e Equador)	700.000	banana (Honduras, Guatemala, Panamá e Costa Rica)	22.662
	Standard Fruit	Dole Food	1924	Banana (Honduras e Nicarágua)	N/A	Frutas e hortaliças (Europa, Américas e Ásia)	50.000
 <p>Borracha</p>	Dunlop Pneumatic	Goodyear Tire & Rubber	1889	Borracha (Malásia)	20.000	Descontinuada	—
	US Rubber	Uniroyal	1892	Borracha (Sumatra)	40.468 (em 1926)	Descontinuada	—
	Ford Motor	Ford Motor	1903	Borracha (Brasil)	1 milhão	Descontinuada	—
	Kuala Lumpur Rubber	Kuala Lumpur Kepong	1906	Borracha e café (Malásia)	4.384 (em 1956)	Borracha e óleo de palma (Oriente Médio, Sudeste da Ásia, Europa, Américas e África)	270.000
	The Rubber Estate Agency	R.E.A. Holdings	1906	Borracha e óleo de palma (Sudeste da Ásia, Indonésia e Malásia)	N/A	Óleo de palma (Indonésia)	34.614
	Jendarata Rubber (United Plantations)	United Plantations	1906	Borracha, óleo de palma e coco (Malásia)	3.245	Óleo de palma, coco e banana (Indonésia e Malásia)	45.095
	Kuala Sidim Rubber	Boustead Plantations	1910	Borracha (Malásia)	31.400 (em 1992)	Óleo de palma e frutas (Malásia)	83.000
Société Internationale de Plantations et de Finance	Société Internationale de Plantations et de Finance	1919	Borracha (Indonésia e Malásia)	N/A	Borracha, chá, óleo de palma, banana e flores (Europa, Indonésia, Papua-Nova Guiné e Costa do Marfim)	67.989	
 <p>Óleo de palma</p>	Guthrie	Sime Darby	1821	Borracha e óleo de palma (Malásia)	120 (inicial)	Borracha e óleo de palma (Malásia, Indonésia, Libéria, Papua-Nova Guiné e Ilhas Salomão)	1 milhão
	Harrisons & Crosfield	Elementis (platações adquiridas por Sime Darby e London Sumatra)	1844	Borracha, chá, café, madeira e óleo de palma (Malásia, Indonésia e Bornéu do Norte)	900.000 (em 1926)	Desinvestida	—
	Jurgens and Van den Bergh	Unilever	1872	Óleo de palma (África Alemã)	N/A	Descontinuada	—
	Lever Brothers	Unilever	1885	Óleo de palma e coco (Ilhas Salomão)	50.000 (em 1918)	Descontinuada	—
	Socfin	Socfin	1890	Borracha (Malásia)	123.000 (em 1925)	Borracha e óleo de palma (Sudeste da Ásia, Indochina e África)	127.000
	Sime, Darby and Co.	Sime Darby	1910	Borracha (Malásia)	5.000	Borracha e óleo de palma (Malásia, Indonésia e Libéria)	1 milhão
	Huileries du Congo Belge (Lever Brothers)	Feronia	1911	Óleo de palma (República Democrática do Congo)	750.000	Óleo de palma e arroz (República Democrática do Congo)	107.300
	Brooke Bond Kenya (Lever Brothers)	Unilever Tea Kenya	1922	Chá (Quênia)	400	Chá (Índia, Quênia e Tanzânia)	18.000

Nota: dados não exaustivos
Fonte: websites das empresas; S&P Capital IQ

O que você precisa saber antes de investir em terra

Figura 3: Quatro fatores, quando presentes, reforçam uma estrutura corporativa



Investimento em terra exige alto capital inicial e tem períodos longos de maturação e retorno

A agricultura é uma atividade de capital intensivo, tanto pelo capital de giro exigido para a compra de fertilizantes, sementes e outros insumos a cada safra, quanto pelo capital de longo prazo para equipamentos, maquinário, silos, além da compra e manutenção da terra propriamente dita. Culturas tropicais, reflorestamento comercial e cultivo de frutíferas de clima temperado também exigem grande capital para “construir” o estoque biológico. Dependendo da cultura, cada hectare requer investimentos de US\$1.500,00 a US\$ 5.000,00 para limpar a terra, corrigir o pH do solo, plantar e cultivar as plantas até que comecem a produzir.

Quando entra na fase de produção, normalmente de quatro a sete anos após a semeadura ou plantio, a plantação ainda terá um custo anual similar ao registrado por produtores de culturas não perenes (como grãos), incluindo fertilizantes, controle de pragas, correção do solo e colheita—normalmente com emprego de mão de obra. Essa necessidade de capital adicional normal-

mente leva, em termos de caixa, a margens maiores quando a propriedade começa a produzir.

Com balanços fortes e a habilidade de contrair dívidas de longo prazo ou outras formas de financiamento, as empresas normalmente estão em uma posição relativamente boa para enfrentar os quatro a sete anos de desembolsos sem entradas.

O processamento industrial precisa estar próximo da zona de cultivo

Em muitas culturas, é necessário um processo de conversão inicial que deve ocorrer perto da produção agrícola devido à perecibilidade do produto ou para diminuir os custos de transporte de produtos de baixo valor agregado—ou ambos. Veja o caso da cana-de-açúcar e do fruto de palmeiras oleaginosas. Se não forem moídos logo após a colheita, ambos irão deteriorar rapidamente e somente uma pequena parte da colheita terá valor comercial. Grãos de café devem ser secados e torrados. O látex deve ser coagulado e secado. Para parte desses processos, a alta utilização de ativos industriais é fundamental para a lucratividade.

Os donos desses ativos preferem possuir ou arrendar terras para controlar parte da produção agrícola com o intuito de garantir um fornecimento estável.

P&D—potencial fonte de diferenciação—pode não estar disponível no mercado

O cultivo comercial de culturas não perenes como milho, trigo e arroz ocupa vastas extensões de terra⁴ e normalmente recebe financiamento, público e privado, mais do que adequado para P&D voltada ao melhoramento de sementes, espécies, fertilização, equipamentos e técnicas de cultivo e colheita. O resultado desses investimentos em P&D é rapidamente disponibilizado para agricultores comerciais de todo o mundo. Porém, os resultados das pesquisas de ponta não são, normalmente, uma fonte de diferenciação para os produtores.

A situação é diferente em plantações com longos ciclos de colheita e em áreas menores de plantio, onde a P&D é total ou parcialmente financiada pelas próprias empresas e, depois, usada para ganhos exclusivos, ou proprietários. Por exemplo, as maiores empresas sucroalcooleiras da América do Sul investem milhões anualmente em variedades e no desenvolvimento de equipamentos para diminuir os custos e aumentar a produtividade. O mesmo acontece com produtores de eucalipto no Brasil. Cada vez mais, os resultados são guardados em segredo ou patenteados e se transformam em uma importante ferramenta de diferenciação.

Empresas de capital aberto donas de terras são o melhor modelo de investimento?

O século 21 trouxe uma nova onda de empresas agrícolas. Como suas predecessoras em séculos anteriores, essas empresas também surgiram em um período de aumento da globalização e de fluxos de *trading*, queda nos custos de transporte e, mais importante, abundância de capital.

Entretanto, diferentemente de suas predecessoras, não tinham vínculo com empresas ferroviárias e muitas são focadas em culturas não perenes como soja, milho, trigo, amendoim e arroz. Essas culturas não exigiam nenhum processamento imediato e os ciclos de capital não eram muito maiores para pessoas jurídicas do que seriam para pessoas físicas⁵.

O século 21 trouxe uma nova onda de empresas agrícolas. Como suas predecessoras em séculos anteriores, essas empresas também surgiram em um período de aumento da globalização e de fluxos de *trading*.

Essas empresas foram financiadas com capital proveniente do patrimônio de famílias, de fundos soberanos e de outros investidores de médio e longo prazo, como fundos de *private equity*. As mais arrojadas abriram o capital na América do Sul, na América do Norte, na Rússia e na Ásia. Essa nova leva de donos de terras agricultáveis levantou grandes dúvidas para os investidores, como:

- Empresas de capital aberto são o veículo mais apropriado para investir em agricultura?
- Se sim, sob quais circunstâncias e em quais culturas?

Um argumento para o envolvimento de empresas de capital aberto em culturas não perenes é a importância crescente da escala. De fato, há poderosas economias de escala obtidas da consolidação de terras: aumento no nível de utilização de equipamentos, melhor gerenciamento da capacidade de estocagem, aumento do poder de compra de insumos e de venda da produção. Observadores do setor ao redor do mundo ficam fascinados por imagens mostrando 40 ou mais máquinas colhendo e semeando fazendas imensas e totalmente planas na América do Sul.

É como explicou um fornecedor de equipamentos agrícolas: “A matemática de novas tecnologias na agricultura beneficia desproporcionalmente os que possuem escala. Minha maior plantadora em 2002 foi capaz de plantar 400 hectares em um mês. Hoje, meus equipamentos comuns plantam 4.000 hectares. Somente grandes unidades agrícolas podem tirar proveito de máquinas como essas”. Já o gerente de uma empresa agrícola declarou: “Temos condições de pagar por um terminal da Bloomberg, nossos *traders* falam inglês e estão na cidade.

O que você precisa saber antes de investir em terra

Duas das maiores *tradings* têm escritório a poucas quadras de nós. Tudo isso importa. No ano passado, por uma política de boa vizinhança, ajudamos produtores menores das redondezas a vender sua safra”.

Em muitas situações, pequenas propriedades estão em clara desvantagem. Um estudo de 2014 da Bain no Brasil mostrou, por exemplo, que grandes produtores do Mato Grosso conseguiam vender sua produção a um preço US\$15–20 por tonelada acima daquele obtido por pequenos produtores.

Apesar de toda a eficiência trazida pela escala e de outras vantagens em relação a pequenos produtores, a maioria das novas empresas agrícolas não conseguiu alcançar um *valuation* justo. Analisamos a performance de onze empresas agrícolas e de terras e concluímos que somente duas possuem valor de mercado igual ou superior ao valor patrimonial contábil. As poucas empresas de nossa amostra com um *premium* possuem ativos não agrícolas significativos ou atuam com *commodities* de longo prazo, como cítricos (Figura 4).

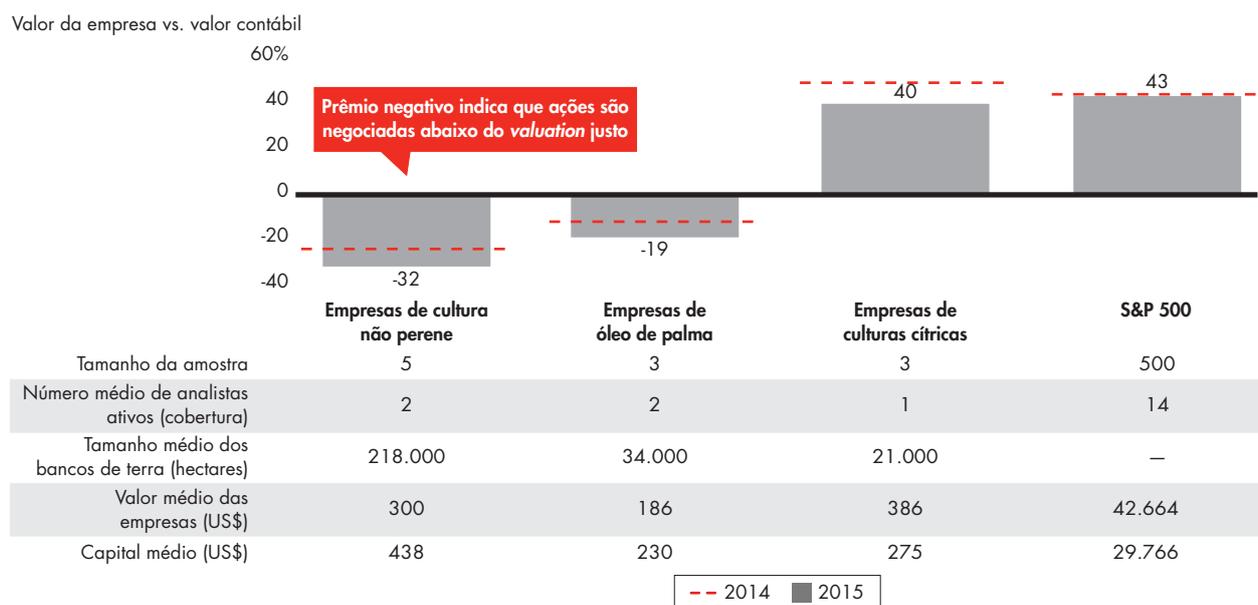
Nossas descobertas sugerem que o melhor para essas empresas e investidores seria fazer um cauteloso desin-

vestimento dessas propriedades ao valor de referência do mercado. Indicam, ainda, que alguns investidores (em sua maioria agricultores) estão dispostos a pagar mais pela terra e aceitar um retorno menor do que um típico investidor aceitaria.

Entender as razões por trás desse desconto sistemático é a chave para não só resolver o problema do valor de mercado dessas empresas, mas também para lançar luz sobre o possível caminho para a liquidez para muitas empresas agrícolas privadas. Com esses objetivos em mente, entrevistamos executivos do setor e analistas financeiros, assim como investidores ativos e passivos em terras agrícolas, para ouvir sua opinião. As respostas estão sintetizadas na Figura 5.

Acreditamos que a maioria das razões mencionadas pelos entrevistados se aplicaria a qualquer uma das companhias sondadas. O último item na lista—o descasamento do investimento e de estratégias de crescimento—parece particularmente relevante levando em consideração o modo como gestores de fundos institucionais são normalmente organizados. Nas maiores gestoras de fundos, por exemplo, profissionais que entendem de agricultura e são responsáveis por decisões de investimento em

Figura 4: Empresas do setor tem dificuldade em alcançar o *valuation* justo



Nota: banco de terras = hectares de terra adquiridos ou em arrendamentos de longo prazo; número médio de analistas ativos inclui analistas que publicaram um *valuation* nos dois anos anteriores
 Fonte: S&P Capital IQ; Bloomberg; relatórios anuais; sites das empresas; análise Bain

O que você precisa saber antes de investir em terra

Figura 5: Razões citadas com frequência sobre a assimetria no *valuation*

Tamanho das empresas	<ul style="list-style-type: none"> Investidores mais relevantes procuram alvos maiores para aquisição/investimento do que empresas agrícolas típicas
Dificuldades com <i>valuation</i> dos bancos de terra	<ul style="list-style-type: none"> Liquidez de ativos muito baixa—menos que 0,5% de terras agrícolas são vendidas em um dado ano nos EUA
Riscos políticos na região	<ul style="list-style-type: none"> Diversas regiões (ex.: Ucrânia, Argentina, Bolívia, sul da África) são consideradas muito arriscadas para investimentos altos em ativos, dadas as várias situações em que o capital foi perdido O risco político é considerado mais crítico que o clima e o preço das <i>commodities</i>
Volatilidade dos ganhos e exposição a ciclos	<ul style="list-style-type: none"> Volatilidade sazonal de produção e preços para a maior parte das culturas dificultam a manutenção dos resultados trimestrais—além disso, eventos climáticos e perdas de lavouras, câmbio e variações no preço de insumos
Incompatibilidade entre financiamento e estratégias de crescimento dado o perfil habitual dos investidores	<ul style="list-style-type: none"> Investidor típico em terras agrícolas se preocupa mais com a preservação de valor no longo prazo e manutenção de uma fonte de renda estável do que com as valorizações de curto prazo (ex.: indivíduos/famílias com patrimônio elevado, gerentes de fundos de pensão, fundos soberanos estrangeiros) Diferentemente da maioria dos outros setores, o crescimento exige um investimento maior de tempo (provavelmente não se aplica a mineração e empresas tradicionais de petróleo e gás) Algumas empresas de bancos de terras tentaram lançar ações em bolsas de valores, onde o fluxo de caixa descontado é a norma, e não o valor de ativos

Fonte: Entrevista com especialistas (experts na indústria e liderança de empresas) na América do Sul, América do Norte e Europa Oriental feitas entre junho e julho de 2015

terras nem sempre são os mesmos indivíduos ou grupos que tomam decisões sobre a alocação de investimentos no mercado de ações.

Como as empresas afetadas estão lidando com os descontos nos seus *valuations*? Com base em informações públicas—isto é, sem acesso a informações internas ou a gestores—, mapeamos os movimentos estratégicos de quatro empresas agrícolas, cada qual representando uma abordagem distinta:

- SLC agrícola opera pelo modelo de arrendamento
- Adecoagro atua através da diversificação na cadeia de valor (assim como Amaggi)
- BrasilAgro opera através da conversão da terra
- Radar (subsidiária da Cosan) utiliza fundos de investimento imobiliário (REIT), organizações de gerenciamento de investimentos florestais (TIMO) e investidores institucionais

Escolhemos essas quatro companhias porque, juntas, exemplificam quatro maneiras diferentes e potencial-

mente viáveis para empresas agrícolas tentarem vencer os os desafios do *valuation*. Apesar de ter acesso (embora limitado) aos dados internos das empresas e de sua gestão, decidimos não identificá-las para manter a confidencialidade.

Modelo de arrendamento

Expandir a produção em terras arrendadas ou alugadas para aumentar receita e lucro sem aumentar a base de ativos—e, com isso, gerar maiores retornos e giro dos ativos para acionistas é uma estratégia que tem seus méritos. Um número crescente de donos de propriedades agrícolas no continente americano está arrendando suas terras para produtores profissionais—ou para vizinhos mais empreendedores. Essa é uma prática na Argentina, onde uma família estabelecida em Buenos Aires pode arrendar a terra para grandes produtores agrícolas. Muitas das usinas de açúcar mais competitivas do Brasil nos últimos tempos também não são proprietárias das terras em que plantam. E isso também está acontecendo nos EUA e Canadá, onde o produtor mais profissional e bem-sucedido compra ou arrenda terras

O que você precisa saber antes de investir em terra

dos vizinhos—embora isso deva ser feito com extrema cautela. A típica vantagem operacional implícita nos termos dos acordos de arrendamento pode facilmente prejudicar o arrendatário no evento de uma perda da safra, especialmente em culturas e lugares cuja margem de lucro é tipicamente baixa. A *Figura 6* mostra os aspectos econômicos de um produtor no Mato Grosso onde, embora o retorno sobre investimento em uma fazenda arrendada possa ser muito atrativo, uma perda de produtividade de apenas 9%, se não compensada pelo aumento dos preços da *commodity* ou a renegociação do contrato de arrendamento, é suficiente para comprometer (de modo potencialmente fatal) o retorno de caixa. Isso acontece porque as margens ao longo da cadeia de valor no Mato Grosso são muito menores do que as margens de regiões mais lucrativas como a região de Santa Fé, na Argentina, ou as regiões centrais dos EUA.

Fora isso, a agricultura parece ser um negócio local, cujas competências variam de acordo com o estado, a província, ou até mesmo o município. Muitos operadores que tentaram expandir o modelo de arrendamento por toda uma nação ou continente falharam.

A alta alavancagem operacional implícita neste modelo, combinada com a dificuldade de garantir a uniformidade de operações e da produtividade de uma região para outra, pode ser um grande desafio. Empresas que buscaram escala nacional tiveram mais sucesso ao comprar—ao em vez de arrendar—terras para suas operações.

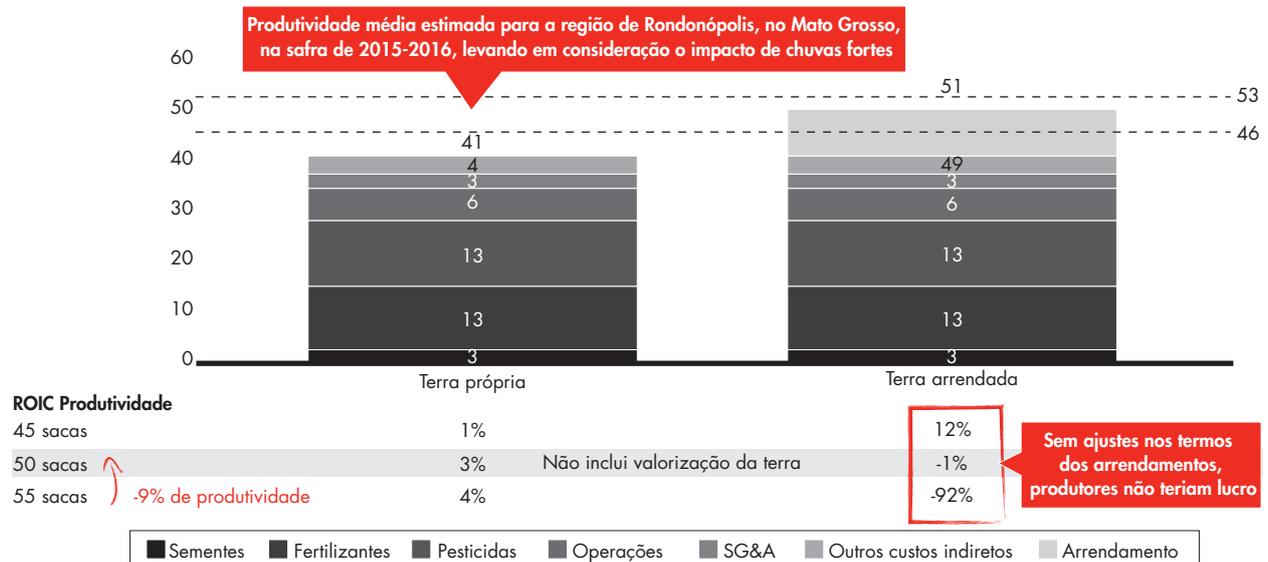
Diversificação na cadeia de valor

Alguns grandes produtores e empresas agrícolas, especialmente na América do Sul, se expandiram ao longo da cadeia de valor na originação de grãos, no processamento de milho e soja e até na logística de exportação. A Amaggi talvez seja um dos exemplos mais proeminentes. Além de ser um megaprodutor com 233 mil hectares de terras próprias para cultivo, também é um importante comercializador de oleaginosas e operador logístico na região centro-oeste do Brasil. Além disso, a Amaggi tem *joint ventures* com alguns dos maiores exportadores de oleaginosas do mundo.

Se bem programados e executados, alguns desses movimentos podem ser muito recompensadores.

Figura 6: O perfil econômico varia entre terras próprias e arrendadas

Custo da produção de soja
(número de sacas por hectare, safra 2015–2016)



Nota: culturas convencionais somente com tecnologia de ponta; dólar a R\$3,23; produtividade de 53,2 sacas por hectare
Fonte: Agriannual; IMEA; entrevistas com experts; análise Bain

O que você precisa saber antes de investir em terra

Alguns desses movimentos podem ser muito recompensadores. No entanto, expandir ao longo da cadeia de valor leva uma empresa além de seu *core business*.

Para isso, é necessário levar em consideração que expandir ao longo da cadeia de valor leva uma empresa além de seu *core business*, o que significa lidar com concorrentes e clientes distintos, além de gerir uma base de custos e um balanço patrimonial bem diferentes da agricultura. Para gerir esse negócio, serão necessárias competências distintas. Evidências empíricas em diversos setores mostram que movimentos de diversificação muitas vezes dão errado.

Na *Figura 7* comparamos o balanço das mais proeminentes empresas de produção agrícola de capital aberto

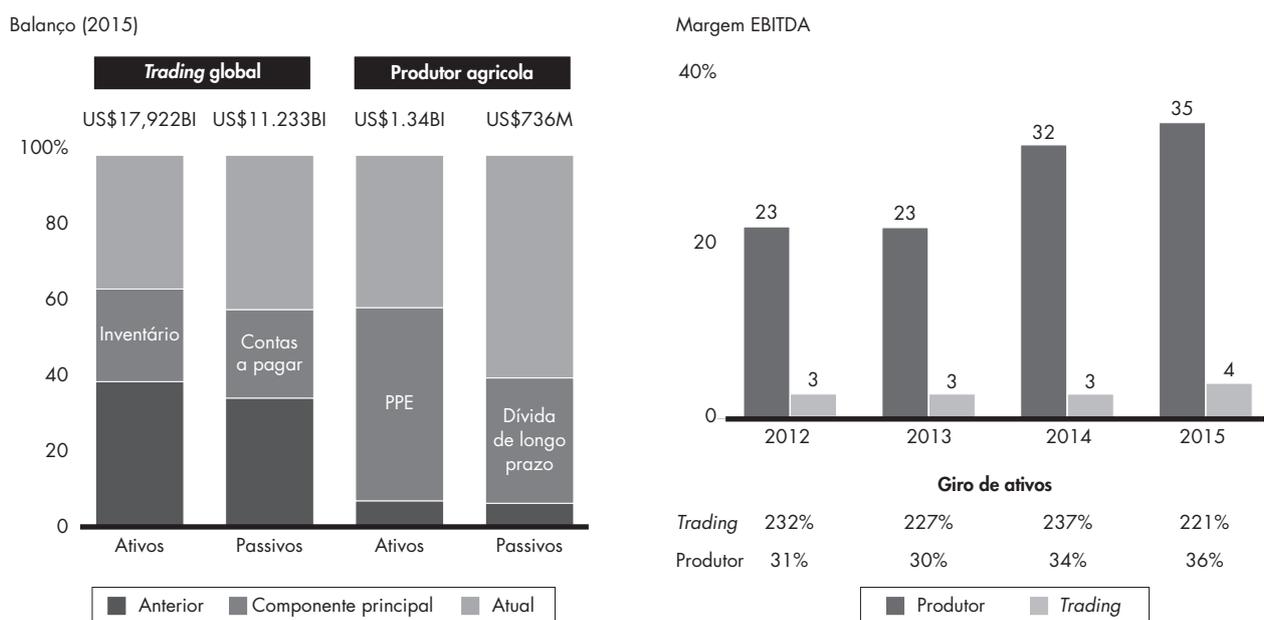
e de uma das principais *tradings* do mundo. A composição do balanço patrimonial e principais indicadores de margem e giro dos ativos indicam as diferenças entre os negócios de produção agrícola e *trading*.

Conversão de terras

É o equivalente ao desenvolvimento imobiliário urbano. Começa com a aquisição de terras relativamente baratas, normalmente pastos degradados ou terras com baixa cobertura florestal. O investidor terá que limpar a terra, corrigir a acidez do solo e cultivar até que esta seja considerada uma terra de alta produtividade, que então será vendida a outro tipo de investidor. O ciclo total leva em média cinco anos ou mais.

O conceito de conversão de terra pode não existir na América do Norte, onde a maioria das regiões agricultáveis foi beneficiada décadas atrás—embora tenha sido bastante comum na América do Sul na última década, dado o crescimento acelerado da produção agrícola na Argentina, Brasil, Paraguai, Bolívia e Colômbia.

Figura 7: Diferenças de competência e perfil de capital entre empresas de *trading* e produtores agrícolas



Nota: PPE = propriedade, plantaço e equipamento
 Fonte: S&P Capital IQ; análise Bain

O que você precisa saber antes de investir em terra

O Brasil é o mercado agrícola mais desenvolvido na América do Sul e o único país da região com estatísticas confiáveis de preço de terras e produtividade. Empresas que atuam na conversão de terras no Brasil aumentaram significativamente seu valor econômico nos últimos dez anos.

De fato, o valor de terras no Brasil aumentou. As cinco regiões estudadas, mostradas no mapa da *Figura 8*, representam cinco regiões agrícolas no Brasil. A tendência nos preços das terras é uniforme em cada região—preços subiram em todas, terras agrícolas férteis são mais valorizadas que pastagens.

No período da nossa pesquisa, de 2007 a 2016, a conversão de terras na América do Sul foi uma atividade recompensadora. Calculamos o retorno de caixa hipotético da conversão em várias regiões brasileiras em algo entre 2,7 e 5,4x o valor investido, em valores nominais.

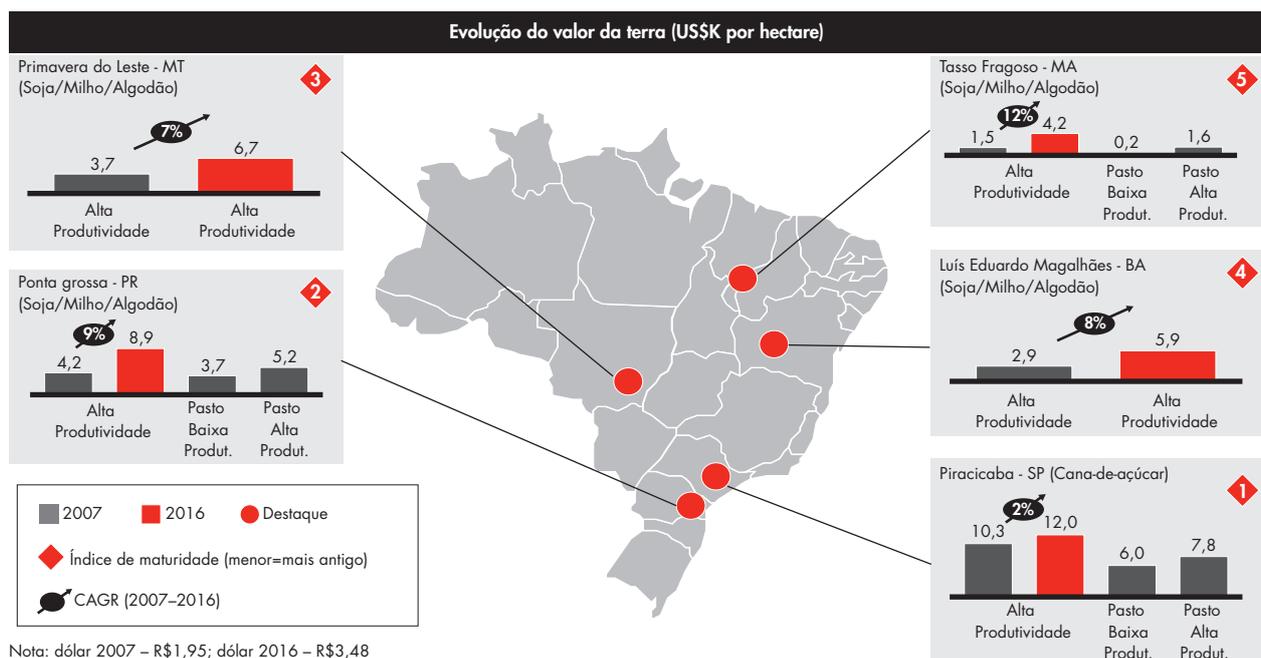
Algumas das empresas agrícolas examinadas se descreveram como incorporadoras—e podem criar significativo valor para acionistas.

Entretanto, essa abordagem pode apresentar desafios. Alguns dos executivos entrevistados acreditam que há um número finito de boas terras para conversão—e não muito grande para começar. A expansão agrícola também depende do aumento de preços de *commodities* para justificar o acréscimo de terras a custo marginal na oferta global. As perspectivas de longo prazo para a agricultura ainda são otimistas, considerando o aumento da população global e do poder aquisitivo, mas o ritmo de crescimento no futuro será mais lento e provavelmente mais volátil do que o histórico recente e isso trará desafios adicionais para investidores em conversão de terras.

REITs, TIMOs e investidores institucionais

Outra classe injetando recursos em terras agrícolas e florestais é a de investidores institucionais como gestores de fundos de pensão, fundos soberanos e famílias/indivíduos com patrimônio elevado. Devido ao porte de seus fundos, esses investidores podem contratar assessores financeiros especializados—assessores que fazem o exercício de alocação dos ativos e normalmente reservam uma parte pequena dos investimentos para terras agrícolas ou florestas comerciais.

Figura 8: Na América do Sul o desenvolvimento imobiliário ainda é uma atividade rentável



O que você precisa saber antes de investir em terra

Em nossas entrevistas com esses investidores, descobrimos que utilizam veículos de investimento em terras completamente diferentes. Evitam, por exemplo, comprar ações de empresas agrícolas listadas em bolsa. Em vez disso, normalmente criam ou investem em fundos com características de REIT ou TIMO⁶, permitindo que otimizem a tributação e concentrem os rendimentos nos dividendos (algo importante para cumprir obrigações com pensionistas). Esses investidores estão relativamente des preocupados em obter liquidez imediata dos seus investimentos.

Dado que investimentos em terras apresentam muitos paralelos com investimentos no setor imobiliário urbano, metais preciosos e arte, não surpreende que grande parte dos títulos financeiros que envolvem terras—e florestas—estejam na forma de investimentos diretos por investidores financeiros ou em fundos como REITs e TIMOs, e não como investimento em *equity*. Mas, embora REITs e TIMOs não apresentem o problema do valor de mercado vs. valor contábil, há o problema intrínseco da liquidez—e o fato de o retorno estar condicionado a saídas calculadas e oportunas.

A terra é um investimento financeiro sem nenhuma oportunidade para retornos diferenciados? Essa poderia ser, sem dúvida, uma conclusão desse artigo, uma vez que mostramos que os preços têm uma incrível correlação com poucas variáveis macroeconômicas—principalmente taxa de juros—e essas variáveis parecem já ter alcançado seu valor mais baixo.

Acreditamos que ainda há muitas oportunidades de valorização para investidores experientes (ou sortudos) que antecipem tendências ou “gatilhos”, como o desenvolvimento de um novo corredor logístico que melhore a

posição de custos de uma região; o desenvolvimento e a propagação de sementes híbridas ou com um traço genético para uma região em particular; uma mudança na preferência do consumidor que leve à redefinição de uma determinada região para culturas de maior valor agregado. Todos esses desdobramentos já foram registrados em parte dos EUA, na América do Sul ou na Austrália, por exemplo—e podem muito bem voltar a ocorrer. Para poder aproveitá-los, no entanto, é preciso ter uma visão exclusiva e muito apurada.

Ao longo da história, indivíduos e famílias (incluindo um dos autores deste estudo) adquiriram, cultivaram e passaram terras como riqueza, herança e legado para as gerações futuras. 

1 Terra talvez não deprecie contabilmente como um ativo industrial, mas terras agrícolas podem, sem dúvida, esgotar-se, especialmente se práticas agrícolas ruins forem aplicadas. A terra pode perder valor caso a produtividade inerente diminua. Existem casos bem documentados dessa situação em áreas de plantio de algodão nos EUA e de cana-de-açúcar na Índia. Especula-se que alguns fazendeiros estavam conscientemente exaurindo terras de plantio de culturas não perenes na Argentina.

2 O valor da terra tem uma correlação quadrática de 0,82 com a inflação, taxa de juros e produtividade da terra.

3 *Bananeiras* é o termo na América Central para empresas dos EUA que produzem e exportam frutas tropicais.

4 Em 2015-2016, o arroz ocupou 161 milhões de hectares globalmente, *versus* 26 milhões de hectares dedicados à cana-de-açúcar.

5 Devemos reconhecer que a maioria dessas empresas atua na América do Sul e que cresceram através de aquisição de terras “virgens”, as quais preparam para o cultivo. Esse processo tem intensa necessidade de capital, mas esse capital será recuperado no desinvestimento da terra.

6 Respectivamente Fundos de Investimento Imobiliário (Real Estate Interest Trusts) e Organizações de Gerenciamento de Investimentos Florestais (Timber Investment Management Organizations).

Shared Ambition, True Results

Bain & Company é a empresa de consultoria global que os líderes de negócios procuram quando buscam resultados duradouros.

Além disso, nós nos preocupamos tanto quanto eles sobre como alcançá-los. Juntos, encontramos o valor além das fronteiras, desenvolvemos ideias e conhecimentos práticos e implementáveis e motivamos toda a equipe para trilhar o caminho para o sucesso.

Somos apaixonados por indicar o caminho certo para nossos clientes, colegas e comunidades, mesmo que não seja o mais fácil.



Para mais informações, visite www.bain.com.br

AMSTERDÃ • ATLANTA • BANGALORE • BANGCOC • BOSTON • BRUXELAS • BUENOS AIRES • CHICAGO • CIDADE DO MÉXICO • CINGAPURA • COPENHAGUE • DALLAS • DOHA
DUBAI • DÜSSELDORF • ESTOCOLMO • FRANKFURT • HELSINQUE • HONG KONG • HOUSTON • ISTAMBUL • JACARTA • JOHANNESBURGO • KIEV • KUALA LUMPUR • LAGOS • LONDRES
LOS ANGELES • MADRI • MELBOURNE • MILÃO • MOSCOU • MUMBAI • MUNIQUE • NOVA DELI • NOVA IORQUE • OSLO • PALO ALTO • PARIS • PEQUIM • PERTH • RIADE
RIO DE JANEIRO • ROMA • SANTIAGO • SÃO FRANCISCO • SÃO PAULO • SEUL • SHANGHAI • SYDNEY • TÓQUIO • TORONTO • VARSÓVIA • WASHINGTON, D.C. • ZURIQUE