

**C
i
n
v
e**

centro de investigaciones económicas

**Desarrollo del sistema financiero
para el sector agropecuario de
Uruguay.**

Eduardo Fernández-Arias
Francisco Rosas
Fernando Lorenzo

Documento de trabajo

**DT. 04/2022
Agosto 2022
ISSN: 1688-6186**

Resumen

Se analiza el mercado financiero agropecuario de Uruguay con el objetivo de contribuir a mejorar las políticas e instituciones responsables de su desarrollo eficiente. Se concluye que la oferta de financiamiento de largo plazo es escasa a pesar de la creciente utilización de fideicomisos financieros, que se requiere un mejor aprovechamiento del valor de la tierra como colateral, de políticas públicas que faciliten estructuraciones financieras innovadoras homogéneas, replicables y fácilmente adoptables, y un relacionamiento financiero más profundo con la fase industrial. Asimismo, la cobertura de riesgos agropecuarios se ha desarrollado con éxito, pero es aún un desafío en la ganadería.

Palabras clave:

Sistema financiero, sector agropecuario, crédito, préstamos de cadena de valor, fideicomisos financieros, fondos de garantía, seguros.

Clasificación JEL:

G18, G20, G32, Q14, Q18

Los autores agradecen los valiosos comentarios de Eugenio Díaz-Bonilla. Este trabajo fue financiado por USAID a través de IFPRI bajo el programa ReSSAKS-LAC.

Contenido

1. INTRODUCCIÓN	1
2. EL CRÉDITO TRADICIONAL.....	2
3. MECANISMOS FINANCIEROS NO TRADICIONALES.....	5
3.1. Mecanismos de financiamiento no tradicionales.....	5
3.1.1 Fideicomisos financieros.....	5
3.1.2 Fondos de garantía.....	7
3.1.3 Fondos de financiamiento.....	8
3.1.4 Préstamos de Cadena de Valor	9
3.1.5 Vehículos para captar ahorro basados en sistemas de capitalización.....	10
3.1.6 Obligaciones negociables y fondos de inversión	11
3.2. Seguros agropecuarios.....	13
4. POLÍTICAS PÚBLICAS.....	14
4.1. Políticas transversales	14
4.2. Políticas sectoriales	15
5. CONCLUSIONES Y REFLEXIONES FINALES PARA EL DIÁLOGO DE POLÍTICAS	17
5.1. Financiamiento de la inversión para la transformación productiva.....	17
5.2. Financiamiento de mediano y corto plazo	20
5.3. Coberturas de riesgo	21
6. BIBLIOGRAFÍA.....	22
7. LISTA DE ENTREVISTADOS.....	23

1. INTRODUCCIÓN

El sistema de financiamiento para el desarrollo agropecuario de Uruguay ha evolucionado en forma parcialmente exitosa, a través de adaptaciones del mercado e intervenciones de política pública. Estas innovaciones han estado orientadas a resolver problemas específicos que surgieron en el transcurso del tiempo, pero no pueden considerarse como un rediseño integral de los instrumentos financieros que permita resolver las múltiples fallas de mercado que persisten en materia de financiamiento de las actividades agropecuarias. Este financiamiento se ha ido materializando en base a una combinación de fondos propios de los productores, crédito tradicional y diversos esquemas de estructuración financiera.

Este trabajo presenta una actualización del conocimiento acerca del mercado financiero de las actividades agrícolas y ganaderas en Uruguay haciendo énfasis en los instrumentos, instituciones y políticas públicas que se han desarrollado en el transcurso de los últimos 15 años. El trabajo documenta su evolución, analiza sus roles, identifica problemas a superar y aporta reflexiones acerca de las claves principales sobre las que debería asentarse el desarrollo de un sistema de financiamiento para el desarrollo del sector agropecuario. Un denso entramado de instituciones financieras es necesario para permitir la provisión de instrumentos de financiamiento y de riesgo que impulsen el crecimiento del sector agropecuario. La multiplicidad de instituciones e instrumentos se convierte en una palanca para atenuar vulnerabilidades y estimular el ingreso de capital de riesgo, acorde a las particularidades del sector y del contexto macroeconómico internacional, regional y nacional (Díaz-Bonilla y Fernández-Arias 2019). Este trabajo pretende producir información actualizada sobre el funcionamiento de los mercados financieros agropecuarios y aportar elementos de análisis que sirvan de insumos para el diseño de políticas y para continuar mejorando las instituciones públicas y privadas responsables de su desarrollo eficiente.

El trabajo comienza repasando las principales características del entorno macrofinanciero que resultan relevantes para explicar el desempeño del sector financiero vinculado al agro uruguayo y de dar cuenta de la evolución del crédito bancario tradicional. Sobre esta base, se revé la utilización de los múltiples mecanismos de crédito no tradicionales que han surgido, así como de los instrumentos de cobertura de sus riesgos. Este análisis se complementa con un esfuerzo de sistematización de las principales políticas públicas que han sido aplicadas en Uruguay con el propósito explícito de mejorar las condiciones financieras para el desarrollo del sector financiero agropecuario. Por último, el trabajo resume los problemas revelados en el análisis y concluye con algunas reflexiones claves para el desarrollo del financiamiento del sector agropecuario de Uruguay que pueden ser útiles para el debate de políticas públicas en la materia.

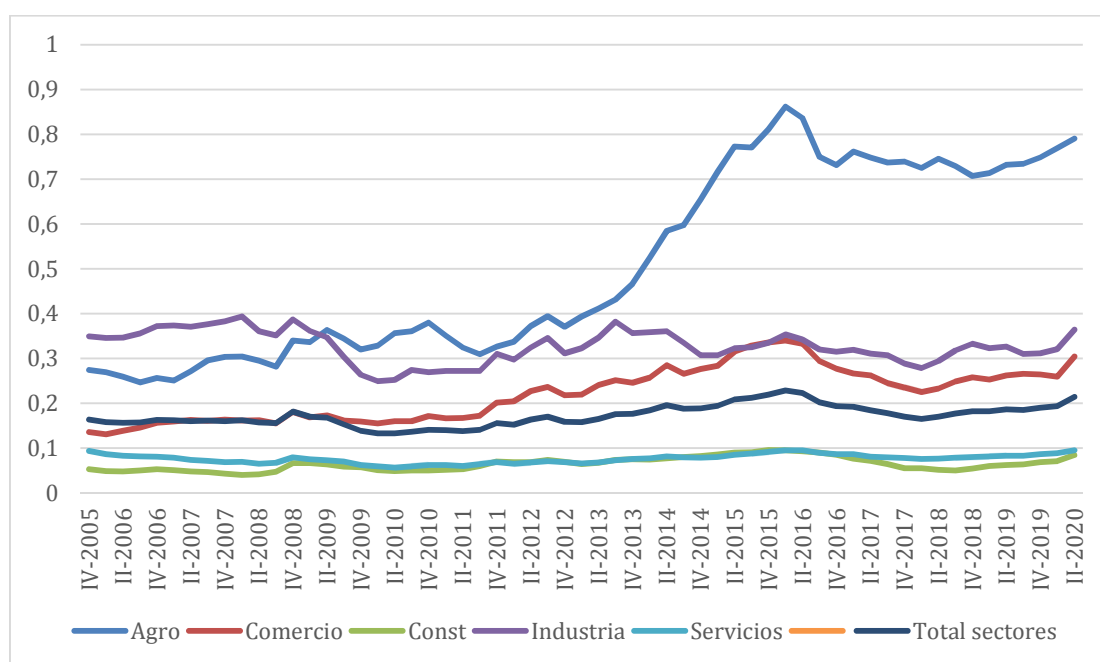
2. EL CRÉDITO TRADICIONAL

Según datos del Banco Central del Uruguay (BCU), los créditos al sector no financiero en Uruguay han ido aumentando a lo largo de los últimos 15 años, presentando una tendencia creciente entre 2009 y 2015, para luego mantenerse hasta la actualidad en niveles similares a los de 2015. Las principales instituciones proveedoras de crédito dentro del sistema financiero son los bancos estatales y privados que representan actualmente cerca del 95% del mercado. Las familias son las principales tomadoras de crédito (36%) seguidas del sector agropecuario con un 16% del crédito total. Las instituciones financieras no bancarias tienen una importancia menor como fuente de crédito agropecuario.

La Figura 1 muestra que, como proporción de su nivel de actividad, el crédito por sector se ha mantenido relativamente constante desde 2005, excepto en el sector agropecuario, que desde fines de 2011 ha crecido sustancialmente. La estabilidad observada durante la última década de este indicador es explicada, principalmente, por una caída del producto sectorial y por el posterior enlentecimiento de su crecimiento, asociados al fin del ciclo de auge de los precios de los commodities y a un conjunto de eventos climáticos domésticos que afectaron negativamente la producción de soja y trigo. A partir del año 2016, el crédito y el nivel de actividad sectorial evolucionaron de manera semejante, por lo que el indicador se ha mantenido constante entre el 70% y el 80% del PIB del sector, lo que ubica el valor del indicador considerablemente por encima del correspondiente al resto de los sectores de la economía uruguaya, el cual se ubica por debajo del 40%. Transcurridos más de 5 años desde que se estabilizó en esos niveles relativamente altos, nada indica que ese comportamiento pueda considerarse como temporario.

Figura 1.

Crédito por sector de actividad como proporción del PBI de dicho sector.



Fuente: Banco Central del Uruguay.

Ante la trayectoria observada en el crédito tradicional al sector agropecuario durante los últimos años, cabe preguntarse si el nivel del indicador podría configurar una situación de sobreendeudamiento, y por tanto, un motivo de preocupación. A la luz de la evolución registrada en la mayoría de los sectores agropecuarios la respuesta debiera ser negativa, sobre todo si se tiene en cuenta el importante crecimiento del valor de la tierra. En efecto, el grado de capitalización en el sector agropecuario es muy alto como proporción de la corriente de ingresos anuales netos del negocio, que en algunos casos puede llegar hasta 30 o 35 veces, nivel considerablemente superior al observado en cualquier otro sector productivo de la economía uruguaya.

El mercado de créditos al sector privado en Uruguay presenta un alto peso de la banca estatal en el total de préstamos otorgados, alcanzando en 2005 aproximadamente el 50% del mercado, pero que paulatinamente ha ido decreciendo hasta ubicarse en 39% en el año 2020. En el sector agropecuario el peso de la banca pública es incluso mayor y alcanza el 43%.

El mercado financiero local está considerablemente “dolarizado”, a pesar de que se han venido realizando esfuerzos importantes para su reducción, tanto en lo que refiere a una política antiinflacionaria vigorosa, como en la promoción de una mayor oferta de instrumentos financieros (de depósito y de crédito) denominados en moneda nacional o indexados a la inflación. Los créditos al sector agropecuario no son una excepción, donde los préstamos denominados en dólares americanos alcanzan a más del 98% de la cartera total de préstamos otorgados (peso que se ha mantenido relativamente constante desde 2005). Dada la alta inserción exportadora de la producción agropecuaria de Uruguay, dicha elevada dolarización es esperable y no debería ser, en ningún caso, motivo de preocupación desde el punto de vista del análisis de la matriz de riesgos financieros.

El perfil de vencimientos de los créditos en Uruguay es, en promedio, de muy corto plazo, independientemente del sector de actividad de que se trate. El sector agropecuario es el sector de actividad que presenta la mediana de vencimiento más alta; en moneda extranjera es 77 días. En trabajos recientes de Mello (2018a; 2018b), en que se analiza una muestra representativa de empresas de los distintos sectores de la economía uruguaya, se subraya que aquellas firmas con mayores márgenes y más solventes apelan a reinversiones de utilidades y capital propio para financiar inversiones de largo plazo, y solo recurren al mercado crediticio para financiar fundamentalmente capital de trabajo. Este marcado sesgo hacia el corto plazo del crédito bancario tradicional surge de un insuficiente fondeo bancario de largo plazo que alivie el descalce de plazos.

Uruguay no cuenta con bancos estatales con orientación exclusivamente agropecuaria. La pequeña dimensión del mercado puede ser una de las razones por las que los bancos comerciales no presentan altos grados de especialización en su operativa crediticia. Incluso en el caso del BROU, que representa casi la mitad del mercado de créditos, es bastante notorio el perfil diversificado de la cartera activa en términos sectoriales. El BROU es la institución bancaria que está más vinculada al sector agropecuario (incluso participando en la financiación de compra de tierras), y en algunos casos puntuales cumple un papel de banco de desarrollo, pero en líneas generales, a pesar de ser un banco estatal, opera con una lógica comercial que en muchos aspectos no se diferencia, sustancialmente, de la que

manejan el resto de los bancos comerciales privados, con los que, además, compite en el mercado en igualdad de condiciones y bajo la misma regulación bancocentralista.

A su vez, en Uruguay no se ha desarrollado la banca de segundo piso, entendida como instituciones financieras nacionales cuyos clientes finales son los bancos comerciales (banca de primer piso). Por ende, la banca comercial opera directamente con personas físicas, empresas o sector público, a partir de su propio fondeo. En dicha estrategia, es frecuente observar operaciones de fondeo con organismos internacionales de fomento y crédito, aunque generalmente están destinadas a atender programas de financiamiento específico y bajo condiciones crediticias especiales.

La banca privada de Uruguay está compuesta por nueve instituciones, cuatro de las cuales concentran el 87% del total de activos en posición de los bancos privados. Todos ellos son de propiedad de capitales extranjeros, no existiendo en Uruguay bancos comerciales de capitales total o mayoritariamente nacional. En su conjunto, la banca de Uruguay tiene una distribución geográfica que, si bien no es homogénea, cubre la totalidad del territorio nacional. Los servicios de banca corporativa, que son los que típicamente atienden a los clientes provenientes del sector agropecuario, se encuentran en la mayoría de las sucursales localizadas en los distintos departamentos del país. De hecho, la densidad de la red de sucursales ha llevado a que no existan en Uruguay bancos comunitarios o comunales.

El término generales, el sistema financiero uruguayo comparte los sesgos que típicamente se observan en la operativa de las instituciones financieras tradicionales en contra de los préstamos al sector agropecuario. Según Meyer (2011), estos sesgos se derivan de: i) los costos mayores de atender a poblaciones dispersas; ii) los riesgos climáticos covariantes; iii) los riesgos de mercado covariantes; iv) los riesgos covariantes relacionados con plagas y enfermedades animales y vegetales; v) la diversidad y la incertidumbre del riesgo espacial (asociado en parte a la dotación de recursos naturales y condiciones climáticas) y de las características de riesgo individuales de los clientes potenciales; vi) la estacionalidad de la producción, que genera flujos de caja discontinuos que impiden el pago de los préstamos de acuerdo a un calendario fijo. Estas características, sumadas a la baja escala del grueso de los clientes rurales, hacen menos atractiva la oferta de mecanismos de financiamiento en la etapa primaria de la producción agropecuaria, en comparación con las fases de procesamiento y comercialización de las cadenas agroalimentarias. Ello motiva el desarrollo de nuevos instrumentos financieros que, como veremos a continuación, pueden operar, tanto conjuntamente como por separado de las instituciones bancarias tradicionales.

3. MECANISMOS FINANCIEROS NO TRADICIONALES

Es importante destacar que la crisis financiera de 2002 afectó significativamente a la economía uruguaya en su conjunto, llevando al cierre de algunas instituciones bancarias y dejando secuelas permanentes en el sistema financiero, tales como la alta incertidumbre asociada a la evolución del tipo de cambio y el deterioro de los indicadores de solvencia de los balances de las empresas y productores familiares (Alfaro *et al.*, 2004). También, además de la escasez de crédito, se produjo el cierre de algunos bancos privados que operaban, tradicionalmente, con el sector agropecuario. Si bien hubo una esperable restricción de acceso al crédito, que se mantuvo durante la primera mitad de la década del presente siglo, esto se revirtió lentamente con la salida de la crisis, en la medida en que el sistema financiero doméstico se fue recuperando, acompañado por una mayor liquidez a nivel internacional. En medio de este proceso, no sólo se fueron reordenando las fuentes de financiamiento bancario más tradicionales, sino que, además, fueron surgiendo nuevos mecanismos financieros al servicio del sector agropecuario.

3.1. Mecanismos de financiamiento no tradicionales

Además del financiamiento bancario, existen otros arreglos institucionales que tienen una penetración diversa en el sector agropecuario y que complementan a los productos financieros más tradicionales ofrecidos por los bancos comerciales como el crédito bancario. Algunos de ellos son los fideicomisos financieros, los fondos de garantía, los fondos de financiamiento, los préstamos de cadena de valor, los vehículos para captar ahorro basados en sistemas de capitalización en ganadería, y los fondos de inversión y obligaciones negociables.

3.1.1 Fideicomisos financieros

Las modalidades de financiamiento que utilizan los fideicomisos financieros¹ como vehículo jurídico se apoyan en la existencia de un conjunto de agentes que cuentan con capital para invertir, con cierto perfil y expectativa de riesgo y rentabilidad, que pretenden aplicarlo al financiamiento de determinadas iniciativas. En paralelo, existen proyectos de inversión en activos reales que generan un flujo esperado de fondos que cumple con los requisitos y con las expectativas de los inversores. El promotor de este proyecto (agente) podría tomar un crédito bancario tradicional para financiar su inversión, pero alternativamente, puede también financiarse directamente con inversores que estarían dispuestos a involucrarse en el proyecto.

En este caso, los inversores forman un fideicomiso financiero, del que a su vez son los beneficiarios, cuyo patrimonio estará constituido (propiedad fiduciaria) por los activos reales necesarios para el desarrollo del proyecto de inversión. En este contexto, se emiten

¹ Creados en Uruguay por la Ley N° 17.703 de 2003.

títulos de deuda, o certificados de participación, cuyos titulares son los inversores y que están garantizados por el patrimonio afectado al negocio. El fideicomiso cede la propiedad fiduciaria de los activos al fiduciario, y éste contrata al promotor del proyecto o agente para la gestión de esos activos. Los beneficiarios recibirán los frutos del fideicomiso, según se establezca en el contrato. El promotor del proyecto devolverá los activos al fideicomiso al cabo de un plazo estipulado.

Dado que los fideicomisos financieros pueden ser utilizados como una alternativa al crédito bancario, la escasez de crédito bancario posterior a la crisis de 2002 generó condiciones para que los fideicomisos financieros se comenzaran a desarrollar de manera muy significativa. Según algunos actores del sector financiero entrevistados, estas formas de financiamiento adquirieron una madurez considerable a partir de la segunda mitad de la década de los años 2000. A junio de 2020 su circulante total (emitidos por instituciones estatales y privadas) era de USD 2.600 millones, equivalente a aproximadamente el 7,4% del circulante total de la emisión de valores de oferta pública.

En Uruguay se pueden identificar un conjunto relevante de fideicomisos financieros de oferta pública y privada que son representativos de las alternativas de inversión existentes en la actualidad en el sector agropecuario.²

Un primer tipo de fideicomisos financieros se utilizó para negocios en el sector forestal. El primero surgió en el año 2011 con el objetivo de desarrollar un proyecto de inversión para la producción de eucalipto de madera sólida y madera con destino a pulpa de celulosa. Luego surgen otros tres fideicomisos forestales en similares condiciones, el último constituido en 2019. En todos los casos, los fondos se obtuvieron mediante emisión de certificados de participación de oferta pública, a través de la Bolsa de Valores de Montevideo, y se aplicaron a la inversión (compra de tierra, implantación de bosques, inversiones en capital de trabajo) y los costos operativos del proyecto.

Un segundo ejemplo son los fideicomisos públicos de compra de tierras. Un caso corresponde al “Fideicomiso Financiero de Tierras del Litoral” que se constituye con el objetivo de adquirir predios rurales para la realización de actividades agropecuarias (cultivos agrícolas, complementados con ganadería y forestación). Los fondos se obtuvieron a través de la emisión de certificados de participación y títulos de deuda, por un monto máximo de USD 50 millones. Otro caso es el “Fideicomiso Tierras Irrigadas”, que fue establecido en 2016, para la compra de tierras agrícolas y para la adquisición de equipos para el desarrollo de riego. Este proyecto se ejecuta mediante contratos de aparcería, a través de los cuales el fiduciario le entrega al agente fiduciario los predios para su explotación, a cambio de una renta anual que es un porcentaje del valor bruto de la producción obtenida.

² En Uruguay existen dos agentes fiduciarios públicos que son propiedad del Estado. República AFISA que es 100% propiedad del BROU (<https://www.republicafisa.com.uy/espanol/inicio-1>) y la Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión (CONAFIN AFISA) que es 100% propiedad de la Corporación Nacional para el Desarrollo (CND) (<https://www.conafinafisa.uy/>).

Otro ejemplo son los fideicomisos privados en ganadería. Estos se apoyan en el sistema de trazabilidad individual del ganado, un bien público por el que el país es reconocido internacionalmente en la comercialización de carne vacuna. El esquema de base de esta clase de fideicomisos consiste en que el productor concreta una operación crediticia con un banco comercial para la compra de ganado, y traspasa al fideicomiso la propiedad de los semovientes, firmando una guía de propiedad y tránsito a nombre del fideicomiso. El manejo productivo del ganado sigue estando a cargo del productor ganadero y no está previsto el involucramiento del fideicomiso o del banco en la gestión del activo, únicamente que al momento de la venta del ganado, el productor deberá tener la autorización del fideicomiso.³ Así, el banco logra reducir el riesgo del crédito otorgado por la conformación de este colateral con la figura del fideicomiso. Ejemplos de esta modalidad son el Fideicomiso Ganadero BROU, el Fideicomiso Ganadero UnSiglo (de Valdez y Cía.), y Ganadería Tres Millones (GTM).⁴

3.1.2 Fondos de garantía

Los fondos de garantía permiten a los beneficiarios acceder a una garantía para facilitar su acceso al crédito siguiendo los requerimientos de la institución financiera (generalmente un banco comercial). Además de mitigar una barrera de acceso al crédito, puede mejorar las condiciones del préstamo, por ejemplo, bajando la tasa de interés o incrementando el plazo. La contratación de garantías es especialmente beneficiosa para productores chicos, donde es más frecuente encontrar casos en que no se dispone de garantías firmes o que no pueden aportar la totalidad de la documentación requerida.

El Sistema Nacional de Garantías para empresas (SiGa)⁵ es un fondo de propiedad del Estado que surge con el objetivo de garantizar solicitudes de créditos de empresas de todos los rubros productivos. La actividad de SiGa está regulada por el BCU y es administrada por la Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión (CONAFIN-AFISA) que es 100% propiedad de Corporación Nacional para el Desarrollo (CND).

En la órbita del SiGa, se han creado dos fondos de garantía para el sector agropecuario, que han sido exitosos desde el punto de vista del cumplimiento de sus objetivos. Para los productores de leche, existen los subfondos FOGALE⁶ destinados a garantizar capital de trabajo, de inversión y refinanciamientos, en distintas monedas, y con un máximo de 8 años

³ La prenda sobre el bien es una forma alternativa de financiar la compra de ganado, pero en ésta persiste el riesgo de que el productor venda el activo (ganado) prendado, contraviniendo la Ley de Prendas. Debido a la trazabilidad individual del ganado, solo el titular de cada cabeza de ganado (el fideicomiso) puede autorizar un movimiento de ganado cualquier sea su destino, disminuyendo de esta manera el riesgo mencionado. Por ello, los bancos se han alejado de la prenda sustituyéndola por los fideicomisos.

⁴ Información disponible en: <https://www.brou.com.uy/clientes-empresa/agro/fideicomiso-ganadero-brou>, en <http://valdez.com.uy/pablo-valdez-fideicomiso-unsiglo-es-herramienta-generadora-de-valor/>, en <http://valdez.com.uy/fideicomiso-un-siglo/>, y en <http://www.gtm.org.uy/index.php>

⁵ Creado por la Ley N° 18.362, Art. 505 de 2008 y decretos reglamentarios (773/2008).

⁶ Por más información, véase: <https://www.siga.com.uy/garantias/fogale>

de plazo. Hasta el año 2019, por lo menos, los productores arroceros dispusieron, también, de un esquema de garantía específica, recayendo en la Asociación de Cultivadores de Arroz (ACA) la responsabilidad de determinar las empresas habilitadas a recibirlas.⁷

3.1.3 Fondos de financiamiento

Los ejemplos más salientes de fondos de financiamiento en Uruguay son los creados para los sectores lechero y arrocero. A partir del año 1999, comenzando con las crisis financieras internacionales (México, Brasil y Argentina), las producciones láctea y arrocera sufrieron múltiples reveses que dejaron a un importante número de productores en una situación financiera delicada, sin poder hacer frente a sus obligaciones y con muy limitado acceso al crédito. A ello se sumó la devaluación del peso uruguayo y la crisis financiera de 2002, y otros eventos que afectaron de manera específica a estos sectores, como fue la sequía de 1999-2000, la aplicación en 2001 por parte de Brasil de derechos antidumping a exportaciones de lácteos de Uruguay y el brote de fiebre aftosa en 2002, que afectó, también, a productores lecheros (Vidal, 2003).

Los fondos de financiamiento surgen con la finalidad de proveer crédito de una manera más sencilla, accesible y menos burocrática a los productores individuales a través de un esquema de financiamiento estructurado. El fondo permite que cualquier empresa del sector, independientemente de su tamaño, sin importar las condiciones de su negocio (incluso, encontrándose en bancarrota) y sin requerir establecer garantías, acceda a una fuente de financiamiento en condiciones beneficiosas.

Surgen a partir de identificar un flujo de fondos que se pueda “securitizar” y que se encuentre en condiciones de ser comercializado a una institución interesada en proveer financiamiento, lo cual los hace especialmente efectivos en situaciones de emergencia. En el sector agropecuario, los rubros arrocero y lechero cumplían esas características, desarrollándose los llamados Fondos Lecheros⁸ y Fondos Arroceros⁹. Es importante destacar que, si bien los fondos pueden otorgar el financiamiento en condiciones favorables, mantienen su objetivo de lograr rentabilidad para el inversor, a un nivel de riesgo dado, no configurando, por ende, una situación asistencialista para el beneficiario.

El flujo de fondos “securitizado” en el sector lechero surge de una retención (prestación pecuniaria) por parte de la industria láctea de un monto fijo por cada litro de leche fluida (nacional o importada) vendida al consumo. Las empresas industriales operan, por tanto, como agentes de retención de los pagos realizados por los productores que los vuelcan al Fondo de Financiamiento y Desarrollo Sustentable de la Actividad Lechera (FFDSAL) en base a una declaración jurada. Ese flujo de fondos tenía una tasa interna de retorno del 11% para los proveedores de financiamiento.

⁷ Por más información, véase: <http://www.siga.com.uy/garantias/itemlist/category/51-fgas>

⁸ Información disponible en: <http://www.ffdsal.com/>

⁹ Información disponible en: <http://aca.com.uy/fondo-arrocero-ffraa-iv>

Los fondos arroceros tienen un sistema similar, esto es, mediante una retención de un porcentaje aplicado sobre el valor de exportación del arroz que ha variado entre el 2% y el 5% dependiendo del fondo. Dicha prestación es retenida por los exportadores del grano que, usualmente, son los molinos arroceros y se destina, exclusivamente, a pagar el financiamiento.

En concreto, se crearon 3 fondos arroceros y 4 fondos lecheros, que, dependiendo del fondo y el momento, fueron financiados por las Administradoras de Fondos Previsionales (AFAPs), bancos estatales y privados, y el Estado a través del Tesoro Nacional.

El monto de financiamiento distribuido a cada productor se asignaba de acuerdo con el volumen de producción en periodos anteriores, y lo debían destinar en un cierto porcentaje a pagar deudas contraídas con el BROU u otros bancos comerciales, y el resto era de libre disponibilidad (hasta 100% de disponibilidad si los beneficiarios no tenían deudas bancarias). Este mecanismo, respaldado por una ley que obligaba a los productores a aportar al fondo, eliminaba el riesgo de crédito específico, al tiempo que reducía el riesgo sistémico del sector, asegurando el financiamiento y la liquidez necesarias para el funcionamiento de las empresas. Para los productores, estos mecanismos representaron una forma conveniente de acceso a financiamiento para cancelar deudas o para tomar liquidez, con un calendario de pagos calzado con su flujo de fondos, y sin requerir la presentación de balances y la conformación de garantías o colaterales.

3.1.4 Préstamos de Cadena de Valor

En los préstamos de cadena valor participan tres partes: el vendedor de un producto o servicio, el comprador, y las instituciones financieras. En el caso del sector agropecuario, los productores establecen contrato con empresas agroindustriales de los eslabones posteriores o anteriores en la cadena de valor, que son quienes acceden al financiamiento y luego éstas brindan el crédito a los productores (o avalan su financiamiento).

De no existir este tipo de alternativas, estos productores podrían ver denegado el acceso al crédito bancario, debido a la falta de activos de garantía, a la percepción de altos riesgos por parte de los financiadores, y a la presencia de otras barreras que obstruyen el acceso al crédito tradicional. Apoyado en el mayor conocimiento que la empresa proveedora del crédito tiene del productor beneficiario del financiamiento, es posible canalizar fondos para una amplia variedad de productores, sin que el tamaño del establecimiento se convierta en un factor limitante. Por tanto, esta modalidad de financiamiento del capital de trabajo merece ser considerada como un instrumento para la generación de valor más amplio y más estable que otras fuentes (KIT, IIRR y FOROLACFR, 2010).

En la producción agrícola, tanto intensiva como extensiva, típicamente se constituyen préstamos de cadena de valor con las empresas proveedoras de insumos y con las empresas fabricantes o proveedoras de maquinaria e implementos agrícolas. Las empresas proveedoras de insumos (fundamentalmente fertilizantes y fitosanitarios) otorgan financiamiento con diversos plazos y establecen garantías mediante la prenda de una parte de la producción, o asumiendo el compromiso de comercializarla (generalmente la exportación) a través de una determinada firma, que opera en general como facilitadora del acceso al financiamiento. Estos acuerdos suelen documentarse mediante contratos entre

partes. Las empresas fabricantes de maquinaria e implementos agrícolas, también otorgan financiamiento directo a productores, requiriendo la constitución de garantías como ser la firma de conformes, warrants, o través de la libración de cheques diferidos. Estas se fondean, por lo general, con el sistema bancario tradicional y utilizan como garantía los contratos de venta de exportación, las prendas sobre productos o cosechas, así como certificados de depósito y warrants.

En el año 1997, la Cooperativa de Ahorro y Crédito de Capitalización Proleco, empresa subsidiaria de Conaprole,¹⁰ comenzó a desarrollar un programa con el fin de brindar financiamiento a productores lecheros remitentes a la cooperativa lechera. A través de este programa se provee liquidez a los productores, que luego se descuenta del pago de la leche remitida (sumándole los correspondientes intereses financieros). La cooperativa se fondea con la Agencia Nacional de Desarrollo (ANDE), préstamos bancarios, entidades extranjeras, e incluso, con fondos propios. El préstamo puede estar destinado a financiar capital de giro de corto plazo (por ejemplo, compra de ganado lechero o maquinaria), la compra de reservas forrajeas, el arrendamiento o la compra de tierra. La empresa Productores de Lecha S.A. Prolesa, también subsidiaria de Conaprole, a diferencia de Proleco, financia directamente insumos y materias primas a los productores lecheros, que luego descuenta del pago de la leche remitida junto con los correspondientes intereses financieros.

Asimismo, Conaprole cuenta con un programa iniciado en 2019, denominado Fondo de Financiamiento de Establecimientos Lecheros (FFIEL), que es un caso particular de un modelo genérico que busca generar un financiamiento flexible y de largo plazo (entre 8 y 12 años) para los productores lecheros. La amortización de los créditos otorgados se realiza descontando un porcentaje del pago por la leche que remite a la industria.

La experiencia en Uruguay está alineada a lo que ocurre en otros países de la región, tanto en las características de los préstamos como en las razones por las que existe demanda por estas formas de canalización del financiamiento. Los principales factores son el mayor conocimiento mutuo entre las partes, el conocimiento del negocio en el que es aplicado el financiamiento, y las menores exigencias de documentación y garantías.

3.1.5 Vehículos para captar ahorro basados en sistemas de capitalización

En Uruguay se han desarrollado un conjunto de alternativas de inversión en el sector agropecuario (principalmente en el rubro ganadero) que buscan captar ahorro de inversionistas de dentro y fuera del sector. Se trata de esquemas basados en distintas variaciones de lo que se conoce como “sistemas de capitalización.” Un típico negocio de capitalización consiste en que el inversor aporta el capital para la compra del ganado que queda a su nombre, el dueño de la tierra aporta el campo donde se mantiene el ganado por un ciclo productivo y se encarga de la gestión directa. El negocio se cierra al momento en

¹⁰ La Cooperativa Nacional de Productores de Leche (CONAPROLE) fue creada por la Ley No. 9.526 del 14 de diciembre de 1935. Actualmente, opera 8 plantas procesadoras en todo el país para productos lácteos, con ventas totales entre el mercado interno y exportaciones por más de USD 1,000 millones en 2020. Cerca de 2000 productores lecheros son participantes de la cooperativa.

que se concreta la venta del ganado, dividiendo entre ambos el valor monetario de la ganancia obtenida (medida en términos de kilos de ganado comercializado). Un elemento adicional y diferenciador de los ejemplos que se detallan a continuación es que involucran varios inversores aportando capital, incluyen diferentes opciones de salida para dar liquidez, y en general utilizan como vehículo el fideicomiso financiero.

Un primer grupo de instrumentos corresponde a esquemas que vinculan al inversor con propietarios de tierra que están dispuestos a tomar ganado para llevar adelante un negocio de capitalización tradicional. La inversión requiere montos mínimos de capital, tiene una rentabilidad anual fija (o un piso asegurado), un plazo determinado por el ciclo productivo, y tiene al propio ganado como garantía, que queda a nombre del inversor. La fuente de rentabilidad es la productividad del ganado (cría o invernada, bovino u ovino) durante el ciclo. A diferencia de un sistema de capitalización tradicional, en el que tanto el inversor como el gestor asumen el riesgo de la volatilidad, en estos casos el inversor recibe una renta fija o mínima previamente establecida, recayendo en el gestor de la producción la volatilidad de la rentabilidad. Ejemplos de estas modalidades de inversión son Zambrano–Agrobonos, República ganadera renta fija, Bono Ganadero y Conexión Ganadera.¹¹

Otra alternativa de inversión de características similares consiste en un producto financiero que busca direccionar los aportes de inversores (beneficiarios) hacia la producción agrícola (principalmente cultivos extensivos) mediante la creación de un fideicomiso de garantía. Los fideicomitentes son el inversor y el productor, quienes transmiten la propiedad de los activos al fiduciario para que cumpla con la finalidad del fideicomiso. El fiduciario es una empresa especializada en la producción de cultivos y es a su vez en quien recae la gestión productiva del negocio, de acuerdo con las pautas del contrato de fideicomiso. Como garantías, se constituye una prenda del cultivo a favor del fideicomiso y, también, se emite una póliza de seguro sobre el cultivo, cuyo cobro se cede a favor del fideicomiso. Zambrano–Agrobonos tiene un producto bajo esta modalidad.

Estas formas de estructuración financiera dan pautas de una modernización y sofisticación del mercado financiero, que se sale de los mecanismos más clásicos para captar ahorro, como lo son el sistema bancario tradicional y el mercado de valores. Queda, sin embargo, un camino por recorrer para volver más eficientes estos vehículos, reduciendo, por ejemplo, los costos de transacción que acarrea su creación y su operativa comercial y financiera.

3.1.6 Obligaciones negociables y fondos de inversión

La emisión de acciones y obligaciones negociables en las bolsas de valores de Uruguay son muy limitados y han estado restringidos a un número muy reducido de casos, generalmente, involucrando empresas de gran porte. Los inversionistas institucionales como las AFAPs, los bancos comerciales, y en menor medida los particulares, son los financiadores de dichas emisiones. Los montos, costos y plazos de las emisiones son los principales motivos por los

¹¹ Véase información en: <https://zambrano.com.uy/smgz/>, en <http://www.republicaganadera.com.uy/>, y en <https://www.bonoganadero.com.uy/>, y en <https://conexionganadera.com/>

que estos mecanismos no se generalizan a empresas medianas y pequeñas (Caumont, 2010). A grandes rasgos, esta característica permea a todos los sectores de actividad de la economía uruguaya, y no se restringe, exclusivamente, a los negocios agropecuarios.¹²

Las obligaciones negociables han tenido un desarrollo relativamente escaso en el Uruguay, siguiendo la tónica del exiguo desarrollo del mercado de valores en su conjunto. Las emisiones han estado limitadas, por lo general, a empresas de gran porte, dadas las dimensiones del país. El circulante total de obligaciones negociables es de aproximadamente USD 340 millones, lo que implica alrededor del 1% del circulante de oferta pública de valores (BCU, 2020). Según información de la Bolsa Electrónica de Valores de Montevideo (BEVSA)¹³ se corresponde con 15 emisiones vigentes, entre las que solamente tres de ellas están vinculadas al sector agropecuario (Citrícola Salteña S.A., Conaprole e Industrias Sulfúricas del Uruguay S.A.)

Los fondos de inversión son un instrumento generalizado a nivel internacional para canalizar ahorro de privados hacia actividades productivas, pero que en Uruguay no tienen una utilización significativa. El instrumento tiende a utilizarse en operaciones agropecuarias comerciales relativamente grandes, aunque pueden estructurarse, también, apuntando a agrupar productores más pequeños (Meyer, 2011). Estos instrumentos de inversión suelen ofrecer rentabilidades competitivas con otros instrumentos, ofreciendo un nivel adecuado de riesgo y un alto grado de liquidez.

Las obligaciones negociables y los fondos de inversión son atractivos para inversionistas socialmente responsables, que buscan para apoyar el comercio verde, el comercio justo y otras iniciativas similares (AZMJ, 2011). Entre las estrategias de mitigación de riesgos utilizan la diversificación geográfica, la operación en distintos rubros, además de instrumentos típicos de cobertura de riesgo empresarial (ventas a futuro, contratos forward, derivados, entre otros). En Uruguay, sin embargo, los inversionistas y estructuradores de carteras de activos parecen haberse inclinado más hacia los fideicomisos financieros.

Dunn (2019) propone la creación de los Fondos de Inversión Cerrados (FIC) como una alternativa para promover el financiamiento de las pequeñas y medianas empresas (pymes) a través de su acercamiento al mercado de valores, que puede ser utilizado por empresas de cualquier sector de actividad, incluyendo el sector agropecuario. Los FIC emiten cuotas de participación en las bolsas de valores, que se destinan a comprar obligaciones negociables de oferta privada de un conjunto de pymes previamente identificadas. Para el inversor, se reduce el riesgo debido, por un lado, a la diversificación que supone el involucramiento de varias empresas de reducido tamaño relativo y, por otro lado, a que el FIC cuenta con calificación de riesgo como una única entidad, lo que implica un aumento del grado de liquidez del instrumento respecto a invertir en una única pyme. En este tipo de estructuración permite introducir al mercado un instrumento alternativo a aquéllos de renta

¹² La emisión de títulos en el mercado de valores sí es más relevante para el sector público, que lo utiliza como uno de los mecanismos de financiamiento del déficit.

¹³ Información disponible en: <https://www.bvm.com.uy/operadores/emisores-de-obligaciones-negociables>

fija disponibles. Se propone utilizar el SiGa como mecanismo de garantía de los FIC para darle mayor confianza a los inversionistas a través de mejores coberturas de riesgo.

3.2 Seguros agropecuarios

El mercado de seguros en Uruguay se conforma con un total de 16 empresas aseguradoras, entre las que se destaca por su alta participación el Banco de Seguros del Estado (BSE), que representa cerca del 90% del mercado, tanto en el total de activos, como de pasivos (BCU, 2020).

El sector agropecuario tiene una participación baja en el mercado de seguros (2%), pero esto no debe ser asociado, necesariamente, a la falta de coberturas y baja penetración de los seguros agropecuarios, sino más bien a que algunas ramas de seguros (vehículos automotores, accidentes de trabajo y rentas vitalicias), tienen marcos regulatorios con coberturas obligatorias, y que en algunos segmentos de mercado el BSE opera, de hecho o como consecuencia de la existencia de una norma legal, como único proveedor.

Las coberturas sectoriales existentes en forestación, cultivos extensivos, granja y ganadería, se complementan con una serie de productos que ponen foco en el patrimonio de los establecimientos y que son transversales a los distintos rubros considerados (cubren riesgos en las instalaciones, incendio, hurto o vandalismo, daño en equipos eléctricos, maquinaria agrícola, plantas de silos, silos bolsa, responsabilidad civil, etc.). La penetración de los seguros en el sector representa, aproximadamente, al 1% del PBI agropecuario, nivel similar al de la Unión Europea y comparativamente alto a nivel global (Methol y Cortelezzi, 2018).

La penetración de seguros en cultivos extensivos representa, aproximadamente, el 70% del total de la producción, según datos de 2017/2018 (Methol y Cortelezzi, 2018). Las principales coberturas son contra granizo, incendio, viento, resiembra, imposibilidad de cosecha, entre otros, pero se plantea la existencia de una demanda insatisfecha de seguros de rendimiento mínimo, que recién son incipientes en el mercado uruguayo. La penetración de seguros en la producción granjera hortifrutícola es de aproximadamente el 40%, variando según el tipo de cultivo, que va desde el 70% en frutales de hoja caduca, al 40% en invernáculos y al 20% en horticultura de campo (Cortelezzi, Díaz y Methol, 2019). Las coberturas de seguro para animales giran alrededor de seguros de vida para diferentes categorías de ganado (rodeo de cría, engorde, animales de pedigree).

Uruguay participa de la tendencia global de surgimiento de seguros en base a índices (GIZ, 2016). Siguiendo la tendencia internacional, los seguros de índice se han implementado en casos particulares y puntuales (hortalizas en granja, soja en cultivos extensivos, y un piloto en ganadería vacuna de cría). Los seguros para hortalizas de granja y para la soja en cultivos extensivos están disponibles en el mercado, aunque son ofrecidos por una única empresa aseguradora. Los productos que se implementaron en Uruguay hasta el momento son un seguro índice de sequía para soja basado en el Índice de Porcentaje de Agua Disponible (PAD) elaborado por el Instituto de Investigaciones Agropecuarias (INIA), un seguro índice de exceso de lluvia en hortalizas (Departamentos de Montevideo y Canelones), y un plan piloto (2015-2017) de seguro índice para productores ganaderos basado en el Índice de Vegetación Normalizado (NDVI, por sus siglas en inglés).

4. POLÍTICAS PÚBLICAS

Las políticas públicas desempeñan un papel significativo al generar las condiciones necesarias para un adecuado desarrollo del sistema financiero. Por un lado, existe un conjunto de políticas que son transversales para el conjunto de los sectores de actividad económica, y que son altamente relevantes para el sector agropecuario. Por otro lado, hay una serie de políticas sectoriales, impulsadas fundamentalmente desde el Ministerio de Ganadería Agricultura y Pesca (MGAP), en conjunto con otros actores gubernamentales.¹⁴

4.1. Políticas transversales

La ley de creación de los fideicomisos financieros es una política pública transversal que ha impactado en prácticamente todos los rubros productivos, convirtiéndolos en un vehículo financiero de uso sumamente extendido para la estructuración de los más diversos negocios. El uso de este instrumento ha sido relevante para proveer financiamiento a productores de diverso tamaño y aportar alternativas para captar ahorro de privados e inversores institucionales (AFAPs). Una segunda política transversal importante es la creación del SiGa, que busca solucionar problemas de acceso a garantías de crédito por parte de micro, pequeñas y medianas empresas. Estos mecanismos aportan soluciones que no discriminan por sector de actividad, pudiendo empresas del sector agropecuario acceder en tanto cumplan las condiciones de elegibilidad. De hecho, se generaron productos específicos para rubros productivos como el lechero (FOGALE) y arrocero (SiGa - Arroz). Finalmente, cabe mencionar el régimen simplificado de emisión de valores creado en 2016, como un mecanismo promisorio para la inclusión de pymes en el mercado de valores, aunque hasta ahora no ha sido utilizado.

Uruguay cuenta con un marco legal de promoción de inversiones y exportaciones (Ley Nº 16.906 y sus decretos reglamentarios 455/007 y 002/2012), que si bien no atiende directamente el financiamiento, otorga exoneraciones fiscales a ciertos proyectos de inversión que lo facilitan. La Comisión de Aplicación de la Ley de Inversiones (COMAP) es la encargada de evaluar los proyectos para determinar la elegibilidad y beneficios según el puntaje obtenido en una matriz de objetivos e indicadores que tienen distintos pesos relativos: generación de empleo 40%, aumento de exportaciones 15%, descentralización o radicación en el interior del país 10%, producción más limpia 20%, inversión en investigación y desarrollo 25%, e indicador sectorial 20%, totalizando 130%. Estos criterios son sumamente relevantes para los proyectos agropecuarios, como por ejemplo los beneficios adicionales a inversiones de riego que impulsaron al Fideicomiso Tierras Irrigadas.

¹⁴ Varios de los productos financieros analizados en la sección anterior han sido posibilitados o generados por la aplicación de estas políticas públicas.

4.2. Políticas sectoriales

La creación de los fondos de financiamiento para el sector lechero y el sector arrocero es un ejemplo de una política pública sectorial que contribuyó a sortear una dificultad generalizada de acceso al crédito y elevado nivel de endeudamiento existente a la salida de la crisis del 2002. Estos instrumentos se vieron posibilitados, por un lado, por la aparición de los fideicomisos financieros, que fueron adoptados como vehículo para su estructuración, y, por otro lado, por sucesivos cambios en la normativa bancocentralista, que fue permitiendo mayor participación de activos de renta variable en la cartera de las AFAPs (el denominado Subfondo de Acumulación, en particular).

Otras políticas sectoriales de financiamiento se pueden agrupar en torno a programas dirigidos y administrados desde el MGAP, que se constituyen a partir de fondos proporcionados por organismos multilaterales de crédito (BID y Banco Mundial), por donaciones no reembolsables (Fondo de adaptación del Protocolo de Kyoto), y por fondos públicos. El acceso a estos mecanismos se ejecuta a través de convocatorias con objetivos específicos (financiamiento de algún tipo de inversión o rubro productivo particular, o de fortalecimiento institucional de asociaciones de productores), y pueden participar tanto productores individuales, como las organizaciones que los agrupan El Proyecto Desarrollo y Adaptación al Cambio Climático (DACC), el Proyecto Ganaderos Familiares y Cambio Climático (GFCC/AF), el Programa de Desarrollo Productivo Rural (PDPR) son los ejemplos más recientes, que desde su constitución en 2013 hasta diciembre de 2020 han financiado, aproximadamente, a 13.500 beneficiarios en convocatorias a productores individuales por un total de USD 73 millones y cerca de USD 20 millones en estrategias asociativas y proyectos de fortalecimiento institucional.

El Fondo de Fomento de la Granja (FFG, ex - Fondo de Reconstrucción y Fomento de la Granja, FRFG) tiene entre sus objetivos: i) financiar y amortizar deudas bancarias contraídas por los productores, antes o durante la crisis de 2002; ii) establecer un sistema de garantías para acceso a crédito; iii) desarrollar un sistema de gestión de riesgos climáticos; iv) indemnizar o financiar costos asociados a desastres climáticos no cubiertos por los sistemas de seguros. Este programa cuenta con un financiamiento de Rentas Generales de, aproximadamente, USD 10 millones, lo que le da mayor seguridad para el mediano y largo plazo, en comparación a su anterior forma de financiamiento a partir de parte de la recaudación del IVA a frutas, hortalizas y flores (Tambler y Ackermann, 2016). Los fondos son administrados por el MGAP y recibe el asesoramiento técnico de la Junta Nacional de la Granja (JUNAGRA).

Desde el año 2002 se viene desarrollando una política pública de subsidio a las primas de seguro en el sector granjero, a partir de un convenio entre el MGAP y el BSE. Esta iniciativa se desarrolla en el marco de los objetivos del FFG, en particular, en lo que refiere al aumento de la penetración de los seguros en el sector, contribuyendo a reducir las relativamente altas primas de seguro y generar condiciones para una mayor oferta de este tipo de instrumentos de cobertura. A través de estas formas de intervención se busca trasladar al mercado de seguros la mayor cantidad de riesgos posibles, limitando, así, los apoyos públicos directos sólo a eventos climáticos que no cuenten con cobertura.

El sector granjero se caracteriza por una alta exposición a eventos climáticos extremos, y tiene una alta importancia social, tanto por el elevado número de productores familiares, como por la relevancia que tiene el sector para garantizar la seguridad alimentaria del país. El sistema de subsidios se ha ido renovando e introduciendo modificaciones en los criterios de asignación, como la denominada “hectárea equivalente,” siendo las dos últimas modificaciones en 2017 y 2019 (Cortelezzi, Díaz y Methol, 2019). Los porcentajes de subsidio de la prima de seguros van desde el 35% al 90%, dependiendo de la cantidad de hectáreas equivalentes del productor. Los apoyos específicos suman, aproximadamente, USD 3,6 millones (2019/2020) e implican un subsidio promedio de la prima del 68% (Ackermann y Díaz, 2020).

El Fondo Agropecuario de Emergencia (FAE), creado por ley en el año 2008, ha canalizado ayuda en eventos de emergencia agropecuaria mediante diferentes modalidades según la época y el tipo de emergencia climática (provisión directa de forraje para el ganado a través de cooperativas y asociaciones de productores rurales, transferencias en efectivo para la compra de forraje y suplementos, y exoneración o descuento de tasas de interés en el financiamiento de compra de estos productos). Este fondo es administrado por el MGAP, quien determina la modalidad de los apoyos, y recibe asesoramiento de otras instituciones del Estado.

5. CONCLUSIONES Y REFLEXIONES FINALES PARA EL DIÁLOGO DE POLÍTICAS

Por lo general, las debilidades y carencias del sistema financiero para el desarrollo agropecuario reflejan fallas de mercado que requieren intervenciones de política pública, sean para corregir los incentivos del mercado o para la provisión de bienes públicos. Las formas de intervención suelen incluir leyes, regulaciones y la estructuración de contratos tipo que creen las condiciones para que surjan mecanismos de financiación de mercado.

En el caso de Uruguay, el financiamiento al sector agropecuario ha evolucionado en forma parcialmente exitosa a través de adaptaciones del mercado e intervenciones de política pública orientadas a resolver problemas específicos que han ido surgiendo. Sin embargo, en menor medida responden a un desarrollo integral de mecanismos sistemáticos que contribuyan a resolver las múltiples fallas de mercado que suelen caracterizar al financiamiento de algunas de las principales actividades agrícolas y ganaderas.

El estudio de la experiencia reciente de la economía uruguaya indica que el diseño del sistema de financiamiento agropecuario debiera considerar tres aspectos que las empresas del sector necesitan resolver, para que el financiamiento contribuya a atender los desafíos que requiere el desarrollo futuro: i) el financiamiento de la inversión y la transformación productiva; ii) el financiamiento de la producción o capital de trabajo; iii) la cobertura de riesgos productivos y comerciales.

5.1 Financiamiento de la inversión para la transformación productiva

La inversión necesaria para propiciar la mejora continua y permanente de la productividad y para fortalecer la capacidad competitiva de las actividades agropecuarias en los mercados internacionales requiere, críticamente, de la disponibilidad de instrumentos de financiación adecuados. Desde esta perspectiva, los instrumentos financieros deberían adaptarse a los plazos extendidos de gestación y maduración de las inversiones y diseñarse teniendo en cuenta la magnitud del financiamiento necesario para que el proceso de transformación involucre al conjunto de empresas agropecuarias del Uruguay. Este desafío debe abordarse teniendo en cuenta que la malla actual de productos financieros para atender las inversiones de largo plazo es poco densa y que el mercado local muestra un desarrollo aún muy incipiente.

a) Carencias del financiamiento a largo plazo existente

Si bien el crédito tradicional al sector agropecuario es el que presenta la mediana de plazos más alta, el financiamiento disponible no se aparta demasiado de los cortos plazos que caracterizan los demás sectores de actividad. De hecho, los plazos de los préstamos otorgados por la banca comercial son llamativamente cortos en comparación con las características de los procesos productivos de las distintas actividades agropecuarias.

El fideicomiso financiero ha sido un vehículo que ha contribuido, significativamente, al desarrollo de nuevas formas de financiamiento. En el sector agropecuario, este vehículo ha captado importantes montos de recursos financieros que fueron aplicados a la forestación, la ganadería y a los cultivos extensivos. Una particularidad de la mayor parte de estos

ejemplos es que constituyen financiamiento a proyectos de largo plazo. Sin embargo, las estructuraciones con fideicomisos financieros tienen limitantes importantes (son lentas, requieren la intervención de profesionales especializados con conocimientos específicos en la materia), por lo que su aplicación suele quedar restringida a proyectos que requieren de montos significativos. Asimismo, han estado basados en inversionistas institucionales como las AFAPs y compañías de seguros, que han tenido una participación significativa y han asumido una estrategia activa (incluso agresiva) de participación en los fideicomisos financieros, principalmente, en los de oferta pública.

Adoptando una perspectiva de más largo plazo, sin embargo, existen aspectos de la normativa bancocentralista¹⁵ que generan desafíos para que ellas puedan continuar incrementando su cartera en este tipo de activos alternativos. En este sentido, Walker y Ferres (2019) proponen una serie de modificaciones a la normativa bancocentralista que los regula, con el objetivo de dinamizar su participación, pero manteniendo la seguridad necesaria sobre todo cuando se trata de fondos previsionales.

Otros vehículos financieros como las obligaciones negociables y los fondos de inversión no parecen capaces de lograr el desarrollo y penetración en el sector agropecuario uruguayo obtenido por los fideicomisos, a pesar de los esfuerzos por promoverlos en pymes, en especial, el régimen simplificado de emisión de valores creado en 2016 y la propuesta de Fondos de Inversión Cerrados (FIC).

Puede concluirse que es necesario buscar nuevas soluciones para los futuros desafíos. En este contexto, adquiere aún mayor relevancia indagar por qué el crédito tradicional no ha sido capaz de aportar financiamiento a largo plazo para desarrollar proyectos de inversión de alto impacto sobre la productividad en los sectores más competitivos de la economía nacional.

b) Estructuración financiera para proyectos de inversión

Parte del problema del perfil de plazos de los créditos tradicionales se encuentra en la propia estructura de plazos de los pasivos de los bancos comerciales. Es precisamente en este contexto que adquiere importancia la estructuración financiera como un instrumento que puede contribuir a la generación de vehículos más adecuados para el financiamiento de largo plazo. En particular, en el sector agropecuario se plantea el desafío de aprovechar de forma más adecuada las ventajas que provee el actual valor de la tierra, que otorga un alto nivel de capitalización a las empresas agropecuarias, aún las de menor tamaño, y debiera ser utilizado como un colateral eficiente para la estructuración de financiamiento de inversiones de lenta maduración, pero con muy alto impacto esperado en productividad y rentabilidad.

¹⁵ Larzabal (2019) establece una serie de desafíos que encuentran las AFAPS a la hora de invertir en este tipo de vehículo financiero. Por un lado, existe una limitante relativa a la exposición máxima del 15% en activos alternativos de un mismo sector de actividad según el código de la Clasificación Internacional Industrial Uniforme (CIIU). Por otro lado, la regulación establece un tope máximo del 70% de inversión de una misma AFAP en un fideicomiso financiero, y de un máximo del 20% de participación en una empresa privada.

La realidad indica que el contrato de hipoteca tradicional sobre la propiedad inmobiliaria no facilita la utilización de la tierra como colateral. Entre otros problemas, presenta restricciones para el fraccionamiento de la propiedad, elevados costos de utilización, y un sistema de valuación basado en el índice CONEAT que es perfectible. Aun teniendo en cuenta que la tierra es un activo poco líquido, desde el punto de vista técnico se podrían diseñar formas de financiamiento más eficientes que la utilicen como colateral.

Es bien sabido que las innovaciones financieras son costosas y pueden no ser redituables de encarar en operaciones puntuales. Precisamente, en contextos de este tipo, es que el sector público tiene un espacio para mejorar la capacidad de apalancamiento financiero del sector agropecuario, apoyando la generación de una suerte de “bienes públicos” bajo la forma de innovaciones financieras estandarizadas que sean fácilmente replicables, y estimulen su adopción generalizada por parte de los productores para financiar transformaciones productivas que aumenten la productividad y competitividad de largo plazo del sector

c) Oportunidades del relacionamiento con la agroindustria

Una clave importante para el desarrollo del financiamiento de la inversión es la relación de los productores con la industria que procesa la producción primaria exportable, y en general, con el resto de la cadena de valor. En forestación, por ejemplo, sector en el cual la propia fase primaria requiere de financiamiento de largo plazo, la fase industrial juega un papel explícito y se han generado mecanismos modernos de financiamiento (algunos revisados en el trabajo) para instalar y operar con altos niveles de productividad. Asimismo, en rubros como lechería y arroz, donde la fase industrial desempeña un papel decisivo en la comercialización de la producción, y que se encuentra bien integrada a la fase primaria, se abre la posibilidad de que la industria profundice su contribución a crear las condiciones para el financiamiento de más largo plazo. En este trabajo, se han comentado ejemplos en rubros de cultivos extensivos, soja por ejemplo, donde no hay una fase industrial doméstica tan notoriamente marcada, pero que se han repasado algunos ejemplos puntuales como los proyectos de riego suplementario de escala media a grande. Estos ejemplos, que podrían tomarse como puntos de partida, muestran que se requieren esfuerzos de adaptación a las características propias de cada actividad agropecuaria.

Los desafíos más relevantes radican en la ganadería, la actividad agropecuaria dominante en el Uruguay, cuya articulación con la industria está lejos de ser sinérgica. Es necesario generar condiciones para una demanda de financiamiento para inversiones, sobre todo en la fase primara donde están concentradas las potenciales mejoras de productividad. Pero esta financiación de largo plazo no puede recaer en una banca comercial en que predomina la captación de depósitos a corto plazo, sino que requerirá de unos esquemas específicos de fondeo acordados a proveer créditos consistentes con los plazos de maduración de las inversiones. La existencia de altos precios de exportación y la consiguiente valorización de la tierra ofrecen un marco de solvencia de las empresas que define un escenario propicio para avanzar en esta línea. Este es un punto clave de una agenda pendiente que ofrece oportunidades de inversión de alto impacto en términos de desarrollo productivo a escala nacional.

5.2 Financiamiento de mediano y corto plazo

El segundo tipo de problema de la empresa agropecuaria refiere a la obtención de financiamiento para el capital de trabajo necesario para el ciclo productivo habitual. Estas necesidades, que son específicas por rubro productivo, requieren instrumentos financieros con características idóneas para lograr eficientemente sus objetivos (a un costo adecuado y accesible técnicamente). En Uruguay la malla de productos financieros que se han desarrollado y que están disponibles es razonablemente densa. Este trabajo reafirma esta conclusión, recorriendo ejemplos que contemplan las especificidades de los diferentes rubros productivos, sin perjuicio de que existe espacio para la generación de nuevos mecanismos de financiamiento.

Los préstamos de cadena valor tienen un papel importante en la dinamización de la producción a lo largo de varios rubros agropecuarios. Estos esquemas logran satisfacer una demanda de financiamiento por parte de productores que tienen problemas de acceso al crédito bancario, sea por la falta de activos de garantía, por la percepción de altos riesgos, o por otras barreras de acceso al financiamiento formal.

Su demostrada utilidad y desarrollo es una señal de que el crédito disponible no siempre cumple con los requerimientos de las empresas del sector, ya sea por los intereses, el plazo, la necesidad de períodos de gracia, el ciclo de pago de amortizaciones, independientemente de si se tratan de micro, pequeñas o medianas empresas.

La proliferación de préstamos de cadena de valor, por ejemplo, en cultivos intensivos, extensivos y en lechería, han surgido a la medida de cada rubro y se han ajustado a las particularidades de la demanda de cada cadena. Esto es por un lado una demostración de la capacidad de adaptación de los mecanismos de financiamiento sectorial, pero ilustran también, que el sistema tradicional no es capaz de satisfacerlo completamente.

Los productores lecheros y arroceros se caracterizan por su permanente demanda de financiamiento para el desarrollo normal de su actividad. Las líneas de crédito tradicional implican restricciones en su operativa que dificultan el cumplimiento de las amortizaciones, ya sea por los plazos de los préstamos, por el momento de pago de las amortizaciones, o por la exigencia de garantías. Ambas cadenas han ido resolviendo algunos de estos problemas mediante instrumentos financieros a la medida de sus preferencias y características, y que en algunos casos vienen a resolver problemas puntuales o coyunturales y, en otros, han implicado el desarrollo de productos más duraderos en el tiempo.

A la salida de la crisis de 2002 surgieron los fondos de financiamiento lechero y arrocero para solucionar un problema puntual que el mercado de crédito tradicional no podía satisfacer. Se trató de estructuraciones financieras diseñadas a la medida, inteligentes y exitosas que, sin perjuicio de algunos problemas operativos en su funcionamiento, se evaluaron como positivas y que cumplieron los objetivos, tanto en lo referente a superar las dificultades de corto plazo, como para asegurar la sustentabilidad a largo plazo de las empresas. En la actualidad, a casi 20 años de su creación por un problema financiero coyuntural, existe un fondo lechero y el fondo arrocero ha sido recientemente cancelado, lo cual demuestra la preferencia de los productores para operar a través de esquemas de financiamiento que se adaptan a las características del sector.

Los fondos públicos de garantía creados en 2009, en particular, el SiGa - Pyme, son un instrumento que va en la línea correcta de mitigar alguna de las carencias identificadas. Los sectores lechero y arrocerero, con su alta demanda de créditos y sus dificultades para conformar colaterales, han encontrado en los fondos públicos de garantía un instrumento que, al menos parcialmente, ha satisfecho sus necesidades. Nuevamente, el éxito de estos instrumentos públicos refleja los problemas que enfrentan los esquemas tradicionales de financiamiento para escalar soluciones financieras que puedan ser aprovechadas por los distintos tipos de productores.

5.3. Coberturas de riesgo

Un tercer tipo de problemas de la empresa agropecuaria está vinculado a la cobertura de los riesgos de mercado a los que está expuesta, especialmente riesgos productivos y de precios. Existe un desarrollo saludable del mercado de coberturas para daños climáticos en diferentes cultivos (intensivos y extensivos). Los riesgos climáticos más típicos (exceso de lluvia, sequía, vientos y huracanes, tempestades, heladas, granizo) están cubiertos a través de varios productos y por parte de varias compañías de seguro.

Existen, también, algunas coberturas novedosas como ser los seguros contra riesgo de resiembra y contra riesgo de falta de piso para la cosecha. Los seguros de rendimiento (incipientes aún) existen en cultivos puntuales como soja y maíz, pero puede considerarse que la demanda por estos instrumentos aún está insatisfecha. Por el contrario, la utilización de coberturas de precios en base a derivados es bastante generalizada.

Sin embargo, en la ganadería de carne hay un deber importante en materia de cobertura de riesgos. No existen actualmente coberturas de riesgos de rendimientos o productividad (solo ha habido un piloto de seguro índice de ganadería de cría) y no hay una utilización generalizada de coberturas de riesgo de precio (sólo una incipiente cobertura en base a futuros y opciones sobre novillo gordo). A diferencia de los establecimientos ganaderos de ciclo completo, la segmentación en fases del ciclo productivo ganadero agrega riesgos específicos en cada eslabón productivo, y denotan la ausencia de coberturas en la fase de cría y recría.

6. BIBLIOGRAFÍA

- Ackermann M., A. Díaz. 2020. Fruticultura: situación y perspectivas de la citricultura y los frutales de hoja caduca. Anuario OPYPA 2020. Ministerio de Ganadería Agricultura y Pesca. Montevideo, Uruguay.
- Alfaro, D., C. Conti y C. Troncoso. 2004. “Financiamiento del Sector Agropecuario: Alternativas Existentes vs. Nuevas Oportunidades” IECON – FCEA – UDELAR, Instituto Plan Agropecuario
- Banco Central del Uruguay – BCU. 2019. Memoria Trimestral del Régimen de Jubilación por Ahorro Individual Obligatorio. Nro. 9. Diciembre 2019. Montevideo, Uruguay.
- Banco Central del Uruguay – BCU. 2020. Reporte del Sistema Financiero. Tercer Trimestre de 2020. Montevideo, Uruguay.
- Banco Central del Uruguay – BCU. 2020. Reporte del Sistema Financiero. Segundo Trimestre de 2020. Montevideo, Uruguay.
- Caumont, J. 2010. Financiamiento de la inversión de empresas en general y de micro, pequeñas y medianas empresas en particular: el caso de Uruguay. Serie Financiamiento del Desarrollo No. 229. CEPAL.
- Cortelezzi, A. y A. Díaz, M. Methol. 2019. Sistema de seguros para la granja: modificaciones introducidas y análisis de resultados. Anuario OPYPA 2019. Ministerio de Ganadería Agricultura y Pesca. Montevideo, Uruguay.
- Deloitte. 2012. “Instituto Nacional de la Leche – Elaboración de una propuesta de financiamiento para el sector lechero – Informe Final” Presentación realizada en Febrero de 2012. Montevideo, Uruguay
- Díaz-Bonilla y Fernández-Arias (2019). “Políticas Públicas, Mercados Financieros y el Desarrollo Rural y de Sistema Agro-alimentario en América Latina y el Caribe” LAC Working Paper 2. Washington, DC: International Food Policy Research Institute (IFPRI).
- Dunn de Avila, Jaime. 2019. Mecanismos de financiamiento para pymes a través del mercado de valores: La experiencia internacional y recomendaciones para Uruguay. Oportunidades para el Desarrollo. Banco de Desarrollo de América Latina.
- Duran V., E. Aguirre, J. Baraldo, D. Fuletti, E. Hernández. 2018. Primera evaluación del Programa de Desarrollo Productivo Rural. Anuario OPYPA 2018. Ministerio de Ganadería Agricultura y Pesca. Uruguay
- GIZ 2016. Innovations and Emerging Trends in Agricultural Insurance. Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit (GIZ) GmbH. Disponible en: https://www.giz.de/en/downloads/giz-2016-en-innovations_and_emerging_trends-agricultural_insurance.pdf
- KIT, IIRR y FOROLACFR. 2010. Financiamiento de cadenas de valor: Más allá de las microfinanzas para emprendedores rurales. Royal Tropical Institute, Amsterdam; International Institute of Rural Reconstruction, Nairobi; Foro Latinoamericano y del Caribe de Finanzas Rurales, Lima.
- Larzabal, M. 2019. Activos Alternativos. Presentación realizada el 12 de noviembre de 2019. República AFAP. Uruguay.

- Mello, M. 2018a. Determinants of Leverage Maturity Structure of Uruguayan Non-financial Firms. Documento de Trabajo Nro. 5-2018. Banco Central del Uruguay. <https://ideas.repec.org/p/bku/doctra/2018006.html>
- Mello, M. 2018b. "An Empirical Analysis of the Maturity of Debt Supply in Uruguay" Documento de Trabajo Nro. 6-2018. Banco Central del Uruguay.
- Methol, M., F. Mila y A. Cortelezzi. 2018. Resultados de la prueba piloto del seguro índice NDVI de sequía para ganadería de cría. Anuario OPYPA 2018. Ministerio de Ganadería Agricultura y Pesca. Montevideo, Uruguay
- Methol, M. y A. Cortelezzi. 2020. Políticas de apoyo al desarrollo de los seguros agropecuarios en el marco de la gestión integral del riesgo en el sector. Anuario OPYPA 2020. Ministerio de Ganadería Agricultura y Pesca. Montevideo, Uruguay.
- Tambler, A. y M. N. Ackermann. 2016. Cambios en el IVA aplicado a frutas, flores y hortalizas y en el Fondo de la Granja. Anuario OPYPA 2016. Ministerio de Ganadería Agricultura y Pesca. Uruguay
- Tambler, A., C. Rava, L. Salgado. 2016. Fondos de financiamiento: herramienta de apoyo para los sectores arrocero y lechero. Anuario OPYPA 2016, Ministerio de Ganadería Agricultura y Pesca. Montevideo, Uruguay
- Vidal, M. 2003. El fondo de financiamiento de la actividad lechera (FFAL) y la creación de valor en el sector público. Anuario OPYPA 2003, Ministerio de Ganadería Agricultura y Pesca. Montevideo, Uruguay
- Walker, E. y D. Ferres. 2019. Los Límites de Inversión de las AFAP en Activos Alternativos y las Buenas Prácticas para el Gobierno Corporativo de los Fideicomisos Financieros en Uruguay. Asociación Nacional de AFAP. Montevideo, Uruguay

7. LISTA DE ENTREVISTADOS

Nombre	Institución
Ing. Agr. Jorge Artagaveytia	Instituto Nacional de la Leche (INALE)
Ing. Agr. Gabriel Bagnato	Instituto Nacional de la Leche (INALE)
Ing. Agr. Gabriel Bascou	La Cámara de Comercio de Productos Agroquímicos del Uruguay (CAMAGRO)
Cr. José Luis Rial	Cooperativa Nacional de Productores de Leche (Conaprole)
Dra. Adriana Rodríguez	Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU)
Ing. Agr. Adrián Tambler	Oficina de Programación y Política Agropecuaria, Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca (OPYPA, MGAP)
Cr. Santiago Hernández	AFAP Sura
Lic. Adm. Cecilia Casulo	Cámara Uruguaya Fabricantes de Maquinaria Agrícola
Ec. Martín Larzabal	República AFAP