



Desarrollo del sistema financiero para el sector agropecuario de Uruguay.¹

Fernández-Arias, Eduardo²

Rosas, Francisco

Universidad ORT Uruguay
Centro de Investigaciones Económicas - CINVE

Enero 2022

Abstract

Este trabajo produce información actualizada y analiza el mercado financiero agropecuario de Uruguay con el objetivo de contribuir a mejorar las políticas e instituciones responsables de su desarrollo eficiente. Se repasan las principales características del entorno macrofinanciero que son relevantes para el desempeño del sector financiero vinculado al agro. Se caracteriza el perfil de créditos al sector agropecuario y su evolución, se detallan las instituciones financieras relevantes. Se repasan otros arreglos institucionales importantes como los fideicomisos financieros, los fondos de financiamiento y los fondos de garantía. Luego, se describen los productos financieros como el crédito tradicional, principal instrumento de financiamiento del sector, así como los fondos de garantía, contratos de leasing, préstamos de cadena de valor, e instrumentos para captación de ahorro basados en fideicomisos financieros. Luego, se analizan las principales políticas públicas tendientes a desarrollar al sector financiero agropecuario, como las leyes de Promoción de Inversiones, de Inclusión Financiera, de fideicomisos financieros, y de fondos de garantía, así como aquellas sectoriales impulsadas y administradas principalmente desde el Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca. Finalmente, se concluye con una serie de reflexiones para el desarrollo del financiamiento del sector agropecuario que pueden ser útiles para el debate de políticas.

Palabras clave: productos financieros, instituciones financieras, políticas de financiamiento, sector agropecuario.

Documento de Investigación, Nro.130, enero 2022. Universidad ORT Uruguay.
Facultad de Administración y Ciencias Sociales. ISSN 1688-6275.

¹ Este trabajo fue financiado por USAID a través de IFPRI bajo el programa ReSSAKS-LAC. Agradecemos los valiosos comentarios de Eugenio Díaz-Bonilla y Fernando Lorenzo.

² Eduardo Fernández-Arias es consultor internacional independiente. Previamente trabajó en el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Mundial.

Contenido

RESUMEN EJECUTIVO EXTENDIDO.....	5
A. Macrofinanzas	5
B. Instituciones Financieras.....	6
C. Productos financieros	7
D. Políticas públicas.....	10
E. Reflexiones finales para el diálogo de políticas.....	13
1. INTRODUCCIÓN.....	17
2. EL MARCO MACROFINANCIERO Y REGULATORIO	18
3. INSTITUCIONES FINANCIERAS.....	26
3.1. Bancos estatales y privados	27
3.2. Empresas Administradoras de Crédito	31
3.3. Cooperativas de Intermediación Financieras.....	32
3.4. Otros arreglos institucionales.....	32
3.4.1. Fideicomisos financieros.....	33
3.4.2. Fondos de garantía de propiedad del Estado.....	35
3.4.3. Fondos de financiamiento.....	36
3.5. Aseguradoras	37
4. PRODUCTOS FINANCIEROS.....	39
4.1. Instrumentos de Crédito Tradicional.....	39
4.1.1. Bancos comerciales.....	40
4.1.2. Cooperativas de ahorro y crédito y Entidades financieras de crédito al consumo.....	42
4.1.3. Crédito tradicional por tipo de institución financiera.....	42
4.1.4. Ejemplos de crédito tradicional específicos al sector lechero.	43
4.2. Fondos públicos de garantía.....	44
4.3. Arrendamiento o alquiler con opción a compra (leasing)	46
4.4. Préstamos de Cadena de Valor	46
4.4.1. Ejemplo 1. Proleco Cooperativa de Ahorro y Crédito de Capitalización.....	48
4.4.2. Ejemplo 2. Prolesa – Productores de Leche S.A.	49

4.4.3.	Ejemplo 3. Fondo de Financiamiento de Establecimientos Lecheros FFIEL, de Conaprole	49
4.4.4.	Ejemplo 4. Financiamiento de escritorios rurales para compra de vaquillonas lecheras	50
4.5.	Fondos de inversión agropecuarios	51
4.6.	Fideicomisos Financieros.....	53
4.7.	Instrumentos basados en sistemas de capitalización para canalizar fondos al sector agropecuario.....	57
4.8.	Obligaciones Negociables.....	59
4.9.	Fondos de financiamiento	60
4.9.1.	Ejemplo 1: Fondo de Financiamiento de la Actividad Lechera.....	60
4.9.2.	Ejemplo 2: Fondo de Financiamiento de la Actividad Arrocera.....	63
4.9.3.	Ventajas y desventajas.....	64
4.10.	Seguros agropecuarios	66
4.11.	Servicios de pago y captación de ahorro tradicional	68
4.11.1.	Bancos comerciales.....	68
4.11.2.	Cooperativas de ahorro y crédito y Entidades financieras de crédito al consumo	69
4.11.3.	Red de cajeros automáticos.....	69
4.11.4.	Red de Cobranzas y Pagos.....	70
4.11.5.	Ley de Inclusión Financiera, Ley N 19.210	71
5.	POLITICAS PÚBLICAS.....	72
5.1.	Ley de Promoción de Inversiones y Exportaciones	72
5.2.	Fideicomisos Financieros.....	74
5.3.	Sistemas de Garantía (SiGa).....	74
5.4.	Fondos de financiamiento para el sector lechero y arrocero.....	75
5.5.	Fondos gestionados por el MGAP	76
5.5.1.	Desarrollo y Adaptación al Cambio Climático (DACC)	76
5.5.2.	Ganaderos Familiares y Cambio Climático (GFCC).....	76
5.5.3.	Programa de Desarrollo Productivo Rural (PDPR)	77
5.5.4.	Fondo de Fomento de la Granja (ex - Fondo de Reconstrucción y Fomento de la Granja FRFG)	77
5.5.5.	Fondo de Desarrollo Rural (FDR)	78

5.5.6.	Fondo Agropecuario de Emergencias (FAE)	79
5.6.	Políticas relacionadas a seguros agropecuarios.....	79
5.7.	Ley de Inclusión Financiera	81
6.	REFLEXIONES FINALES PARA EL DIÁLOGO DE POLÍTICAS.....	82
7.	REFERENCIAS.....	94
8.	LISTA DE ENTREVISTADOS.....	97
9.	ANEXO.	98
9.1.	Fideicomisos Financieros, ejemplos.....	98
9.2.	Ejemplo 1. Fideicomisos Públicos en el Sector Forestal	98
9.3.	Ejemplo 2. Fideicomisos Públicos de Arrendamiento de Tierras: Fideicomiso Financiero de Tierras del Litoral.....	99
9.4.	Ejemplo 3. Fideicomisos Públicos de Arrendamiento de Tierras: Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas.	99
9.5.	Ejemplo 4. Fideicomisos de oferta privada en ganadería.....	100
9.5.1.	A. Fideicomiso Ganadero BROU.....	101
9.5.2.	B. Fideicomiso Ganadero UnSiglo (Valdez y Cía).....	101
9.5.3.	C. Ganadería Tres Millones (GTM).....	101

RESUMEN EJECUTIVO EXTENDIDO

Presentamos en forma resumida las principales conclusiones que surgen del trabajo, organizados de acuerdo a la estructura del informe final.

A. Macrofinanzas

1. El sistema financiero goza de una destacada solvencia, transparencia, y está debidamente regulado y monitoreado.
2. Existe una alta participación de la banca estatal que alcanza una participación del 40,8% del volumen de negocios de toda la banca nacional.
3. Los créditos al sector no financiero en Uruguay han ido aumentando a lo largo de los últimos 15 años, permaneciendo relativamente estables a partir de 2015.
4. El sector agropecuario recibe aproximadamente el 16% de dichos créditos y, exceptuando las familias, es el sector al que se canaliza el mayor volumen de créditos.
5. El crédito total ha acompañado el crecimiento de la economía desde 2005 a la actualidad. Hasta 2011 el crédito al sector agropecuario como proporción de su propio PBI registró el mismo comportamiento que el crédito total, sin embargo desde fines de 2011 y hasta 2015, el crédito agropecuario ha crecido a mayor ritmo que su PBI. Esto se debió a un enlentecimiento del PBI agropecuario a raíz del fin del ciclo de crecimiento de los precios de los commodities y de eventos climáticos adversos que afectaron los cultivos principales. Desde 2015, el crédito agropecuario ha evolucionado al mismo ritmo que su propio PBI.
6. Como proporción de su PBI, el sector agropecuario tiene un endeudamiento muy superior a los demás sectores de actividad (80%): más del doble que los sectores con proporción más alta y cuatro veces más que el total de la economía.
7. El crédito agropecuario se compone en una alta proporción de créditos de la banca estatal que actualmente alcanza el 43%.
8. La alta dolarización del sistema financiero también se traduce al perfil de créditos al sector agropecuario, donde el predominio de los préstamos nominados en dólares americanos, llegan a más del 98%.
9. El mercado crediticio se caracteriza por prestar a plazos medianos extremadamente cortos, y el sector agropecuario es de los que tiene créditos con plazos más largos, que en moneda extranjera son de aproximadamente 3 meses y medio (77 días).
10. Los créditos en Unidades Indexadas, sin bien son a plazos significativamente mayores, aún tienen un peso significativamente bajo.
11. La emisión de valores de oferta pública tiene a los fideicomisos financieros como un instrumento de alta relevancia (7,4% del circulante total), pero las obligaciones negociables y las acciones tienen menor peso relativo (menor al 2%)

conjuntamente). Los fideicomisos financieros son un instrumento de uso generalizado en el sector agropecuario.

B. Instituciones Financieras

12. El BROU es prácticamente el único banco estatal que está vinculado al sector agropecuario. Incluso en la financiación de compra de tierras.
13. El BROU opera con todos los sectores de actividad de la economía, aunque el sector agropecuario representa una parte importante de su cartera de créditos.
14. Uruguay no cuenta con bancos estatales con orientación exclusivamente agropecuaria, ni con bancos domésticos de desarrollo, ni bancos regionales. La escala del mercado financiero uruguayo puede ser una de las razones.
15. El BROU, dentro de su lógica comercial, en algunos casos puntuales cumple un rol de banco de desarrollo orientado hacia el sector agropecuario.
16. El BROU compite en el mercado en igualdad de condiciones con los bancos privados.
17. Cuatro bancos abarcan el 87% del total de activos de los bancos privados. Sumado a la alta porción de mercado del BROU, Uruguay se caracteriza por una alta concentración en pocos bancos comerciales.
18. Los bancos comerciales estructuran el relacionamiento con sus clientes en empresas (o banca corporativa) y personas (o banca de personas), y abandonaron el modelo más tradicional basado en divisiones sectoriales.
19. Los bancos comerciales de Uruguay tienen una distribución geográfica que, si bien no es homogénea, cubre todo el territorio nacional.
20. Uruguay no cuenta con bancos comunitarios o bancos comunales, siendo la banca comercial de alcance nacional quien realiza la cobertura en todo el territorio.
21. Las Empresas Administradoras de Crédito y las Cooperativas de Intermediación Financieras son actores relevantes en el otorgamiento de créditos, y si bien su núcleo de negocios está en los préstamos al consumo (familias) también financian productores agropecuarios, fundamentalmente productores familiares.
22. Existe un sistema estatal de fondos de garantía. Permite a los beneficiarios acceder a una garantía para tomar créditos, cuando ésta no es posible de ser proporcionada de acuerdo a los requerimientos de la institución financiera (generalmente un banco comercial). El Sistema Nacional de Garantías para empresas (SiGa) está regulado por el Banco Central.
23. Surgido como consecuencia de la crisis económica de 2002, el Estado creó los fondos de financiamiento (lechero y arrocero) con la finalidad de proveer crédito de una manera más sencilla, accesible, y menos burocrática a estos sectores que entre otros problemas y al igual que otros sectores de actividad, tenían un difícil acceso al crédito para toda la producción y una posición de endeudamiento muy comprometida.

24. Con el tiempo, los fondos se han ido renovado, ya sea una vez que se ha repagado completamente el anterior, o bien solapado con éste. Cada renovación ha ocurrido por diferentes razones y asociada a coyunturas diferentes.
25. El mercado de seguros en Uruguay se caracteriza por la presencia de un importante número de empresas (16), tanto públicas como privadas; sin embargo, el peso de la aseguradora estatal (Banco de Seguros del Estado) es significativamente alto (por ejemplo, representa el 88% de los activos).
26. Los seguros correspondientes al sector agropecuario representan una porción baja del total del mercado (2%), explicado principalmente porque otros sectores (previsionales, trabajo, vehículos, vida) tienen una mayor importancia significativa. Parte de ello está explicado en que estos últimos tienen coberturas que son de carácter obligatorio.
27. A pesar de esta baja participación, la cobertura existente, por ejemplo, en términos de riesgos, rubros y modalidades, es amplia.

C. Productos financieros

28. El principal instrumento de crédito de los bancos comerciales son los préstamos a tasa fija o variable, moneda local o extranjera, plazos de entre 3 meses y 10 años, amortizables en cuotas iguales y regulares, o con pago total al final del plazo (lump sum).
29. Existen otros instrumentos de financiamiento como créditos en cuenta corriente; cartas de crédito para importar; descuentos de cheques y de facturas de ventas; avales y garantías; leasing para vehículos y otros insumos; *factoring*; créditos prendarios e hipotecarios.
30. Los bancos comerciales (estatales y privados considerados conjuntamente) son los principales oferentes de crédito al sector agropecuario.
31. A su vez, el sector agropecuario es el mayor demandante de créditos de todos los sectores de actividad (15%), luego de las familias (39%).
32. El sistema uruguayo se caracteriza por tener plazos de crédito tradicional promedio significativamente bajos.
33. Los bancos comerciales, apuntando a la educación financiera de sus clientes, exigen más frecuentemente para otorgar créditos, la formulación de proyectos de inversión.
34. El sector lechero, importante demandante de créditos, tiene un conjunto de instrumentos de crédito específicamente diseñados (Tambo joven, microfinanzas, entre otros), que buscan atender sus particularidades y que no son satisfechas por instrumentos de crédito tradicional.
35. La creación por parte del Estado del Fondo Nacional de Garantías (SiGa), permite a los productores acceder más fácilmente a una garantía para tomar créditos.
36. SiGa administra dos fondos específicos vinculados al sector agropecuario: el FOGALE para el sector lechero y FGAS para el sector arrocero.

37. Los bancos comerciales otorgan *leasing* no solo para la adquisición de vehículos utilitarios, sino también para diferentes insumos como maquinaria, incorporación de nueva tecnología, e instalaciones. Los leasings tienen un uso muy extendido en el sector agropecuario.
38. Los préstamos de cadena de valor en el sector agropecuario típicamente ocurren cuando los productores rurales establecen contrato con empresas agroindustriales con mayor formación, que acceden a financiamiento, y éstas luego brindan el crédito a los productores rurales.
39. Dos ejemplos de préstamos de cadena de valor son las empresas proveedoras de insumos productivos y las empresas fabricantes o proveedoras de maquinaria e implementos agrícola.
40. Desarrollamos a su vez, otros 4 ejemplos de préstamos de cadena de valor en el sector lechero, cada uno con particularidades interesantes: Proleco, Prolesa, Fondo de Financiamiento de Establecimientos Lecheros - FFIEL, y venta conjunta de vaquillonas mediante consignatarios de ganado, que también buscan levantar algunas de las restricciones que les implica el crédito bancario tradicional.
41. Los fondos de inversión son otro instrumento de captación de ahorro proveniente principalmente desde fuera del sector. Si bien en Uruguay los fondos de inversión en el sector agropecuario no suelen ser muy comunes, destacamos sus principales características.
42. Tienden a centrarse en operaciones agropecuarias comerciales relativamente grandes. Tienden a utilizar tecnología financiera para su administración como mitigación de riesgos, diversificación geográfica (en el país pero también en la región), diversificación, e instrumentos financieros de manejo de riesgo (ventas a futuro, contratos forward, opciones).
43. Detallamos una propuesta de Fondo de Inversión Cerrado (FIC) que busca promover el crédito de pequeñas y medianas empresas. Desarrollamos las ventajas y desventajas y su potencial aplicación en el sector agropecuario.
44. Las obligaciones negociables han tenido un desarrollo relativamente bajo en el Uruguay, siguiendo la tónica del desarrollo de todo el mercado de valores del país, con emisiones limitadas a empresas de relativo gran porte. De las 15 emisiones vigentes, solamente 3 de ellas están vinculadas al sector agropecuario.
45. El fideicomiso financiero es un vehículo que permitió y viabilizó la realización de un significativo número y variedad de alternativas de inversión, incluyendo el sector agropecuario.
46. Las administradoras de fondos de ahorro previsional (AFAPs) han sido importante dinamizadoras de los fideicomisos financieros (incluyendo en el agro) por el alto volumen de fondos aplicados en este tipo de instrumentos.
47. Describimos 4 ejemplos de fideicomisos financieros privados en ganadería. Si bien tienen pequeñas variantes, su funcionamiento es similar. El productor concreta una operación crediticia con el banco para la compra de ganado, y traspasa al Fideicomiso la propiedad de los semovientes. El comprador continúa a cargo del

- manejo y gestión del ganado (no está previsto el involucramiento del Fideicomiso o del banco en la gestión del activo). Llegado el momento de la venta del ganado, el productor deberá tener la autorización del fideicomiso.
48. Describimos 3 ejemplos de fideicomisos públicos: Fideicomisos Públicos en el Sector Forestal; Fideicomiso Financiero de Tierras del Litoral; Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas. Todos tienen un rol destacado de las AFAPS.
 49. Presentamos 4 ejemplos de instrumentos para canalizar inversión de agentes privados. Los fondos captados también pueden provenir de fuera del sector agropecuario. Se basan en distintas variantes de los sistemas de capitalización (un inversor aporta el capital para la compra del ganado que queda a su nombre, y el dueño de la tierra aporta el campo donde se mantiene el ganado), y algunos de ellos se estructuran como fideicomisos financieros.
 50. Los fondos de financiamiento surgen con la finalidad de proveer crédito de una manera sencilla, accesible, y menos burocrática a productores lecheros y arroceros. Surgió como consecuencia de los efectos de la crisis económica de 2002.
 51. Resumidamente, surgen a partir de la identificación de un flujo de fondos securitizable en el sector lechero y arrocero, y de que una institución financiera estuviera interesada en aportar financiamiento a cambio de un retorno. Los productores reciben los fondos, cancelan sus obligaciones, y van pagando regularmente su contribución pecuniaria que surge de ese fondo securitizado.
 52. Las claves de cada fondo se describen en el trabajo.
 53. Las instituciones que los financian lo evalúan positivamente porque tuvieron un buen balance entre rentabilidad y riesgo, con tasas cercanas al valor de mercado, se mitiga el riesgo de cobro, y reciben un pago único en los momentos acordados.
 54. Para los productores es una forma conveniente de acceso a financiamiento en condiciones usualmente menos engorrosas y económicamente más beneficiosas que el crédito tradicional. No deben presentar balances ni garantías.
 55. Su funcionamiento implica un sistema solidario, que tiene algunas desventajas. Todos los productores activos realizan su contribución pecuniaria, incluso los que ingresaron al rubro luego de creado el fondo y por tanto no accedieron a financiamiento. Los productores que aumentaron su escala en el período tienen contribuciones pecuniarias crecientes pero el monto recibido de financiamiento es comparativamente menor.
 56. Algunos actores critican que sobre todo los últimos 2 fondos tanto arrocero como lechero se sobre utilizaron y no eran necesarios, dada la situación más favorable que se encontraba el país.
 57. La penetración de seguros en el sector agropecuario es aproximadamente 1% del PBI agropecuario, nivel similar al de la Unión Europea y alto en una comparación más global.
 58. Presentamos detalladamente los riesgos cubiertos en los rubros forestación, cultivos extensivos, granja, ganadería, así como riesgos transversales a estos rubros.

59. Uruguay no escapa a la tendencia global de surgimiento de seguros en base a índice y presentamos tres productos que se implementaron en Uruguay: i) Seguro índice de sequía para Soja basado en el Índice de Porcentaje de Agua Disponible (PAD) de INIA; ii) Seguro de índice exceso de lluvia en hortalizas (Departamentos de Montevideo y Canelones); iii) Piloto (2015-2017) de Seguro índice para Productores Ganaderos basado en el Índice de Vegetación Normalizado.
60. Los principales servicios de pago y de captación de ahorro tradicional son brindados por los bancos comerciales, Cooperativas de ahorro y crédito, y las Redes de Cobranzas y Pagos.
61. La Ley de Inclusión Financiera, que establece que el pago de haberes a trabajadores y jubilados debe realizarse a través de una cuenta bancaria o de dinero electrónico, implicó la bancarización de trabajadores formalizados, incluyendo a trabajadores rurales.
62. La red de cajeros automáticos y la Red de Cobranzas y Pagos contribuyeron a que los servicios de pago y de captación de ahorro puedan realizarse en todo el territorio nacional, especialmente trabajadores rurales residiendo en zonas alejadas.

D. Políticas públicas

63. Uruguay cuenta con un marco legal de promoción de inversiones y exportaciones (Ley de Promoción de Inversiones) que declara de interés nacional a la promoción y protección de inversiones realizadas por inversores tanto nacionales como extranjeros en el territorio nacional, y otorga una serie de beneficios fiscales generales para todas las inversiones comprendidas y otros beneficios para inversiones específicas. A su vez, garantiza la libertad para transferir al exterior capitales y utilidades en cualquier moneda.
64. Esta Ley se apoya en la Comisión de Aplicación de la Ley de Inversiones (COMAP) que se encarga de evaluar los proyectos para determinar el porcentaje de exoneración del IRAE, según el puntaje obtenido en una matriz de objetivos e indicadores (generación de empleo, aumento de exportaciones, descentralización, producción más limpia, inversión en investigación y desarrollo, indicador sectorial).
65. Los fideicomisos financieros se han tornado en un vehículo financiero de uso sumamente extendido en Uruguay para la estructuración de los más diversos negocios. Si bien la aprobación de la ley que los crea no constituye una política pública en sí, han existido una serie de acciones del Estado para crear instrumentos financieros que han contribuido a su desarrollo.
66. El sector agropecuario no ha sido una excepción, y los fideicomisos financieros han sido un vehículo que ha contribuido significativamente al desarrollo del sector financiero rural. En la sección de Productos Financieros desarrollamos una serie de instrumentos que utilizan este vehículo.

67. Las AFAPs han sido un importante dinamizador de este instrumento canalizando importantes flujos de financiamiento a varios sectores de actividad, incluido el agropecuario. Sin perjuicio de las restricciones de estos inversores institucionales para manejar su portafolio, la normativa bancocentralista aun impone algunos desafíos para que las AFAPs puedan continuar incrementando su cartera en estos activos (límite de exposición en activos alternativos de un mismo sector de actividad, tope de inversiones de una misma AFAP en un fideicomiso financiero, y tope de participación en una empresa privada).
68. Otra política pública que contribuye al desarrollo del sistema financiero del país es la creación del Sistema Nacional de Garantías para empresas (SiGa), que se constituye para contribuir a solucionar el problema de acceso a garantías de crédito por parte de micro, pequeñas y medianas empresas, otorgando mayor confianza al mercado financiero y al sistema bancario en particular.
69. Los fondos de financiamiento constituyeron una política pública que buscaba un objetivo específico de resolver una problemática concreta en un momento particular. Además del apoyo explícito del Estado en su constitución, también se destaca el aporte de fondos públicos. Por ejemplo, el BROU tomaba los (depreciados) bonos del tesoro a su valor nominal cuando se utilizaban para cancelar deuda en los primeros fondos, y cubrir con el Tesoro Nacional los intereses del financiamiento de AFAPs y bancos comerciales cuando se constituyeron fondos posteriores.
70. La creación de los fondos de financiamiento, combinado con los fideicomisos financieros que fue el vehículo que se utilizó para estructurarlos, y la normativa (topes) que permite a las AFAPs invertir en estos activos alternativos reales, constituye un ejemplo en el que confluyen varias políticas públicas para impulsar un objetivo particular.
71. Presentamos a continuación una serie de programas y fondos creados y gestionados en la órbita del MGAP que se vinculan directamente con el desarrollo del sistema financiero agropecuario.
72. El Proyecto Desarrollo y Adaptación al Cambio Climático (DACC), surgido por dos préstamos del Banco Mundial (USD 59 y USD 48 millones) financia inversiones de productores rurales familiares y medianos que reduzcan la vulnerabilidad y promuevan la adaptación al cambio climático (diversificación productiva, riego, almacenamiento y uso eficiente de agua, incorporación de genética animal, asistencia técnica, entre otros). También financia estrategias asociativas.
73. El Proyecto Ganaderos Familiares y Cambio Climático (GFCC/AF), conformado con una donación no reembolsable de USD 10 millones del Fondo de Adaptación (Protocolo de Kyoto), financia inversiones a productores familiares ganaderos, individuales o asociativas, tendientes a disminuir la vulnerabilidad y aumentar la resiliencia a las sequías y a la variabilidad climática. Entre otros, se han financiado la

- producción de forraje para el ganado, generación de agua para abrevadero de ganado y construcción de sombra y abrigo para el ganado.
74. El Programa de Desarrollo Productivo Rural (PDPR) surge de un préstamo del BID por USD 24 millones y apunta a otorgar subsidios parciales para la incorporación y adaptación de tecnología destinadas a mejorar la producción predial.
 75. El Proyecto GFCC, el proyecto DACC, el proyecto PDPR tienen como modalidad más extendida de financiamiento a productores individuales, que éstos presentan un proyecto alineado con los objetivos de la convocatoria y reciben un monto no reembolsable de un máximo de aproximadamente USD 8 mil, con una contrapartida propia no inferior al 20% de lo recibido. El MGAP a través de sus unidades ejecutoras monitorea la ejecución y seguimiento de la inversión predial.
 76. Desde su constitución en 2013 hasta diciembre de 2020, estos proyectos han financiado aproximadamente 13.500 beneficiarios en convocatorias a productores individuales por un total de USD 73 millones y aproximadamente USD 20 millones en estrategias asociativas y proyectos de fortalecimiento institucional.
 77. El Fondo de Fomento de la Granja consta con un financiamiento de Rentas Generales de aproximadamente USD 10 millones y tiene entre sus objetivos, financiar y amortizar deudas bancarias contraídas por los productores por, y antes de, la crisis económica de 2002, establecer un sistema de garantías para acceso a crédito, gestión de riesgos climáticos, indemnizar o financiar costos asociados a desastres climáticos no cubiertos por los sistemas de seguros.
 78. El Fondo de Desarrollo Rural se crea en 2011 con objetivos amplios en torno al desarrollo rural, como ser, entre otros, promover inversiones en infraestructura predial, establecer apoyos diferenciales para atender los riesgos que no estén cubiertos por otros planes, financiar planes de producción responsable para la sostenibilidad de los recursos naturales, la biodiversidad, y la adaptación al cambio climático, así como financiar asistencia técnica integral, extensión y capacitación. El fondo se apoya en el sistema de registro voluntario de productores familiares, siendo indispensable pertenecer y no tener obligaciones pendientes, para recibir los apoyos respectivos.
 79. El Fondo Agropecuario de Emergencia (FAE) es administrado por el MGAP, quien determina la modalidad de los apoyos, recibiendo asesoramiento de otras instituciones del Estado. El fondo ha canalizado la ayuda mediante deferentes modalidades según la época y según el tipo de emergencia climática (provisión directa de forraje para el ganado canalizado a través de cooperativas y asociaciones de productores rurales, transferencias en efectivo a ser utilizadas exclusivamente para la compra de forraje y suplementos, y exoneración o descuento de tasas de interés en el financiamiento de compra de estos productos).
 80. La Ley de Inclusión Financiera de 2015 constituyó una política pública de suma relevancia pues implicó darle acceso a servicios financieros a una gran porción de la población, mediante exigir que el pago de sueldos, honorarios, pasividades, beneficios sociales y otras prestaciones, debe realizarse a través de una cuenta bancaria o de

dinero electrónico. En particular, los sujetos obligados del sector formal accedieron a una cuenta corriente bancaria y sus servicios financieros asociados: tarjeta de débito y crédito, capacidad de realizar depósitos, recibir y enviar transferencias de dinero electrónico, y mayor facilidad para acceso al crédito bancario.

81. Entre 2014 y 2018 se emitieron más de 1,3 millones de tarjetas de débito o instrumentos de dinero electrónico (notar que la población mayor de 14 años, que son quienes pueden ser titulares de dichos instrumentos, es de aproximadamente 2,5 millones de personas). Las compras con tarjeta de débito pasaron de alrededor de 1 millón de operaciones por mes en 2014 a cerca de 18 millones mensuales en agosto de 2019, y también han crecido en mayor proporción que las compras con tarjeta de crédito. Los retiros de efectivo, que venían creciendo desde 2010, se han estancado a partir de 2017 tanto en montos como en cantidad de operaciones, y como contracara, las transferencias electrónicas de dinero han crecido significativamente; pasaron de ser menos de 1 millón en 2014 a ser más de 8 millones de operaciones en 2018, y en montos fueron 4.5 veces mayor.
82. Desde 2002, se viene aplicando una política de subsidio a las primas de seguro en el sector granjero, gestionado desde el Fondo de Fomento de la Granja. El sistema se basa en la llamada “hectárea equivalente” que permite agregar áreas de producción granjera con diferentes cultivos caracterizados por distinta intensidad de inversión en capital y costo de producción. Fruto de esta política de subsidios, de otros apoyos, así como del trabajo conjunto de diversos actores del sector, la penetración de los seguros en la granja pasó del 10% en 2002 a 40% en 2019. Este comportamiento es dispar según el tipo de cultivo (frutales de hoja caduca, invernáculos y horticultura de campo).
83. El MGAP en convenio con el BSE ofrecen un seguro índice de exceso hídrico en cosecha (basado en un índice de lluvias para los meses definidos) restringido a una serie de regiones específicas (Canelones, Montevideo, La Escobilla en Florida y Salto) y para el cultivo de hortalizas de campo.
84. El MGAP en convenio con otras instituciones del sector, entre 2015/16 y 2017/18, llevó adelante una prueba piloto de un seguro de índice para la ganadería de cría. El seguro cubría el costo incremental de suplementación del ganado durante la primavera y verano, período determinante en la suplementación del ganado.

E. Reflexiones finales para el diálogo de políticas

85. El sistema financiero para el desarrollo agropecuario de Uruguay ha evolucionado en forma parcialmente exitosa a través de adaptaciones del mercado e intervenciones de política orientadas a resolver problemas específicos, pero no necesariamente a través de un desarrollo integral de resolución de fallas de mercado.
86. Un primer tipo de problema de la empresa agropecuaria refiere a la obtención del capital de trabajo para financiar el ciclo productivo habitual. La malla de productos

- financieros es razonablemente densa y adaptada a las necesidades de cada rubro, sin perjuicio de que existe espacio para la generación de nuevos mecanismos de financiamiento.
87. Otro tipo de problema refiere al financiamiento de la inversión, y aquí es necesario un mayor desarrollo. Se requieren instrumentos de financiación a los plazos extendidos de las inversiones y que faciliten el cambio tecnológico y de modelos de producción que permitan mantener una productividad elevada a largo plazo. En este caso, la malla de productos financieros es mucho menos densa.
 88. Una clave importante para entender el desarrollo del financiamiento de la inversión de la fase primaria es la relación que mantiene con la industria. La situación es marcadamente distinta en la forestación, cultivos extensivos, arroz, lechería y ganadería de carne, ésta última con mayores deficiencias. Esto ha determinado, en parte, el surgimiento o ausencia de esquemas adecuados de financiamiento.
 89. Esta financiación de largo plazo no ha podido recaer en una banca comercial con escasa capitalización. Los mecanismos de estructuración financiera que hagan buen uso de la alta solvencia del sector agropecuario (tierra como colateral), son una alternativa saliente. Este es un punto clave de la agenda pendiente.
 90. Finalmente, un tercer tipo de problemas de la empresa agropecuaria es la cobertura de los riesgos productivos (seguros) y de precios a los que está expuesta. La realidad es muy dispar.
 91. En cultivos intensivos, predominan las coberturas de riesgos climáticos, pero no así las coberturas de precios. Una situación similar se observa en cultivos extensivos, aunque se destaca que las coberturas de precios son frecuentes, aunque más bien concentradas en el cultivo de soja, y no así en otros cultivos. Coberturas de precios en otros rubros como arroz, cebada y lechería vienen dadas por su relación con la fase industrial.
 92. En ganadería de carne hay un vacío importante en materia de cobertura de ambos tipos de riesgos. Hay solamente iniciativas que o bien son incipientes o se han discontinuado. En la ganadería de cría esto es particularmente determinante. Asimismo, la segmentación en fases del ciclo productivo ganadero agrega riesgos específicos en cada eslabón productivo.
 93. Las debilidades y carencias del sistema financiero para el desarrollo agropecuario reflejan fallas de mercado que requieren intervenciones de política pública. Este trabajo contribuye al diagnóstico necesario para el desarrollo de esa agenda de políticas.
 94. Un interrogante que requiere mayor análisis es si la escasez de financiamiento bancario de largo plazo es un problema de oferta o demanda, y por qué la tierra no juega un papel más preponderante como colateral.
 95. Los fideicomisos financieros han sido el vehículo por el que se ha canalizado la mayor parte del financiamiento agropecuario de largo plazo. Pero ¿es el instrumento más adecuado en términos de eficiencia financiera?

96. Las AFAPs han jugado un papel muy relevante en este sentido y han sido agresivas a la hora de financiar proyectos agropecuarios de largo plazo mediante este tipo de vehículos.
97. Otros instrumentos financieros como obligaciones negociables y fondos de inversión no han tenido una penetración significativa para el financiamiento de largo plazo.
98. El régimen simplificado de emisión de valores creado por ley en 2016 puede ser un mecanismo a impulsar para la inclusión de pymes en el mercado de valores. También, la creación de Fondos de Inversión Cerrados (FIC) es otra alternativa para promover el financiamiento de las pymes mediante el mercado de valores.
99. La estructuración financiera es un instrumento que puede contribuir con la generación de diferentes vehículos que permitan financiamiento de transformaciones productivas profundas. El valor de la tierra otorga la ventaja de contar con un muy alto nivel de capitalización (colateral). Las políticas públicas pueden tener un rol clave generando bienes públicos en la forma de innovaciones financieras que sean homogéneas y replicables, y más fácil y generalizadamente adoptables por los productores.
100. Los préstamos de cadena de valor tienen una penetración significativa pero diversa según el rubro productivo. Su demostrada y generalizada utilización en varios rubros es un por un lado una demostración de madurez y adaptabilidad del sistema financiero, pero es al mismo tiempo una señal de que el crédito tradicional disponible no siempre cumple con los requerimientos 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.
101. El sector arrocero y lechero se destacan por su constante y particular requerimiento de crédito. Dichos sectores lo han ido resolviendo mediante instrumentos financieros a medida y adaptados a las características buscadas; algunos casos vienen a resolver problemas puntuales o coyunturales y otros, se han convertido en productos más duraderos en el tiempo. Surge la interrogante de si es posible un esquema de financiamiento que esté menos atomizado en términos de productos y con menos instituciones involucradas. ¿Cuánto se está renunciando en eficiencia en el mercado financiero y qué costos tiene a lo largo de dichas cadenas?
102. Han surgido un conjunto de alternativas de inversión, principalmente en el rubro ganadero, que buscan captar ahorro de inversionistas que no necesariamente pertenecen al sector. Son instrumentos basados en sistemas de capitalización que típicamente involucran a varios inversores aportando capital, y en general utilizan el vehículo del fideicomiso financiero. Más allá de lo novedoso de estas estructuraciones financieras, evidencian una carencia de los mecanismos más clásicos para captar ahorro (sistema bancario tradicional, mercado de valores).
103. Los fondos de financiamiento del sector lechero y arrocero surgieron con la finalidad de proveer crédito de una manera más sencilla, accesible, y menos

burocrática a productores a la salida de la crisis de 2002. Pero este instrumento se fue manteniendo en el tiempo mediante la creación de sucesivos fondos en ambos rubros. En la actualidad, o sea casi 20 años después de su creación por un problema financiero coyuntural, existe un fondo lechero y un fondo arrocerero más allá de que se encuentran en proceso de cancelación. Esto evidencia, en parte, que el mercado financiero, mediante sus instrumentos tradicionales no logra ser suficientemente competitivo o atractivo para satisfacer esa demanda de financiamiento, mismo luego de haber salido de la crisis.

1. INTRODUCCIÓN

Este documento es una exploración piloto del marco propuesto por Díaz-Bonilla y Fernández-Arias (2019) como parte del programa de trabajo desarrollado por IFPRI para la preparación de estudios de país sobre el financiamiento del sector rural. Este marco de investigación fue diseñado para guiar estudios de país comparados que actualicen el conocimiento sobre el mercado financiero del sector rural en países en desarrollo con la experiencia y los avances tecnológicos de los últimos 20 años. Su objetivo es producir información actualizada sobre el funcionamiento de los mercados financieros agropecuarios y análisis pertinentes para mejorar las políticas e instituciones responsables por su desarrollo eficiente, teniendo en cuenta los objetivos de la inclusión financiera y el logro de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS).

El antecedente más próximo a este estudio sobre Uruguay es Alfaro et al. (2004) que recorre algunos puntos en común como instrumentos e instituciones financieras más relevantes en el financiamiento agropecuario. Nuestro trabajo implica un examen y actualización de los puntos que ahí se estudian y además analizar nuevos instrumentos, instituciones y políticas que surgieron en los últimos 15 años.

El trabajo comienza repasando las principales características del entorno macrofinanciero que son relevantes para el desempeño del sector financiero vinculado al agro. Se caracteriza el perfil de créditos al sector agropecuario y su evolución, profundizando en el perfil por monedas, origen de los fondos, y plazos de madurez. Se contextualiza el crédito al sector respecto al total de créditos del sistema financiero, cómo se compara con los demás sectores de actividad, y la evolución que ha tenido respecto al nivel de actividad económica. Asimismo, se analiza el circulante de valores emitidos de oferta pública, con particular énfasis en aquellos que suelen constituir fuente de financiamiento de proyecto o emprendimientos del sector agropecuario

Seguidamente en la sección 3, detallamos las principales instituciones financieras, abarcando la banca estatal y privada, así como otros agentes regulados por el Banco Central del Uruguay como ser las empresas administradoras de crédito, las cooperativas de ahorro y crédito, entre otros. Repasamos también otros arreglos institucionales importantes para el desarrollo del sector financiero agropecuario como los fideicomisos financieros, los fondos de financiamiento y los fondos de garantía.

La sección 4 describe los productos financieros relevantes para el sector agropecuario. Comenzamos con los servicios de pago distribuidos en el territorio nacional especialmente en zonas rurales, donde además de los bancos comerciales se destacan las redes de cobranzas y pagos, las redes de cajeros automáticos, y los efectos dinamizadores que tuvo la llamada Ley de Inclusión Financiera. También repasamos las características de los instrumentos de crédito tradicional, que entre otras cosas es el principal instrumento de financiamiento del sector objeto de estudio, así como otros productos relevantes como los

fondos de garantía, contratos de *leasing* y préstamos de cadena de valor. Luego nos detenemos en una serie de instrumentos financieros para captación de ahorro a aplicarse en el sector agropecuario como fondos de inversión y fideicomisos financieros, y finalmente presentamos dos ejemplos de fondos de financiamiento (uno en el sector lechero y otro en el sector arrocerero).

La sección 5 detalla las principales políticas públicas tendientes a desarrollar al sector financiero agropecuario. Comenzamos con algunas políticas transversales como la Ley de Promoción de Inversiones, la Ley de Inclusión Financiera, la ley de creación de fideicomisos financieros, la creación de los fondos de garantía, y luego seguimos con una serie de políticas públicas sectoriales impulsadas desde, o administradas y controladas por, el Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca.

Finalmente, detallamos algunas conclusiones y reflexiones clave para el desarrollo del financiamiento del sector agropecuario de Uruguay que pueden ser útiles para el debate de políticas.

2. EL MARCO MACROFINANCIERO Y REGULATORIO

El sistema financiero de Uruguay está regulado por la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay (BCU),³ con un marco regulatorio dado por el Comité de supervisión Bancaria de Basilea. Una característica saliente es que no existen restricciones a la salida o entrada de capitales más allá de aquellas impuestas por la regulación establecida por la Secretaría Nacional para la Lucha contra el Lavado de Activos y el Financiamiento del Terrorismo.⁴

Relacionado a esto, la Central de Riesgos del BCU recopila, de parte de intermediarios financieros, información crediticia de sujetos de crédito contribuyendo a la transparencia del mercado crediticio.

El sistema financiero goza de una destacada solvencia. Parte de ésta viene dada porque todas las instituciones bancarias que funcionan en el país cuentan con grado inversor a nivel nacional e internacional. Asimismo, mantienen un excedente de capital que duplica el exigido por la normativa bancocentralista, una liquidez adecuada como proporción del volumen de negocios, y una rentabilidad razonable tanto como proporción del activo como

³ Disponible en: <https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Paginas/Funciones-de-la-SSF.aspx>

⁴ Disponible en: <https://www.gub.uy/secretaria-nacional-lucha-contra-lavado-activos-financiamiento-terrorismo/>

del patrimonio. Los *stress tests* aplicados por la Superintendencia de Instituciones Financieras indican que el sistema soporta un escenario de crisis severa (Uruguay XXI 2020).

Existe una alta participación de la banca estatal, ya que el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU) que es el principal banco estatal y actor del mercado, mantiene una participación del 40,8% del volumen de negocios de toda la banca nacional (Uruguay XXI 2020, en base a datos del BCU).

En la sección 2 se detallan las principales instituciones financieras del país que son relevantes para este estudio.

Según datos del BCU, los créditos al sector no financiero en Uruguay han ido aumentando a lo largo de los últimos 15 años; en la Figura 1 se observa principalmente una tendencia creciente con un periodo de mayor crecimiento entre los años 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%, y la restante porción corresponde a Cooperativas de Ahorro y Crédito y Administradoras de Crédito concentrados básicamente en crédito a familias o personas físicas (crédito al consumo). Este crecimiento del crédito ha acompañado el crecimiento de la economía, que ha tenido un desempeño similar.

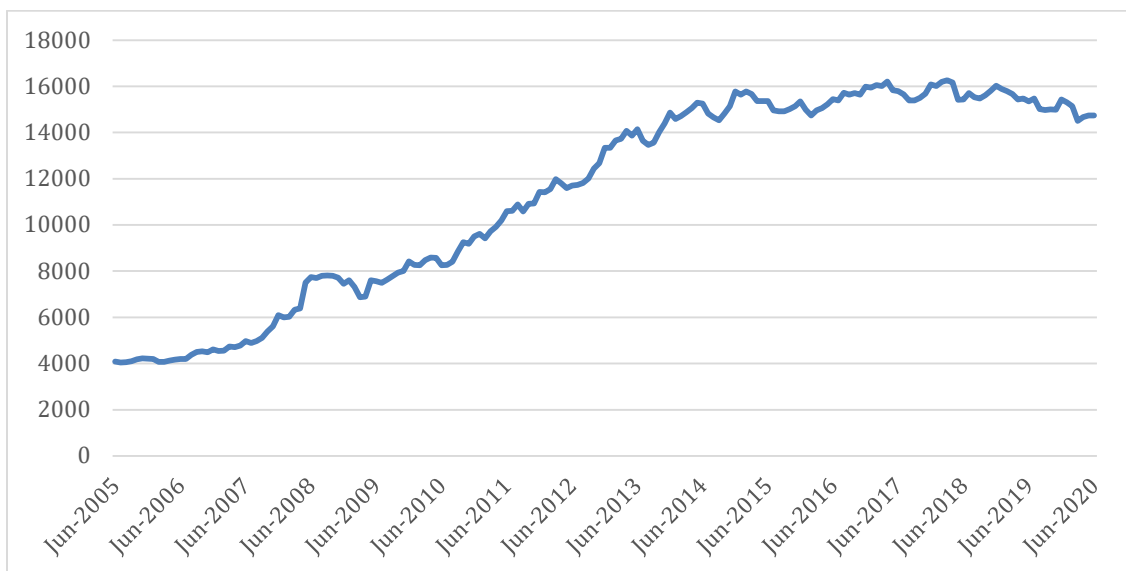


Figura 1. Crédito total (moneda nacional + moneda extranjera) del sistema financiero de Uruguay. Valores en millones de dólares americanos a Junio de 2020. Fuente: Banco Central del Uruguay.

La discriminación del crédito por sector de actividad (Figura 2) indica que las familias son las principales tomadoras de crédito (36%), y en un segundo escalón y con valores relativamente similares entre sí, están los sectores de actividad del agro (16%), industria manufacturera (14%), servicios (14%), y comercio (13%).

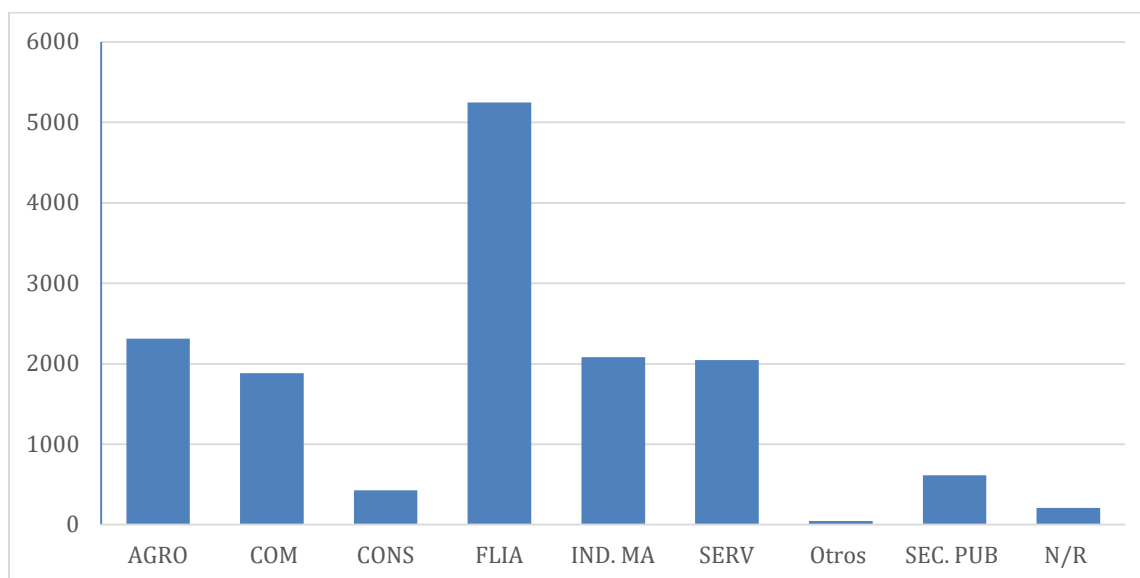


Figura 2. Crédito total según sector de actividad. Valores en millones de dólares americanos a Junio de 2020. Fuente: Banco Central del Uruguay.

El crédito al sector agropecuario ha acompañado la evolución del crédito total, según lo muestra la Figura 3. Notar que el hecho de que represente una porción relativamente baja sobre el crédito total, indica que esa evolución del crédito total no está necesariamente determinada por el crédito a dicho sector.

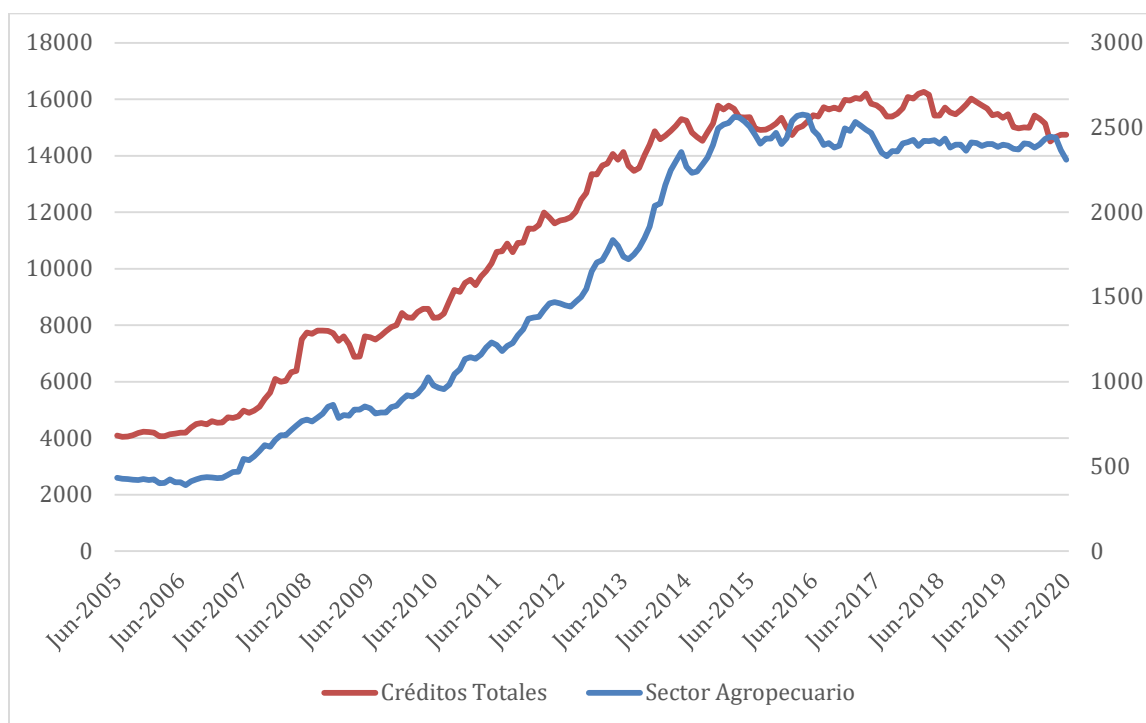


Figura 3. Crédito total (eje principal) y crédito al sector agropecuario (eje secundario). Valores en millones de dólares americanos a Junio de 2020. Fuente: Banco Central del Uruguay.

Como se estableció más arriba, el crédito del sistema financiero ha acompañado el crecimiento de la economía, sin embargo, ese comportamiento ha sido dispar cuando se mira por sector de actividad, especialmente en el sector agropecuario. La Figura 4 muestra la evolución del crédito de cada sector de actividad (agropecuario, comercio, servicios, construcción, industria manufacturera) como proporción de su PBI sectorial. Excepto en el sector agropecuario, el crédito de los demás sectores se ha mantenido relativamente constante desde 2005 como proporción de su nivel de actividad. De hecho, este comportamiento también se aprecia para el total de los sectores (excluido el crédito a las familias). Sin embargo, en el sector agropecuario se aprecia que desde fines de 2011 el crédito ha crecido sustancialmente como proporción del PBI agropecuario, resultado explicado fundamentalmente por una caída de este último y posterior enlentecimiento de su crecimiento asociados al fin del ciclo de auge de los precios de los commodities y por eventos climáticos domésticos que afectaron negativamente la producción de soja y trigo. Posterior a esa contracción del PBI agropecuario, a partir de 2016, ambos evolucionan de manera semejante, provocando que el crédito se mantenga constante como proporción del PBI a un nivel elevado.

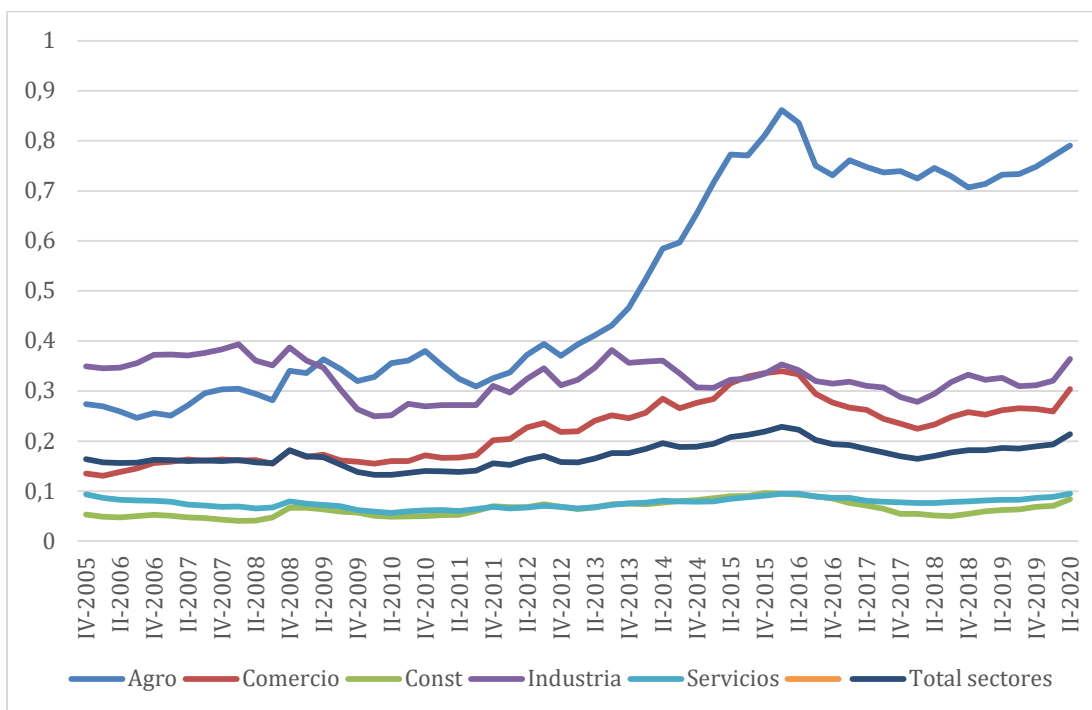


Figura 4. Crédito por sector de actividad como proporción del PBI de dicho sector. Valores en proporciones hasta Junio de 2020. Fuente: Banco Central del Uruguay.

En particular, esa proporción es de alrededor del 70% al 80% en el sector agropecuario, y en el resto de los sectores no supera el 40% de su propio nivel de actividad. Transcurridos más de 5 años desde que se estabilizó en esos niveles relativamente altos, no aparenta ser un comportamiento temporario. Cabe preguntarse si esto configura una situación de sobreendeudamiento y que sea motivo de preocupación. Nuestra respuesta es por la negativa. Para ello se debe notar que, a raíz del alto valor de la tierra, el grado de capitalización en el sector agropecuario, salvando las diferencias por rubro productivo, es muy alto como proporción de la corriente de ingresos anuales netos del negocio. En algunos casos puede llegar hasta 30 o 35 veces, lo cual es bastante más alto que en cualquier otro sector.

El mercado de créditos presenta las mismas características, mencionadas más arriba, de alto peso de la banca estatal en el total de créditos otorgados. El perfil de créditos indica que actualmente, el 39% del total de créditos es provisto por bancos estatales (particularmente el Banco de la República Oriental del Uruguay) y ese porcentaje alcanzaba aproximadamente el 50% en 2005. Paulatinamente, ha ido decreciendo como consecuencia de un crecimiento más acelerado del crédito por parte de los bancos privados. En el sector agropecuario (Figura 5), no solo se mantiene la característica de la alta relevancia de la banca estatal en el otorgamiento de créditos, sino que además esa proporción es un tanto mayor, y actualmente alcanza el 43%, también debido al peso del BROU. Cabe notar, sin embargo, que el peso de la banca estatal se ha mantenido en niveles más o menos similares (entre 40 y 46% desde 2005) excepto en el período previo a la crisis de 2008 en que el peso

de la banca privada creció sustancialmente para luego retraerse rápidamente a las proporciones actuales.

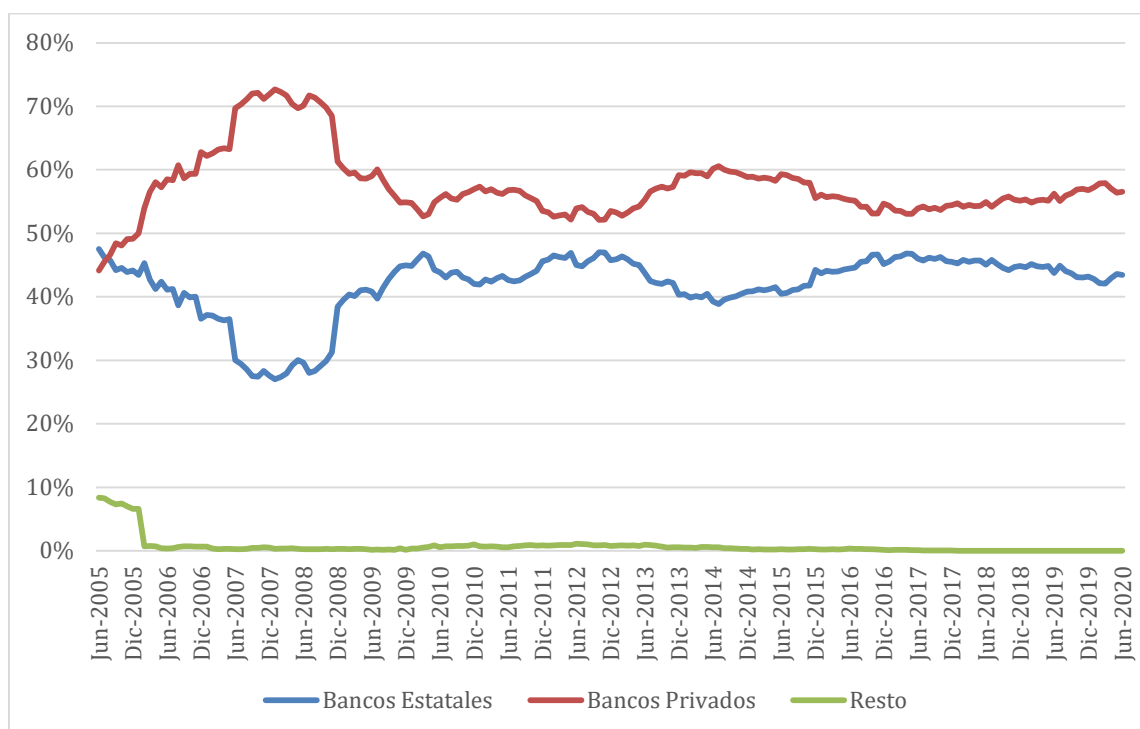


Figura 5. Crédito al sector agropecuario según bancos estatales y bancos privados. Valores en proporciones hasta Junio de 2020. Fuente: Banco Central del Uruguay.

El sistema financiero está considerablemente “dolarizado” a pesar de que se han venido realizando esfuerzos importantes para su reducción, como el ataque específico a la inflación de la moneda local y mayor oferta de instrumentos financieros (de depósito y de crédito) nominados en moneda nacional o en instrumentos indexados a ésta.

Los créditos al sector agropecuario no son una excepción y existe un predominio de los préstamos nominados en dólares americanos, que alcanzan algo más del 98%, y esa proporción se ha mantenido relativamente constante, por lo menos desde 2005 (ver Figura 6). Los créditos en moneda nacional incluyen también aquellos nominados en Unidades Indexadas⁵ que son su amplia mayoría. Sin embargo, y a pesar de los esfuerzos de

⁵ La Unidad Indexada es “una unidad de valor que se va reajustando de acuerdo a la inflación medida por el Índice de Precios del Consumo. Esta unidad varía diariamente de modo que al cierre de mes acumula una variación con respecto al valor de la UI del mes anterior.” Entre sus usos más frecuentes encontramos la recepción de depósitos y otorgamiento de préstamos por parte de instituciones financieras bancarias nominadas en UI, además de constituir una unidad de referencia debido a su

desdolarización en Uruguay, es esperable un alto peso de los créditos en moneda extranjera dado el tipo de inserción que tiene la producción agropecuaria, caracterizada por una alta proporción de la producción con destino a la exportación.

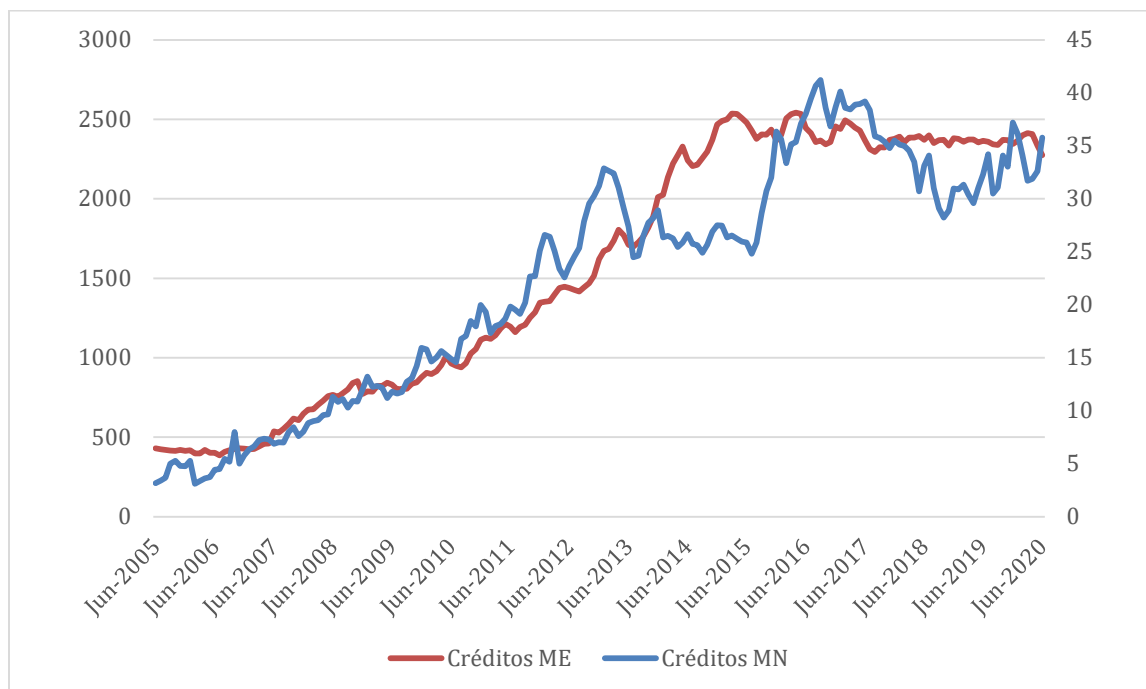


Figura 6. Créditos al sector agropecuario en moneda extranjera (eje principal) y en moneda nacional (eje secundario). Valores de Millones de dólares americanos. Fuente: Banco Central del Uruguay.

En cuanto a los créditos por plazos de madurez, el mercado crediticio de Uruguay se caracteriza por un perfil de créditos de muy corto plazo en promedio, independientemente del sector de actividad que se trate. Para tener una referencia, en el período 2013-2017, la mediana de la madurez de los préstamos hipotecarios fue de algo más de 2 años (829 días). En el sector agropecuario, que es el sector de actividad que presenta la mediana de la madurez más alta, en moneda extranjera son 77 días y en moneda nacional son 28 días (Mello 2018b). Estos plazos son significativamente bajos si consideramos que el perfil de madurez de los créditos de un sector debe reflejar las características productivas de esa actividad, pero no se aparta demasiado de lo que ocurre para los demás sectores de actividad (por ejemplo y en dólares, comercio 32 días, industria manufacturera 56 días, comercio 55 días). Mello (2018a), analizando una muestra representativa de empresas de

mecanismo de indexación. Ha constituido una herramienta importante para los objetivos de “desdolarización” de la economía. Más información en: <https://www.ine.gub.uy/ui-unidad-indexada>

todos los sectores de Uruguay, explica la corta madurez promedio de los créditos en 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. Firmas menos rentables, sí buscan financiamiento externo de largo plazo en el mercado. El surgimiento de instrumentos de créditos en Unidades Indexadas a partir de 2013 contribuyó a extender los plazos de madurez significativamente, sin embargo, el volumen de estos créditos es aún bajo en comparación al total de créditos (Mello 2018b).

Además del crédito tradicional, otra fuente de financiamiento para el sector agropecuario es la proveniente de emisión pública de valores, particularmente algunos instrumentos financieros como los fideicomisos financieros, las obligaciones negociables, y acciones. La Tabla 1 muestra que del circulante total de valores de oferta pública, solo los fideicomisos financieros tienen un peso significativo (alcanzando al 7,4% cuando se considera el total de las emisiones del sector público y privado) mientras que las obligaciones negociables y las acciones no llegan al 2% conjuntamente. Tanto las definiciones de estos instrumentos como su vinculación con el sector agropecuario son retomados en la sección de Instrumentos Financieros. En particular, se verá que los fideicomisos han alcanzado un desarrollo importante y una penetración significativa en el sector agropecuario, no siendo tanto el caso de los otros dos activos financieros.

Tabla 1. Circulante de Valores de Oferta Pública (millones de Dólares Americanos a Junio de 2020)

Tipo emisión	Instrumento	Monto
Emisión Público	Bonos del Tesoro / Previsional	962
	Bonos Hipotecarios	0
	Letras de Tesorería / Regulación Monetaria	5322
	Certificados de Depósito BCU	0
	Notas BCU / Notas del Tesoro	5281
	Obligaciones Negociables	416
	Fideicomisos Financieros (Deuda)	395
	Fideicomisos Financieros (Certificados Participación)	151
	Total Emisión Local	12527
	Emisiones Internacionales	20095
	Total Sector Público	32622
Emisión Privado	Obligaciones Negociables	340
	Acciones	226
	Certificados Representativos de Inversión	0
	Fideicomisos Financieros (Deuda)	724
	Fideicomisos Financieros (Certificados Participación)	1328
	Otros Valores de Renta Fija	78
	Total Sector Privado	2695
Total Circulante		35318

Fuente: Banco Central del Uruguay

3. INSTITUCIONES FINANCIERAS

Un denso entramado de instituciones financieras es propicio para la provisión de instrumentos de financiamiento y servicios financieros en general, y de riesgo, en particular, que impulsen el crecimiento del sector agropecuario, atenuando sus vulnerabilidades y permitiendo el ingreso de capital de riesgo acorde a las particularidades del sector y teniendo en cuenta el contexto macroeconómico internacional y del país.

La crisis financiera de 2002 afectó la economía uruguaya en su conjunto, implicó el cierre de algunas instituciones bancarias y dejó algunos impactos permanentes en el sistema financiero. Entre ellos, una mayor conciencia respecto a los riesgos de mantener una alta exposición del crédito a la moneda extranjera (principalmente dólares americanos) así como la importancia de una mayor regulación de las instituciones financieras y del sistema financiero en general. Si bien hubo una esperable restricción de acceso al crédito en la primera mitad de la década de los 2000 a la salida de la crisis, esto se revirtió lentamente a medida que el sistema financiero doméstico recobraba sus equilibrios, y acompañado también por un proceso de mayor liquidez a nivel internacional.

En medio de este proceso se fue dando una búsqueda para todos los sectores de la economía y para el agropecuario en particular, de nuevas fuentes de financiamiento y reordenamiento en otras más tradicionales. Para entender estos procesos, detallamos el entramado de instituciones financieras existentes en Uruguay. La Tabla 2 detalla de manera resumida las instituciones financieras establecidas por el Banco Central del Uruguay, reguladas y supervisadas por la Superintendencia de Instituciones Financieras, según las definiciones y descripciones consideradas por esta institución.

Tabla 2. Instituciones financieras del Uruguay. Datos a Setiembre de 2020 (millones de Dólares Americanos).

	Nro.	Activo	Pasivo	Patrimonio
Bancos	11	40683	36348	4335
Bancos estatales	2	19493	16822	2671
Bancos privados	9	21190	19526	1664
Instituciones no bancarias	92	1352	832	520
Empresas administradoras de crédito	13	989	557	432
Cooperativas de intermediación financiera	1	22	16	5
Casas financieras	1	114	101	13
Instituciones financieras externas	1	102	99	4
Consortios	1	21	17	4
Casas de cambio	53	31	6	25
Empresas de servicios financieros	22	73	36	37
Administradoras de ahorro previsional				
Empresas de seguros				
Instituciones de Mercado de Valores				
Emisores	Administradores de Fondos de inversión			
Bolsa de Valores	Calificadoras de riesgo			
Intermediarios de valores	Otros			
Fiduciarios profesionales				

Fuente: Banco Central del Uruguay. Informe del Sistema Financiero al 30 de Setiembre de 2020. (Los totales pueden no corresponder con la suma debido a redondeo).

Como es esperable, no todas estas instituciones tienen un papel protagónico en el sector agropecuario, y por tanto, en este estudio, nos centraremos en las principales. Asimismo, detallamos el valor de sus Activos, Pasivos y Patrimonio para brindar una idea de su dimensión relativa.

3.1. Bancos estatales y privados

Bancos estatales

Uruguay cuenta con dos bancos oficiales o estatales, que son el BROU y el Banco Hipotecario del Uruguay (BHU). El BROU es un banco centrado en la captación de ahorro y canalización de crédito a los agentes económicos. El BHU es un banco cuyo principal eje de negocio está en el financiamiento de operaciones hipotecarias de compra-venta de inmuebles urbanos y rurales, y en la captación de depósitos cuyo destino principal es la compra de este tipo de bienes.

El BROU es de estos dos bancos, el que está más vinculado al sector agropecuario, incluso en lo que tiene que ver con la financiación de compra de tierras. El BROU opera con todos los sectores de actividad de la economía; el sector agropecuario es uno más de esos sectores, aunque es de destacar que representa una parte importante de su cartera de créditos.

A pesar de ser un banco estatal, opera en estos sectores y en su núcleo de negocios 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.

Por tanto, Uruguay no cuenta con *bancos estatales con orientación exclusivamente agropecuaria*, y tampoco con *bancos domésticos de desarrollo*. El BROU, dentro de su operación como banco comercial, en algunos casos puntuales cumple un rol de banco de desarrollo orientado hacia el sector agropecuario. La dimensión del mercado uruguayo puede ser una de las razones, tal que los problemas de escala hacen que los bancos no distingan entre sectores para su operativa, incluso considerando que los bancos estatales mencionados, en particular el BROU,⁶ representan en sus respectivos rubros la proporción más importante del mercado, y mismo en ese caso, no operan orientados a sectores en particular.

En Uruguay, a su vez, no existe una banca de segundo piso, entendida como aquellas instituciones financieras cuyos clientes finales son los bancos comerciales (banca de primer piso) que son quienes operan directamente con los tomadores de crédito, ya sean éstos personas físicas, empresas o sector público. Sí es usual que los bancos comerciales se fondeen con organismos internacionales de fomento y crédito, aunque generalmente dicha captación de fondos está destinada a atender programas de financiamiento específico y bajo condiciones crediticias especiales.

Bancos Privados

La banca privada comercial de Uruguay está compuesta por las siguientes instituciones: Banco Santander, Banco Itaú, BBVA, Scotiabank, HSBC, Citibank, Bank Heritage, Bandes Uruguay y Banco Nación Argentina. Una característica para destacar es que todas estas instituciones son de propiedad de capitales extranjeros, no existiendo bancos comerciales cuyos capitales sean en su totalidad o en su mayoría de propiedad nacional.

Visto por el lado de los activos, el Banco Santander, Banco Itaú, BBVA y Scotiabank son los principales bancos privados, abarcando el 87% del total de activos en posición de los bancos privados, según lo muestra la Tabla 3.

⁶ Por ejemplo, el BROU representa el 45% del total de activos de los bancos en el sistema financiero uruguayo, según el Informe del Sistema Financiero del BCU de Junio de 2020. Disponible en: https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Reportes%20del%20Sistema%20Financiero/RSF_II_20.pdf

Tabla 3. Activo, Pasivo y Patrimonio de los bancos a Setiembre 2020 (millones de dólares americanos).

Institución	Activo	Pasivo	Patrimonio
BROU	17747	15894	1852
BHU	1747	928	819
Bancos estatales	19494	16822	2671
Banco Santander	6099	5640	459
Banco Itaú	5378	4866	512
BBVA	3693	3464	229
Scotiabank	3216	2980	236
HSBC	1447	1374	73
Citibank	590	498	92
Bank Heritage	451	423	28
Bandes Uruguay	238	208	30
Banco Nación Argentina	78	73	5
Bancos privados	21190	19526	1664
Total	40684	36348	4335

Fuente: Banco Central del Uruguay. Informe del Sistema Financiero al 30 de Setiembre de 2020. (Los totales pueden no corresponder con la suma debido a redondeo).

La operativa de los bancos comerciales

El servicio más tradicional prestado por los bancos (tanto estatales como privados) son la captación de depósitos y el otorgamiento de créditos bancarios, al que se le agrega otra serie de servicios financieros que se ofrecen mediante su red de sucursales en todo el país, y servicios en línea.

Los bancos estructuran el relacionamiento con sus clientes distinguiendo entre empresas (o banca corporativa) y personas (o banca de personas), abandonando un modelo más tradicional basado en divisiones sectoriales, en que los oficiales de cuenta se especializaban en clientes pertenecientes a determinados sectores productivos. Luego, a su interior, segmentan los clientes en función de su “tamaño”, en el entendido de que existen más similitudes por el tipo de producto que solicitan, el perfil de riesgo y las necesidades generales que tienen. De esta manera, los bancos generan una cartera de productos financieros adaptadas a estas cualidades del cliente y entrenan sus ejecutivos de cuenta para un segmento de clientes con determinadas características y necesidades.

El objetivo último es aumentar la eficiencia al tratar con el cliente y prevenir que éste deba buscar en diferentes “ventanillas” cuando está interesado en más de un producto financiero. De esta forma, se logra un mayor involucramiento de la institución financiera con el cliente, mejorando no solo el conocimiento de sus características individuales sino también de la globalidad de su negocio, lo que debería redundar en poder ofrecerle productos financieros más ajustados a sus necesidades y perfil de riesgo. Cabe notar que estamos hablando

siempre de banca de primer piso donde el contacto es con el cliente que en última instancia toma el crédito, y no de banca de segundo piso cuyo cliente es otra institución financiera que es quien tiene el contacto directo con el productor o individuo.

Los bancos comerciales de Uruguay tienen una distribución geográfica que, si bien no es homogénea, cubre todo el territorio nacional. La Figura 7 muestra cómo el sur del país tiene una mayor cobertura de sucursales, y que a pesar de que el BROU es el banco que posee la red de sucursales más extendida, los restantes bancos comerciales privados (Santander, Scotiabank, Banco Itaú y Banes Uruguay) también tienen importante presencia fuera de la capital del país. Los servicios de banca corporativa, que son los que típicamente atienden los clientes provenientes del sector agropecuario, es encontrada en la mayoría de las sucursales. Otros servicios financieros que demandan mayor estructura y no requieren de inmediata resolución, como la banca ejecutiva de inversiones, se encuentran en algunas sucursales puntuales o son manejados centralizadamente.

Como se vio, esta distribución geográfica alcanza a todo el territorio y recae en los bancos comerciales de alcance nacional. En otras palabras, en Uruguay no hay bancos comunitarios o bancos comunales. Las razones se pueden encontrar en la dimensión del territorio uruguayo, en el volumen de negocios de la banca comercial, lo que lleva a que los propios bancos comerciales, a través de su red de sucursales, no dejen zonas desatendidas a tal punto de que haya espacio para el surgimiento de una banca de alcance local.

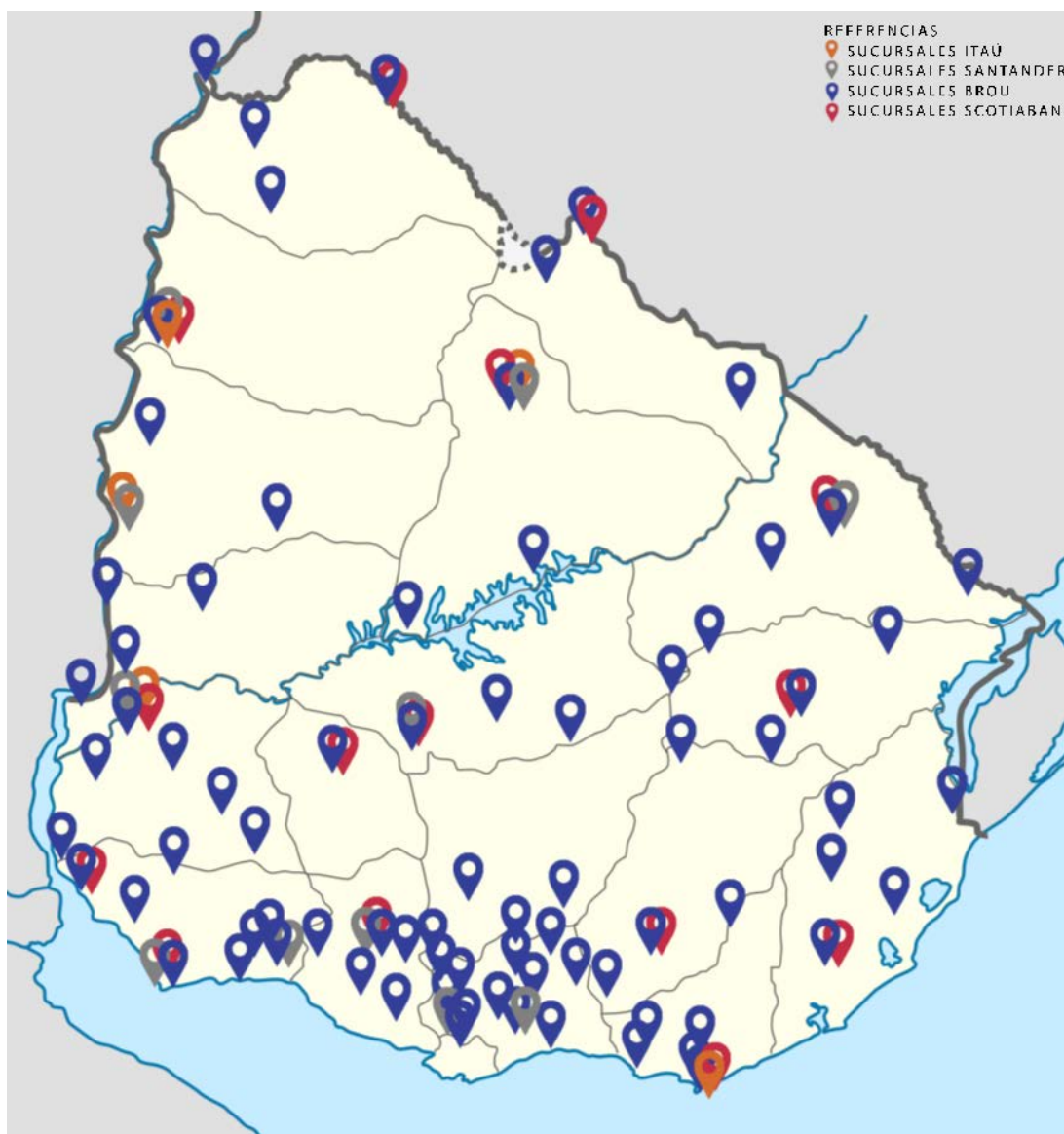


Figura 7. Distribución geográfica de sucursales de bancos comerciales. Fuente: Elaboración propia

3.2. Empresas Administradoras de Crédito

Según el Banco Central, las Empresas Administradoras de Crédito son personas físicas o jurídicas que financian la venta de bienes y servicios realizada por terceros, otorgando crédito mediante el uso de tarjetas, órdenes de compra u otras modalidades similares. También se consideran Empresas Administradoras de Crédito las cooperativas de consumo, asociaciones civiles y otras personas jurídicas con giro no financiero que emitan en forma habitual y profesional órdenes de compra en tanto tal actividad sea significativa dentro del conjunto de actividades que conformen su giro. Desde el punto de vista regulatorio, el

Banco Central considera que son de mayores activos aquellas con activos totales más contingencias por encima de (aproximadamente) 3 millones de dólares, y el enfoque de supervisión busca preservar su estabilidad y solvencia, promoviendo a que gestionen sus riesgos en forma profesional, elaboren reportes financieros en forma oportuna y consistente, cumplan adecuadamente la normativa, para en definitiva promover el buen funcionamiento de la cadena de pagos. Para las empresas de menores activos, en cambio, se aplica un mecanismo de supervisión basado en alertas que surgen de denuncias e informaciones recibidas.

Estas empresas, y sobre todo las empresas de activos mayores, si bien operan indistintamente con todos los sectores de actividad, se relacionan con el sector agropecuario financiando productores rurales, principalmente productores familiares. Operan como empresas de microfinanzas, pero no en un sentido ortodoxo del término, es decir préstamos de montos bajos y a una multiplicidad de clientes chicos, sino que operan con clientes de distinto tamaño que por diferentes razones (documentación insuficiente o incompleta, garantías insuficientes, búsqueda de menor burocracia, o determinado riesgo implícito en la operación), evitan el sistema bancario tradicional.⁷

3.3. Cooperativas de Intermediación Financieras

Otro grupo de instituciones financieras, y que tienen una vinculación con el sector agropecuario similar a las empresas administradoras de crédito, son las cooperativas de intermediación financieras. Éstas se organizan como sociedades cooperativas, prestando servicios financieros exclusivamente a sus socios. Están reguladas por el Banco Central a través de la Superintendencia de Instituciones Financieras, y se distinguen dos tipos. Las que cuentan con habilitación total pueden realizar las mismas operaciones financieras que los bancos comerciales. Las otras (minoristas) tienen restringidas ciertas operaciones, colocaciones en ciertas monedas y topes de crédito más reducido. En ambos casos, el enfoque de supervisión coincide con el de las empresas administradoras de crédito de mayores activos.

3.4. Otros arreglos institucionales

Existen otros arreglos institucionales que tienen una diversa penetración en el sector agropecuario y que también vienen a complementar los productos financieros más tradicionales (como el crédito bancario) ofrecidos por los bancos comerciales. Estos son las

⁷ La lista de empresas administradoras de crédito registradas ante el Banco Central del Uruguay se encuentra en el siguiente link. https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Paginas/emp_admin_cred.aspx

instituciones que giran alrededor de los fideicomisos financieros, los fondos de inversión, los fondos de garantía, y los fondos de financiamiento.

3.4.1. Fideicomisos financieros

La Ley N 17.703 de 2003 crea los fideicomisos en Uruguay, que se han tornado en una herramienta utilizada para la estructuración de los más diversos negocios en prácticamente todos los sectores de actividad. En un fideicomiso se constituye la propiedad fiduciaria de un conjunto de activos, que son transmitidos por los fideicomitentes al fiduciario para que los maneje y administre de acuerdo a un conjunto de instrucciones, en beneficio de uno o más beneficiarios, para luego entregarla a quien el contrato disponga (beneficiario final). Las condiciones e instrucciones bajo las cuales el fiduciario gestiona dichos activos deben estar detalladas en el documento que da origen al fideicomiso.

En un Fideicomiso Financiero, los beneficiarios son propietarios de los activos que constituyen el patrimonio del fideicomiso. Esta titularidad se ejerce a través de tener certificados de participación de la propiedad del fideicomiso o de títulos de deuda emitidos por el fideicomiso y garantizados con su patrimonio. Estos fideicomisos pueden ser de emisión privada o pública. En este último caso, deben inscribirse en el Registro de Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay, y dichos títulos deben ser transados en la bolsa de valores.

Dado que los fideicomisos financieros pueden ser utilizados como una alternativa al crédito bancario, y que luego de la crisis financiera que atravesó el país durante el 2002 existió una importante escasez de crédito bancario, los fideicomisos financieros se han desarrollado de manera muy significativa. Según algunos actores del sector financiero entrevistados, se podría decir que adquirieron una madurez considerable a partir de la segunda mitad de la década de los años 2000.

Para explicar de una forma sencilla esta modalidad de inversión, se parte de un conjunto de agentes que cuentan con capital para invertir con cierto perfil y expectativa de riesgo y rentabilidad. Por otro lado, existe un proyecto de inversión en activos reales que tiene un flujo de fondos esperado que cumple los requisitos y expectativas de dichos inversores. El promotor de este proyecto (agente) podría tomar un crédito bancario tradicional para financiar su inversión, pero alternativamente, también puede financiarse directamente con los inversores mencionados. Los inversores forman un fideicomiso financiero del que a su vez son los beneficiarios, y cuyo patrimonio serán los activos reales necesarios para el proyecto de inversión. Se emiten títulos de deuda o certificados de participación de los que los inversores serán los titulares y están garantizados por el patrimonio. 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 establezca el contrato. El promotor del proyecto o agente devolverá los activos al fideicomiso al cabo de un plazo también ahí estipulado.

En Uruguay hay dos fiduciarias financieras de propiedad del Estado. Como fiduciarias, emiten certificados de tenencia (certificados de participación o títulos de deuda) de los fideicomisos, ya sean éstos públicos o privados. República AFISA⁸ es 100% propiedad del BROU y que fue creado en 2003 originalmente para refinanciar carteras deudoras de los bancos comerciales luego de la crisis de 2002. Hoy actúa en la gestión y administración de fideicomisos financieros y de fondos de inversión. Por otro lado, la Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión (CONAFIN AFISA)⁹ es una administradora de fondos de inversión y fiduciaria financiera dedicada a diseñar e instrumentar soluciones financieras mediante fideicomisos y fondos de inversión. Es 100% propiedad de la Corporación Nacional para el Desarrollo (CND).

En el caso de los fideicomisos de emisión pública, existe el atractivo adicional de que algunos inversores institucionales pueden participar; a los efectos del objetivo de este trabajo, interesa el hecho de que pueden participar las administradoras de fondos de pensión.

Uruguay cuenta con un sistema de pensión mixto, donde convive un sistema de reparto con uno de capitalización individual. Este último se constituye de un conjunto de administradoras de fondos de ahorro previsional (llamadas AFAPs), que manejan las cuentas individuales de los aportantes y se rigen por el derecho privado. Las AFAPs están reguladas por el Banco Central y deben cumplir, como en todos los países del mundo, una serie de requisitos en cuanto al riesgo en el manejo de su cartera de activos. En Uruguay hay una AFAP de propiedad del Estado que es la dominante en el mercado y tres AFAPs privadas. Típicamente ocurre, y fundamentalmente en Uruguay donde el mercado de valores está poco desarrollado, que sus alternativas de inversión son limitadas y eso las lleva a estar permanentemente buscando innovar para poder diversificar su cartera.

La normativa de Banco Central les otorga un tope para invertir en activos domésticos de renta variable, que han aprovechado para entrar con inversiones en varios sectores de actividad, y en el sector agropecuario en particular. Justamente, la modalidad que utilizan es a través de la estructuración de fideicomisos financieros, pero para poder participar, éstos deben ser de emisión de oferta pública, o sea a través de la bolsa de valores. Este vehículo financiero les permite separar a los propietarios de los activos de quien los administra (el fiduciario) y quien los gestiona (agente), característica que es muy buscada porque les permite invertir con las garantías de riesgo y rentabilidad, y no requerir involucrarse excesivamente en la gestión.

A su vez, si bien estas inversiones les aportan a las AFAPs una rentabilidad que no es demasiado alta, sí les permite diversificar en activos, invertir en dólares americanos, e

⁸ Información disponible en: <https://www.republicafisa.com.uy/espanol/inicio-1>

⁹ Información disponible en: <https://www.conafinafisa.uy/>

invertir con un horizonte de largo plazo que es más acorde con la captación de ahorro de sus cotizantes.

Una figura clave en este esquema es el agente (gestor o promotor) del proyecto, que en algunos casos es quien directamente promueve el proyecto. Las AFAPs buscan proyectos en los que esta figura cuente con un probado conocimiento del negocio, trayectoria, reputación y respaldo. En algunos casos, el propio contrato del fideicomiso establece que debe haber un porcentaje de coinversión por parte del promotor. El gestor, quien asume el riesgo del negocio, le permite al fideicomitente no tener que involucrarse en la gestión. El fideicomitente se apoya en el Comité de vigilancia, que nombra sus miembros y éstos velan por sus intereses, y en ocasiones son el nexo con el agente. Se buscan individuos o empresas con amplio conocimiento, experiencia y trayectoria en el rubro.

A los efectos del objetivo de este trabajo, importa destacar los desarrollos que se han generado basados en dos políticas públicas: el vehículo jurídico del fideicomiso, por un lado, y por otro, las AFAPs como inversores institucionales y las normas bancocentralistas que les permite invertir en activos domésticos de renta variable. Los ejemplos que desarrollamos más adelante se destacan por el aprovechamiento que hacen de las oportunidades generadas a partir de estas acciones de política pública. Por un lado, los fondos de garantía de propiedad del Estado que dinamizan el mercado crediticio al permitir acceso a crédito a agentes que por sus características tienen dificultades para hacerlo, y por otro, los fondos de financiamiento, que permitieron obtener financiamiento a productores de dos sectores (lechero y arroceros) durante una coyuntura de alta y generalizada restricción de acceso al crédito.

3.4.2. Fondos de garantía de propiedad del Estado

Los fondos de garantía permiten a los beneficiarios acceder a una garantía para tomar créditos, cuando ésta no es posible de ser proporcionada de acuerdo a los requerimientos de la institución financiera (generalmente un banco comercial). Además de mitigar una barrera de acceso al crédito, el beneficiario puede mejorar las condiciones por ejemplo bajando la tasa de interés o incrementando el plazo de financiamiento. También es beneficioso para productores chicos, donde es más frecuente encontrar casos que no cuentan con garantías tan firmes o documentación suficiente que requieren los bancos.

Se destaca el Sistema Nacional de Garantías para empresas (SiGa) que surge por Ley N° 18.362, Art. 505 de 2008 y decretos reglamentarios (773/2008) con el objetivo de garantizar solicitudes de créditos de empresas de todos los rubros productivos. SiGa está regulada por el Banco Central 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 importantes para el sector agropecuario, en el sector arrocerero y en el sector lechero, y que han sido exitosos desde el punto de vista del cumplimiento de sus objetivos. Desarrollaremos dichos instrumentos en la sección de productos financieros.

3.4.3. Fondos de financiamiento

La crisis económica de 2002 generó, entre otros problemas, un difícil acceso al crédito para toda la producción, y particularmente para el caso que nos ocupa, en el sector arrocerero y lechero. Asimismo, y dada la generalización existente en ese momento de endeudamiento en moneda extranjera, la devaluación del Peso Uruguayo implicó un problema de endeudamiento para agentes económicos, incluido productores rurales arroceros y lecheros. Los fondos de financiamiento surgen con la finalidad de proveer crédito de una manera más sencilla, accesible, y menos burocrática a este tipo de productores. El fondo permite que cualquier empresa del sector, independientemente de su tamaño, sin importar las condiciones actuales de su negocio (mismo estando en bancarrota) y sin requerir establecer garantías, acceda a esta asistencia en condiciones muy beneficiosas.

Los fondos parten de identificar un flujo de fondos que se pueda securitizar y vender a una institución financiera interesada en proveer financiamiento, lo cual los hace especialmente efectivos en situaciones de emergencia. En el sector agropecuario, los rubros arrocerero y lechero cumplían esas características y desarrollaron los llamados Fondos Lecheros¹⁰ y Fondos Arroceros¹¹. Es importante destacar que, si bien los fondos pueden otorgar el financiamiento en condiciones favorables, mantiene su objetivo de lograr rentabilidad a un nivel de riesgo dado, no configurando necesariamente una situación asistencialista para el beneficiario.

A cuenta de desarrollar los detalles de cada fondo en la sección de instrumentos financieros, describimos brevemente su funcionamiento. Los Fondos Lecheros (FFDSAL) se financian por el aporte realizado por los productores mediante una retención de un monto por cada litro de leche remitido a planta industrial, reajutable cada seis meses en función de la evolución del dólar americano (prestación pecuniaria). Las industrias actúan como agentes de retención de los pagos realizados por los productores, y vuelcan los mismos al FFDSAL en base a la declaración jurada a presentar. También financian el fondo las importaciones y exportaciones de leche y de productos lácteos en todas sus modalidades, en este último caso gravadas según su contenido lácteo. Los fondos retenidos son destinados exclusivamente a repagar el financiamiento y no para otros objetivos adicionales.

¹⁰ Información disponible en: <http://www.ffdsal.com/>

¹¹ Información disponible en: <http://aca.com.uy/fondo-arrocerero-ffraa-iv>

Los fondos arroceros tienen un sistema de financiamiento similar, esto es, mediante una retención de un porcentaje aplicado sobre el valor de exportación del arroz que ha variado entre 2% y 5% dependiendo del fondo (prestación pecuniaria). Dicha prestación es retenida por los exportadores del grano que usualmente son los molinos arroceros y se destina exclusivamente a pagar el financiamiento, no destinándose para otros objetivos.

El Fondo Lechero es un instituto descentralizado creado por la Ley N 18.100 de febrero de 2007 y reglamentado por Decreto 194/007. Dicha normativa le otorga una institucionalidad fuerte, tal que en caso de ejecuciones legales contra productores por falta de pago de sus contribuciones pecuniarias, las pueda realizar el propio fondo y no las instituciones que lo respaldan. También en su estructura cuenta con 4 funcionarios permanentes dedicados a las tareas administrativas.

El fondo arrocero tiene la desventaja de su institucionalidad más débil; por ejemplo, las ejecuciones contra los productores las realiza el MEF y MGAP por orden y cuenta de ellos mismos, siendo los servicios jurídicos de estas instituciones quienes deben llevar adelante esta tarea, quitándole agilidad a la operativa. Solamente cuenta con una asesoría técnica de parte de OPYPA – MGAP y una comisión de contralor multi-institucional que comprende a la Asociación de Cultivadores de Arroz (ACA) y la Asociación de Molinos. Esto lo vuelve más débil institucionalmente y en parte más burocrático que el Fondo Lechero.

En ambos casos, ha habido más de un fondo, surgidos por distintas razones y asociados a coyunturas diferentes, pero en términos generales, una vez que se iniciaron, se han ido renovando ya sea una vez que se ha repagado completamente el anterior, o bien solapado con éste.

3.5. Aseguradoras

El mercado de seguros en Uruguay se conforma con un total de 16 empresas aseguradoras¹² y donde se destaca la alta porción del mercado de la banca estatal mediante el Banco de Seguros del Estado (BSE); la Tabla 4 muestra su peso en el total de activos y pasivos.

¹² Aseguradores De Cauciones S.A., Banco De Seguros Del Estado, Berkley International Seguros S.A. (Uruguay), Compañía Cooperativa De Seguros Surco, Compañía De Seguros Aliança Da Bahia Uruguay S.A., Cutcsa Seguros S.A., Far Compañía De Seguros S.A., HDI Seguros S.A., Mapfre Uruguay Seguros S.A., Metlife Seguros S.A., Porto Seguro - Seguros Del Uruguay S.A., San Cristóbal Seguros S.A., Sancor Seguros S.A., SBI Seguros Uruguay S.A., Seguros Sura S.A., Zurich Santander Seguros Uruguay S.A.

Tabla 4. Total de Activos, pasivos y patrimonio del mercado de seguros. Valores en millones de dólares

Institución	Activos	Pasivos	Patrimonio
BSE	4681	4295	385
Resto	641	425	217
Total	5322	4720	602

Fuente: Banco Central del Uruguay. Informe del Sistema Financiero al 30 de Setiembre de 2020. (Los totales pueden no corresponder con la suma debido a redondeo).

Las empresas que tienen mayor participación en provisión de seguros al sector agropecuario, a través de diversos productos, son el BSE, Seguros Sura S.A., Compañía Cooperativa De Seguros Surco, Mapfre Uruguay Seguros S.A., y Sancor Seguros S.A. El sector agropecuario tiene una participación baja en el mercado de seguros (2%), tal cual lo presenta la Tabla 5, sin embargo, esto no debe ser asociado necesariamente como una generalizada falta de coberturas y baja penetración de los seguros agropecuarios, sino más bien a que algunos de estas ramas de seguro (previsional, vehículos, accidentes de trabajo) tienen regímenes de regulación en los que ciertas coberturas son obligatorias.

Tabla 5. Participación en el mercado por ramas de seguro

Seguro	Participación (%)
Vida previsional	33
Vehículos	21
Accidentes de trabajo	17
Vida	13
Incendio	5
Rurales	2
Caución	2
Resto	8
Total	100

Fuente: Banco Central del Uruguay. Informe del Sistema Financiero al 30 de Junio de 2020.

En la sección de Productos financieros, se verá que, a pesar de la baja participación del sector, los productos de seguros que se ofrecen abarcan coberturas en todos los rubros productivos, en diversos riesgos y a través de distintas modalidades.

4. PRODUCTOS FINANCIEROS

El desarrollo de instrumentos de financiamiento contribuye al crecimiento del sector a través de fomentar un proceso continuo de inversiones en condiciones de menor vulnerabilidad, ya que permite la entrada de capital de riesgo, en algunos casos en condiciones acorde a las particularidades del sector, permitiendo un proceso de inversión continuo aún en condiciones adversas. Esta sección pasará revista a los productos financieros que el sistema financiero rural ofrece en relación al crédito agropecuario. Luego, se tratan los productos relacionados con seguros agropecuarios. Por último, discutirá los servicios de pago e instrumentos de captación de ahorro disponibles en el sector agropecuario.

4.1. Instrumentos de Crédito Tradicional

Posterior a la crisis financiera de 2002, durante un período de escasez generalizado de oferta de crédito, han surgido nuevas instituciones financieras que, si bien no cubrieron la necesidad de crédito de empresas medianas y grandes, sí lo hicieron en el segmento de micro y medianas empresas. Entre ellas encontramos a administradoras de crédito, a cooperativas de ahorro y crédito y a prestamistas no formales (Caumont Pg 10). Además de la escasez de crédito, dicha crisis financiera dejó secuelas importantes en la economía en general y en el sector agropecuario en particular, entre ellas, incertidumbre acerca de la evolución del tipo de cambio, efectos sobre la solvencia de los balances de las empresas y productores familiares, sumado al cierre de algunos bancos privados que operaban tradicionalmente con el sector agropecuario (Alfaro et al., 2004).

Los bancos privados y bancos estatales son quienes concentran la mayor proporción del crédito a empresas para inversión en activo fijo o para capital de trabajo. Las restantes instituciones bancarias y no bancarias tienen una significancia menor en el otorgamiento de créditos. Asimismo, 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 bajo de casos, generalmente involucrando empresas de gran porte. Inversores institucionales como las AFAPs, u otros agentes como los bancos comerciales y en menor medida los particulares, son los financiadores de dichas emisiones. Los montos, costos y plazos son de los principales motivos por los que estos mecanismos no se generalizan a empresas medianas y pequeñas (Caumont Pg 24). Esta característica a grandes rasgos permea todos los sectores de actividad, no restringiéndose exclusivamente al sector agropecuario.¹³

¹³ 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, como se observa en la Tabla 1.

4.1.1. Bancos comerciales

Los instrumentos financieros más usuales que tienen los bancos comerciales para el otorgamiento de financiamiento a empresas grandes y medianas, independientemente del sector de actividad en el que se desempeñen, son préstamos puntuales o líneas de crédito que surgen luego de una evaluación de riesgos por parte de los bancos. Entre los principales instrumentos encontramos:

- préstamos a tasa fija o variable,
 - moneda local o extranjera;
 - plazos variados, de entre 3 meses y 10 años;
 - amortizables en cuotas iguales y regulares, o con pago total al final del plazo (*lump sum*);
- créditos descubiertos en cuenta corriente;
- apertura de cartas de crédito para importar;¹⁴
- descuentos de cheques y de facturas de ventas;
- fianzas, avales y garantías;
- el leasing para vehículos y otros insumos;
- compra de facturas (*factoring*)
- créditos prendarios e hipotecarios (en el caso de adquisición de activos fijos).

En el caso de las pequeñas y microempresas, los instrumentos más comunes son préstamos para capital de giro, para inversiones, y otorgamiento de crédito para compras a través de tarjetas de crédito. Los colaterales varían entre garantías personales de sus socios o terceros, cheques a cobrar, facturas de ventas o activos de la empresa. En casos puntuales pueden comprender algunos de los instrumentos mencionados para las empresas grandes (Caumont Pg 49, 52).

El caso de Uruguay no se aleja de lo típicamente observado en cuanto a que los instrumentos financieros más comunes en el sector agropecuario son los préstamos para operaciones de capital de trabajo, para comercialización y procesamiento, pero es escaso el crédito a largo plazo disponible para inversiones.

El sistema financiero uruguayo comparte las características que generalmente se observan de sesgos de las instituciones financieras tradicionales en contra de los préstamos al sector agropecuario. Según Meyer (2011), estos sesgos se derivan de (1) los costos mayores de atender a poblaciones dispersas; (2) riesgos climáticos covariantes; (3) riesgos de mercado

¹⁴ Las cartas de crédito son instrumentos otorgados por los bancos a los importadores mediante el cual el banco financia la compra de los bienes a importar. Concretamente es una orden de pago emitida por el banco a favor del exportador que el importador, previamente calificado por el banco, se compromete a honrar condicional a un conjunto de documentación relacionada con la recepción de la mercadería o presentación de servicios estipulados en la carta de crédito.

covariantes; (4) riesgos covariantes relacionados con plagas y enfermedades animales y vegetales; (5) la diversidad e 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; y (6) 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 dispersión y 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 relación a las fases de procesamiento y comercialización de las cadenas agroalimentarias. Esta característica del mercado de crédito motiva el desarrollo de nuevos instrumentos financieros, que como veremos más adelante, pueden operar tanto junto como por separado de las instituciones bancarias tradicionales.

Los bancos comerciales de Uruguay organizan su cartera de crédito distinguiendo entre empresas y personas por un lado, y por otro, por tamaño de cliente. Es menos habitual encontrar una especialización por sector productivo, aspecto que era más típico de la banca comercial en décadas pasadas.

Independientemente del tamaño del cliente, la cartera clasifica según los plazos de los préstamos otorgados. Préstamos a corto plazo suelen considerarse aquellos hasta 18 meses. Con éstos se financian operaciones de compra de ganado para engorde (ganado de invernada), insumos correspondientes a un ciclo de un cultivo particular (tanto intensivo como extensivo), y otras necesidades de capital de trabajo.

Los préstamos a mediano plazo son aquellos de aproximadamente menos de 4 años. Suelen financiar operaciones de compra de reproductores, de maquinaria y equipos, insumos para cultivos plurianuales, implantación de viveros, e instalaciones como invernáculos, viviendas y galpones rurales.

Los préstamos a largo plazo no suelen superar los 10 años y apuntan a financiar inversiones de mayor volumen, incluyendo incorporación de nueva tecnologías o rubros, implantación de montes forestales, desarrollo de emprendimientos de horti-fruti-vitivinicultura, emprendimientos de riego, viviendas y galpones rurales, compra de tierra, entre otras inversiones de alto porte.

Los bancos comerciales, en una tendencia cada vez más común de educación financiera de sus clientes, tienen a exigir la formulación de proyectos de inversión al momento de solicitar crédito. Esto se hace más evidente cuando el cliente busca obtener financiamiento para más de un activo y de diferente naturaleza, mejorando la estructuración financiera del negocio. Por un lado, le permite al prestamista hacer una mejor evaluación del perfil de riesgos del proyecto. Por otro, el prestatario puede acceder a mejores plazos cuando potencialmente va a utilizar más de un producto del banco. Por ejemplo, si busca financiamiento para compra de tierra (largo plazo) y compra de reproductores para poblar

el campo (mediano plazo), la formulación del proyecto le podría ayudar a financiar todo el capital al plazo más largo.

La refinanciación por parte de los bancos comerciales de créditos de clientes en situación de atraso de pago y para evitar el default es un producto de alto rendimiento para los bancos comerciales. Durante el período 2008-2016 los bancos aumentaron significativamente sus carteras activas acompañando los períodos de alta liquidez internacional y precios favorables de los productos agropecuarios. La situación comenzó a deteriorarse a partir de 2016, afectando la capacidad de pago de estas deudas, que en algunos casos implicaban incumplimientos con varios productos financieros de un mismo banco. La refinanciación empezó a ser una necesidad, ayudaban a reperfilas las deudas en cuanto a plazos y tasas, generando soluciones a medida y adaptadas a la capacidad de pago del productor, e implicando en algunos casos la formulación de un proyecto de inversión.

4.1.2. Cooperativas de ahorro y crédito y Entidades financieras de crédito al consumo

Las cooperativas de ahorro y crédito son otro canal de otorgamiento de crédito tradicional. El principal servicio ofrecido por parte de estas instituciones es el crédito personal y el crédito a pequeñas y medianas empresas. A la vez, ofrece servicios tales como asesoramiento profesional, garantías de alquiler, seguros de hogar y negociación de deudas.

Si bien su foco está puesto en créditos para el consumo, no deja de ser una alternativa disponible para los productores agropecuarios, principalmente familiares, especialmente para el acceso a liquidez y capital de trabajo, cuando involucran montos no muy elevados o se requieren condiciones más flexibles para la obtención del crédito. Están reguladas por el Banco Central del Uruguay como empresas administradoras de crédito, y sus requerimientos para el otorgamiento de crédito son más bajos que los bancos comerciales.

4.1.3. Crédito tradicional por tipo de institución financiera

Los datos disponibles en el Banco Central permiten desagregar el total de créditos de cada institución financiera por sector de actividad (Tabla 6). Los bancos comerciales (estatales y privados considerados conjuntamente) no solo son los principales oferentes de crédito al sector agropecuario sino además el tipo de instituciones en las que el crédito agropecuario tiene mayor peso exceptuando las familias. A junio de 2020, aproximadamente un 16% de su cartera de créditos corresponde a dicho sector, mientras que para otras instituciones como Empresas administradoras de crédito y Cooperativas de ahorro y crédito los porcentajes son significativamente más bajos, 1,5% y 0,1% respectivamente. Esto denota, como se mencionaba en la sección de Instituciones financieras, que el público objetivo de estas últimas no es el sector agropecuario sino principalmente familias, más allá que existan algunas operaciones al sector objeto de estudio.

Tabla 6. Crédito bruto al sector no financiero, por tipo de institución y sector de actividad. Valores en Millones de dólares americanos.

Millones de dólares								
	Agro	Comer.	Constr.	Famil.	Manuf.	Servic.	Otros	Total
Bancos estatales	1004	214	63	3264	449	507	166	5667
Bancos privados	1307	1669	364	1973	1632	1535	700	9064
Casas financieras	0	0	0	0	0	0	0	0
Cooperativas	0	0	0	12	0	2	0	15
Adm. de crédito	14	10	0	861	1	6	22	915
Total	2325	1893	426	6110	2083	2051	889	15661
Porcentaje por tipo de institución								
	Agro	Comer.	Constr.	Famil.	Manuf.	Servic.	Otros	Total
Bancos estatales	17.7	3.8	1.1	57.6	7.9	9.0	2.9	100.0
Bancos privados	14.4	18.4	4.0	21.8	18.0	16.9	7.7	100.0
Casas financieras	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	100.0	100.0
Cooperativas	0.1	2.1	0.6	79.2	2.3	12.4	3.3	100.0
Adm. de crédito	1.5	1.1	0.0	94.2	0.2	0.7	2.4	100.0
Total	14.8	12.1	2.7	39.0	13.3	13.1	5.7	100.0

Fuente. Banco Central del Uruguay

BOX. Financiamiento de proyectos de riego mediante crédito tradicional

En el marco de la Estrategia Nacional de Desarrollo del Riego impulsada por el MGAP, se ofrece desde 2015 una línea de crédito que puede superar los 10 años de plazo y a tasas preferenciales. Esto surge a partir de un fondeo específico obtenido por el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU) con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Requiere que los productores presenten un proyecto de inversión, el que suele a su vez aprovecharse de los beneficios de los instrumentos de promoción de inversiones vigentes en el país (Ley de Promoción de Inversiones administrada por la Comisión de Administración de la Ley de Inversiones (COMAP)).

4.1.4. Ejemplos de crédito tradicional específicos al sector lechero.

Los siguientes productos cuentan con características que lo adecuan a las especificidades del sector al que pertenece el productor. El productor lechero tiene particularidades que, siendo un permanente demandante de financiamiento para el desarrollo normal de su actividad, provocan que las líneas de crédito tradicional le impliquen restricciones en su propia operativa que dificultan el cumplimiento de las amortizaciones ya sea por plazos, por el momento de pago de las amortizaciones, o por la exigencia de garantías.

El BROU tiene el programa “Tambo Joven” que consiste en una línea de crédito de largo plazo (hasta 18 años con 2 años de gracia y más flexible en la exigencia de garantías) destinado a productores lecheros de menos de 40 años que inician su actividad, generalmente hijos de productores lecheros que comienzan su propio emprendimiento, o colonos bajo el sistema del Instituto Nacional de Colonización, que no cuentan con el capital necesario para realizar la inversión inicial. El objetivo es permitir una transmisión generacional y desincentivar el abandono de la actividad por las generaciones más jóvenes. El productor va generando un fondo de compensación, que se utilizaría por lapsos máximos de 8 meses, en los momentos de falta de liquidez que le impiden pagar la amortización del crédito. Esta iniciativa cuenta con el apoyo del Instituto Nacional de la Leche (INALE) y de la Asociación Nacional de Productores de Leche que colaboran en el diseño del proyecto de inversión que el banco le exige al productor.

El BROU, a través de su sistema de microfinanzas, atiende a unos 600 productores familiares lecheros a través de la industria procesadora láctea por un total de aproximadamente 15 millones de dólares. A medida que el productor va repagando el crédito, se liberan más fondos hasta un tope de 30 mil dólares, lo que opera como incentivo para continuar cumpliendo con las obligaciones. A su vez, en los meses de febrero, marzo y abril solo pagan los intereses, correspondientes a la salida del verano y entrada del otoño, que se caracterizan por ser meses de menores márgenes netos de los tambos no solo por reducción de ingresos por la baja producción de leche sino también por mayores costos asociados al momento de siembra de las pasturas y reservas forrajeras para el otoño e invierno. El rol de la industria es importante en este producto porque opera como agente de retención, descontándole de los pagos al productor, la cuota del crédito en los meses que corresponde. Para el banco implica una disminución del riesgo porque se asegura el cobro de la amortización ya que entra en una lista de prelación para cobrar detrás solo de las obligaciones para con la propia industria y de las prestaciones asistenciales del sistema estatal de seguridad social. Naturalmente el riesgo no se elimina porque el productor puede detener la remisión de leche a esa cooperativa y eventualmente hacerlo a otra (aunque existe una importante inercia que lo suele mantener dentro de la misma industria) o salirse de la actividad (que implica un problema de distinta naturaleza).

4.2. Fondos públicos de garantía

Como se explicó dentro de la sección “Instituciones Financieras” los fondos de garantía permiten a los productores acceder a una garantía para tomar créditos en el mercado financiero.

“La Corporación Nacional Financiera Administradora de Fondos de Inversión SA (CONAFIN AFISA) es administradora de fondos de inversión y fiduciaria financiera autorizada a operar por el Banco Central del Uruguay”¹⁵. Desde 2009 el Fondo Nacional de Garantías (SiGa Pyme) se encuentra dentro del portafolio de CONAFIN AFISA. Éste, que es un fondo estatal de garantía, tiene como objetivo apoyar a micro, pequeñas y medianas empresas que no tienen acceso directo al crédito otorgándoles garantías. Los créditos pueden financiar tanto capital de trabajo como capital de inversión. El plazo máximo de crédito es de 6 años y el porcentaje de cobertura máximo es de 70%. El monto de garantía comprende desde 3.300 hasta 61.700 dólares americanos (montos fijados en Unidades Indexadas - UI).

Para obtener la garantía, las empresas deben: (i) tener una mínima capacidad de pago, (ii) estar debidamente formalizadas, y (iii) en caso de estar trabajando en el sistema financiero, deberán tener operaciones vigentes al momento de la solicitud de la garantía.

A su vez, SiGa administra fondos específicos para determinados sectores de actividad, destacándose en el sector agropecuario, los fondos para el sector lechero y el sector arrocerero.

Para los productores de leche, existen los siguientes subfondos de garantías (FOGALE):¹⁶

- Subfondo de Garantía Lechero: destinado a garantizar proyectos que mejoren la eficiencia y competitividad del sector lácteo.
- Subfondo de Garantía para Pequeños Productores Lecheros: destinado a garantizar, hasta diciembre de 2019, proyectos que mejoren la eficiencia y competitividad de los productores lecheros de menor dimensión económica.
- Subfondo de Garantías para Proyectos Anticíclicos: para proyectos que tengan un efecto anticíclico, de corto o largo plazo, de efectos generados por los ciclos de precios internacionales de los productos lácteos. Podrán acceder a las garantías de este Subfondo aquellos productores que presenten proyectos que cuenten con el aval del INALE.

Los créditos otorgados pueden destinarse a garantizar capital de trabajo, de inversión y refinanciaciones, en distintas monedas, y con un máximo de 8 años de plazo. Por último, el monto de garantía por beneficiario puede variar entre 3.300 y 22.600 dólares americanos (montos fijados en UI).

Para los productores arroceros, hasta por lo menos 2019 existió también una garantía específica, recayendo en la Asociación de Cultivadores de Arroz (ACA) la responsabilidad de

¹⁵ Por mas informacion, ver <http://conafinafisa.uy/quienes-somos/quienes-somos.html>

¹⁶ Por más información, ver: <https://www.siga.com.uy/garantias/fogale>

determinar las empresas habilitadas para el otorgamiento de la garantía.¹⁷ Se garantizan créditos destinados a capital de trabajo de entre 3 y 12 meses de plazo y en distintas monedas, con créditos a plazo fijo, y montos de garantía entre 3.300 y 123.400 dólares americanos (montos fijados en UI).

4.3. Arrendamiento o alquiler con opción a compra (leasing)

El leasing es un contrato por el cual una institución financiera concede a una empresa la tenencia y el uso de un bien, mientras paga un precio por su utilización. Al cabo de cierto tiempo, la empresa puede tener la opción de compra del bien. En Uruguay, estos contratos están regulados por la Ley N 16.072.

Este producto financiero tiene como ventajas que el propio bien se puede tomar como garantía, y a la vez, es una forma más sencilla de acceder a una financiación que con un crédito tradicional. La normativa del país agrega, a las contraprestaciones resultantes de un contrato de leasing, el incentivo adicional de la exoneración del Impuesto al Valor Agregado (IVA) (Ley N 16.906, Artículo 20).

Bancos comerciales otorgan Leasing para diferentes fines como renovaciones de maquinaria, cambios de vehículos utilitarios, galpones, o la incorporación de nuevas tecnologías al proceso de producción. El plazo mínimo en la mayoría de los bancos es aproximadamente 36 meses con máximos que van de entre 5 años hasta los 8 años en algunos casos excepcionales. En general, la financiación es por hasta el 100% de la inversión.

4.4. 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 rurales establecen contrato con empresas agroindustriales de los eslabones posteriores o anteriores en la cadena, que son quienes acceden al préstamo de financiamiento, y éstas luego brindan el crédito a los productores rurales.

De no existir esta posibilidad, estos productores podrían tener el crédito bancario denegado debido a la falta de activos de garantía, la percepción de altos riesgos, u otras barreras. Apoyado en el mayor conocimiento que la empresa proveedora del crédito tiene del productor agropecuario, pueden obtener un financiamiento externo más allá de la dimensión de su negocio, que aunque sea chico o mediano, forma parte de un sistema de generación de valor más amplio y estable constituido en la cadena de valor (KIT, IIRR y FOROLACFR, 2010).

¹⁷ Por más información, ver: <http://www.siga.com.uy/garantias/itemlist/category/51-fgas>

En la producción de cultivos, tanto intensiva como extensiva, ya sea en sistemas agrícolas puros o en sistemas mixtos asociados a la ganadería, ocurren típicamente otros dos casos de instancias de financiamiento a productores que constituyen préstamos de cadena de valor. Estos son las empresas proveedoras de insumos productivos y las empresas fabricantes o proveedoras de maquinaria e implementos agrícola.

Es común que las empresas proveedoras de insumos productivos agrícolas como ser fertilizantes y fitosanitarios, otorguen financiamiento a la compra de estos productos. Los plazos varían desde el momento de la cosecha o el momento de la comercialización del grano, que es cuando el productor recupera capacidad de pago. En este último caso, puede implicar que el plazo se extienda pues la comercialización no necesariamente es inmediata a la cosecha y depende de condiciones del mercado. Típicamente las garantías requeridas se establecen mediante la prenda de una parte del área de cultivos, y en el caso de que el financiamiento provenga de una empresa que a su vez comercializa granos, se establece un compromiso de entrega de los granos para ser comercializados (generalmente para la exportación) por dicha firma. Estos acuerdos suelen documentarse mediante contratos entre las partes.

Las empresas se financian 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.

Otro aspecto relevante es que estos préstamos de cadena de valor no se diferencian de lo que ocurre en la región, tanto en sus características como en las razones por las que se demandan: existe un mayor conocimiento mutuo y relacionamiento de largo plazo entre las partes, implican menor exigencia de documentación, menor burocracia, y menor exigencia de garantías.

Las empresas fabricantes de maquinaria e implementos agrícolas otorgan financiamiento directo a productores agropecuarios para compra de estos insumos. Se fondean en el sistema financiero bancario local. Requieren la constitución de garantías por parte de la empresa agropecuaria (por ejemplo, mediante la firma de conformes o liberación de cheques diferidos) además de la exigencia de documentación de dicha empresa. Las razones por las que estos créditos no se canalizan por el sistema bancario tradicional son las mismas que esgrimimos más arriba. Sin embargo, otra modalidad que emplean es mediante acuerdos comerciales con instituciones bancarias y no bancarias de plaza, para que sean éstas quienes financian al productor directamente. Los importadores de maquinaria realizan operaciones de financiamiento de cadena de valor que no difieren de las mencionadas más arriba.

Existen dos líneas de crédito que típicamente los fabricantes utilizan para canalizar ventas financiadas a productores. Uno es un crédito de la Corporación Nacional para el Desarrollo que aplica para productores para la compra de maquinaria agrícola. Un inconveniente encontrado con este producto es que su monto mínimo (15 mil dólares americanos

aproximadamente) es demasiado alto pues muchos de los implementos tienen un precio de venta menor. Otro es el llamado Crédito Italiano, que surge a partir de un acuerdo entre los gobiernos de Italia y Uruguay, y se gestiona a partir de la Agencia Nacional de Desarrollo (ANDE). Financia la compra de maquinarias y equipos de origen italiano o latinoamericano, pero también tiene la restricción de que el monto mínimo es de 15 mil dólares (<https://www.centrocei.org.uy/es/solucion/credito-italiano/>).¹⁸

El hecho de que los fabricantes de maquinarias, pero también los proveedores de insumos, financien directamente a productores es una señal de que el crédito disponible no siempre cumple con los requerimientos 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.

Detallamos a continuación algunos ejemplos de créditos de cadena de valor para sectores productivos específicos.

4.4.1. Ejemplo 1. Proleco Cooperativa de Ahorro y Crédito de Capitalización

Proleco, empresa subsidiaria de Conaprole¹⁹, comenzó en el año 1997 como un programa con el fin de brindar financiamiento a productores lecheros remitentes a la cooperativa lechera. La cooperativa provee un financiamiento en dinero a los productores, que luego se les descuenta del pago de la leche. Como préstamo de cadena de valor, el tercer integrante es la institución financiera que provee de fondos para esta estructura, que en este caso provienen de la Agencia Nacional de Desarrollo (ANDE), préstamos bancarios, entidades extranjeras y fondos propios.

El préstamo puede estar destinado a financiar capital de giro de corto plazo (por ejemplo compra de ganado lechero o maquinaria), compra de reservas forrajeas, arrendamiento o compra de tierra. De entre los requisitos exigidos por la cooperativa para el otorgamiento de créditos, se encuentra la documentación respaldando el cumplimiento obligaciones tributarias y declaración de existencias de ganado, un estado de responsabilidad detallando activos y pasivos (sin llegar a exigir estados contables o flujos de fondos proyectados, como sí los exigiría un banco comercial), y estudios técnicos en el caso de proyectos (la cooperativa facilita modelos preestablecidos que facilitan la tarea del productor y el posterior análisis del crédito).

¹⁸ Tanto la CND (www.cnd.org.uy/) como la ANDE (www.ande.org.uy/) son agencias públicas con varias funciones. No se las mencionó previamente entre las entidades financieras debido a que su actividad principal no gira en torno a la prestación de créditos.

¹⁹ 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 1,000 millones de dólares en 2020. Cerca de 2000 productores son participantes de la cooperativa.

Este crédito de cadena de valor tiene el beneficio para los productores de la rapidez de obtención y menor documentación que un crédito en banco comercial, mientras que para la cooperativa, al estar relacionado directamente con ella, facilita el repago del crédito al tiempo de manejar más información del productor.

4.4.2. Ejemplo 2. Prolesa – Productores de Leche S.A.

Prolesa, también subsidiaria de Conaprole, a diferencia de Proleco, brinda directamente insumos y materias primas a los productores lecheros, que luego descuenta del pago de la leche sumándole los intereses financieros correspondientes. Si bien estos intereses pueden ser más altos que los de un crédito tradicional, tiene el beneficio para el productor de la facilidad y practicidad a la hora de su obtención. Insumos como semillas, fertilizantes, granos forrajeros y concentrados para el ganado se financian a corto plazo, mientras que otros insumos para la producción como tanques de frío para almacenar leche, silos para almacenar granos y forraje, generadores eléctricos, tienen un financiamiento de mediano plazo (12 a 36 meses).

4.4.3. Ejemplo 3. Fondo de Financiamiento de Establecimientos Lecheros FFIEL, de Conaprole

Conaprole cuenta con un programa iniciado recientemente en 2019 denominado FFIEL (Fondo de Financiamiento de Establecimientos Lecheros). Este es un fideicomiso creado bajo las leyes de Uruguay y representa un caso particular de un modelo genérico que tiene la siguiente forma. Busca unir tres fuentes de financiamiento, con distintos requerimientos de plazo para generar un financiamiento flexible y de largo plazo para los productores, entre 8 y 12 años. Las tres fuentes son la banca privada que aporta financiamiento al fondo a una tasa de 4-5%, un banco de fomento como BID²⁰ y Banco de Desarrollo de Latinoamérica que lo hacen a una tasa del 6%, y fondos del Estado que cobran una tasa del 8%. En el caso de FIEL, estos últimos son aportados directamente por la cooperativa láctea Conaprole y no por el Estado.

Para estas instituciones bancarias, es considerada como una inversión atractiva por contar con un retorno razonable, pero a un nivel de riesgo significativamente bajo, en comparación con un crédito tradicional ofrecido en similares condiciones para el cliente final (productor rural en este caso). Esto se debe a que el productor paga la amortización del crédito mediante el descuento de un porcentaje en el pago de la leche que remite a la industria.

²⁰ Información disponible en: <https://www.idbinvest.org/es/projects/fideicomiso-financiero-conaprole>

Pero también está adaptado en buena medida al flujo de fondos del productor, regulando su balance de financiamiento, ya que ese porcentaje se aplica sobre el valor de la leche remitida, haciendo pagos mayores en períodos que el precio de la leche es más elevado, y menores cuando los precios están más deprimidos. En este sentido, el préstamo inicialmente se pacta a 9 años de plazo, pero los años que tarda en cancelarlo van a estar atados al precio de la leche.

La Cooperativa de Ahorro y Crédito Proleco, subsidiaria de Conaprole, se encarga de identificar los productores potenciales a recibir financiamiento. Un aspecto distintivo es la rápida y sencilla forma de evaluación del crédito, pues está basado en una grilla de características y si son cumplidas por el productor, el crédito es otorgado. Asimismo, son evaluados por una entidad independiente según criterios acordados entre las partes. La tasa de interés es función de la tasa a la que reciben el fondeo pero es fijada de acuerdo al perfil de riesgo del productor. Aquellos que tienen un perfil de riesgo mayor son igualmente considerados, pero luego de quienes son evaluados como más seguros.

4.4.4. Ejemplo 4. Financiamiento de escritorios rurales para compra de vaquillonas lecheras

Los productores de leche de mayor tamaño encuentran una dificultad natural de proveerse de ganado lechero joven (vaquillonas) dado que la mayor parte de la oferta de esta categoría está atomizada en productores criadores de pequeña escala. En este sentido, se establece una estructura financiera que busca satisfacer esa demanda de los tambos más grandes mediante la captación por parte de empresas consignatarias de ganado, de vaquillonas provenientes de pequeños productores. Por ejemplo, pueden satisfacer una demanda de 400 vaquillonas para un único productor mediante identificar en el mercado una multiplicidad de productores que aportan pocas unidades (incluso tan bajas como 3 a 4 cabezas).

Las empresas consignatarias de ganado por un lado cobran una comisión de intermediación que se estipula en un porcentaje sobre el valor total de la venta, y por otro, financian la compra de la operación. En este sentido, se fondea en el sistema financiero mediante líneas de crédito que obtienen, constituyendo así un ejemplo de préstamos de cadena de valor. Otro beneficio para los consignatarios es que mantienen una estrecha relación con los productores en ambas puntas de la operación. La empresa consignataria financia la operación pagando al vendedor en un plazo relativamente corto o al momento de la venta, y el productor lechero que compra los vientres va pagando un monto estipulado en litros de leche por vaquillona comprada.

4.5. Fondos de inversión agropecuarios

Entre los productos financieros utilizados para canalizar ahorro de privados hacia actividades agropecuarias, se destacan los fondos de inversión, que son de aplicación más generalizada a nivel internacional, pero que en Uruguay no tienen una utilización significativa, y los fideicomisos financieros, que si bien son menos conocidos internacionalmente, recientemente se han extendido en gran medida de forma transversal en la economía y en particular en el sector rural.

Los fondos de inversión son instrumentos en los que los inversionistas privados acumulan el capital colectivamente e invierten mediante la utilización de administradores de fondos profesionales que evalúan las oportunidades de inversión y administran la cartera de inversiones (Meyer 2011). Esta forma de inversión tiende a centrarse en operaciones agropecuarias comerciales relativamente grandes, pero también pueden llegar a incorporar productores más pequeños en determinados casos, por ejemplo, financiando cadenas de valor que incluyen a esos productores o invirtiendo en instituciones financieras que operan con agricultores y poblaciones rurales (Meyer, 2011). Los inversionistas, ya sean grandes o pequeños, pueden estar interesados en estos vehículos porque suelen ofrecer rentabilidades competitivas con otras alternativas financieras, con un nivel de riesgo acorde, y proporcionando un alto grado de liquidez, por lo menos para los inversionistas de menor porte y bajo condiciones de razonable confianza en el fondo. Pero también, aquellos inversionistas socialmente responsables pueden estar interesados en estos vehículos para apoyar el comercio verde, el comercio justo y otras iniciativas similares (AZMJ 2011).

En Uruguay, se estructuran bajo la reglamentación dada por la Ley N 16.774 de 1996, que establece que un “Fondo de Inversión es un patrimonio de afectación independiente, integrado por aportes de personas físicas o jurídicas bajo el régimen de la presente Ley, para su inversión en valores y otros activos.” Esta ley continúa estableciendo que “no constituyen sociedades, carecen de personalidad jurídica y deben ser gestionados por una sociedad administradora de fondos a quien se atribuyen las facultades del dominio sin ser propietaria, para que, por cuenta de los aportantes, realice una adecuada composición de sus activos, considerando riesgos y rendimientos.”

Los fondos de inversión agropecuaria mantienen, naturalmente, las características generales de los demás fondos de inversión, aplicando los fondos a uno o más de un rubro del mencionado sector. Representan un atractivo importante para el inversionista el hecho de poder invertir en un sector que suele requerir volúmenes importantes de dinero para iniciar cualquier actividad de escala razonable, permitiendo involucrar a aportantes ya pertenecientes o no pertenecientes al sector. Suelen utilizar diversas estrategias de mitigación de riesgos, como diversificación geográfica (sobre todo al interior del país, pero también en la región), operar en distintos rubros aprovechándose del volumen de negocios que manejan, además de los instrumentos financieros típicos de manejo de riesgo empresarial (ventas a futuro, contratos forward, entre otros).

En Uruguay los fondos de inversión en el sector agropecuario no suelen ser muy comunes, y los inversionistas y estructuradores de carteras de activos parecen inclinarse más a los fideicomisos financieros, que desarrollamos más adelante.

Propuesta de Fondo de Inversión Cerrado (FIC)

Este instrumento financiero forma parte de una propuesta para impulsar el financiamiento a pequeñas y medianas empresas (pymes) a través de su acercamiento al mercado de valores, en el contexto de los regímenes simplificados de emisión de valores.

El mecanismo de régimen simplificado es un mecanismo regulado para la inclusión de pymes en el mercado de valores, creado en 2016 con el objetivo de disminuir los requisitos y exigencias para este tipo de empresas, de forma de facilitar su financiamiento a través de la emisión de valores de oferta pública. A través de este mecanismo, se logra una reducción de la tasa de financiamiento, reflejado en un ahorro de recurso para las pymes.

Uno de los objetivos del régimen de emisiones simplificadas es incentivar a las pymes a ofrecer emisión en el mercado de valores. Aun así, para que sea efectivo, debe ser a la vez atractivo para los inversores. Uno de los desafíos que presenta, es que las pymes tienen el “riesgo de desplazamiento de tasa” que consiste en que, a raíz de la falta de información y teniendo en cuenta el riesgo de la inversión, los inversionistas demandan una tasa de interés más alta. Y por otro lado, también se debe considerar el “riesgo de orfandad de pymes” que se constituye cuando los inversores pueden acceder a otros negocios con mayor rentabilidad perdiendo interés en continuar financiando a las pymes.

Hasta el momento, ninguna pyme de Uruguay ha emitido valores de oferta pública mediante este régimen. Esta falta de demanda puede deberse a los mencionados riesgos o la falta de incentivo de parte de los inversionistas. Otra de las limitantes puede deberse a la falta de divulgación de esta alternativa entre los potenciales inversores. Dunn (2019) propone entre una serie de recomendaciones para optimizar este régimen, la creación de un registro de asesores bursátiles de pymes, constituidos por personas físicas o jurídicas, que promuevan el proceso de estructuración y emisión de valores emitidos por pymes. Asimismo, incluir a la Agencia Nacional de Desarrollo (ANDE) como un asesor, ya que ésta realiza un trabajo muy cercano con este tipo de empresas, asistiéndolas en la obtención de financiamiento. Otras recomendaciones pueden encontrarse en Dunn (2019).

Dunn (2019) propone la creación de Fondos de Inversión Cerrados (FIC) como una alternativa para promover el financiamiento de las pymes mediante el mercado de valores. Este instrumento puede ser utilizado por empresas de cualquier sector de actividad, incluyendo el sector agropecuario. Los FIC emiten cuotapartes de participación mediante la bolsa de valores, por ejemplo por un total de 30 millones de dólares. Este fondo se destina a comprar obligaciones negociables de oferta privada de un conjunto de pymes previamente identificadas. Cabe notar que las pymes hacen la emisión de valores extrabursátiles y no de oferta pública, por lo que su participación estaría regida por las normas del propio FIC y no de la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central.

Una de las principales ventajas planteadas sobre esta propuesta es que como la emisión sería de oferta privada, no habría “desplazamiento de tasa”. Es decir, que los inversionistas no reclamarían una tasa más alta por falta de información o debido al riesgo de la inversión, como podría suceder con el mecanismo de emisiones simplificadas. Mediante fondos de inversión cerrados, el riesgo para el inversor es menor debido a la diversificación de varias pymes y a que el FIC cuenta con calificación de riesgo como una única entidad, hay mayor liquidez respecto a invertir en una única pyme. Para el inversor, éste es un nuevo instrumento de inversión que alternativo a la renta fija,. Finalmente, se propone involucrar al Sistema de Garantía de Empresas (SiGa) como mecanismo de garantía de los FIC, dándole mayor confianza a los inversionistas por tener una cobertura de riesgo.

4.6. Fideicomisos Financieros

El financiamiento mediante fideicomiso financiero fue establecido en el derecho uruguayo en el año 2003 mediante la Ley N 17.703. A partir de la fecha, su uso se ha puesto en práctica en una diversidad muy amplia de actividades de los más diversos sectores productivos. Como veremos más adelante, este instrumento permitió y viabilizó la realización de un significativo número y variedad de alternativas de inversión. Según los datos del Banco Central del Uruguay a junio de 2020 reportados en la Tabla 1, su circulante total (emitidos por instituciones estatales y privadas) es de 2.6 mil millones de dólares, lo que representa aproximadamente el 7,4% del circulante total de la emisión de valores de oferta pública.

Box. El rol de las administradoras de fondos de ahorro previsional (AFAPs)

Diversos son los agentes económicos que invierten a través de fideicomisos, pero se destaca el rol de las administradoras de fondos de ahorro previsional (AFAPs) por el alto volumen de fondos aplicados en este tipo de instrumentos. Según la Ley N 16.713, el Fondo de Ahorro Previsional de las AFAPS se divide en dos subfondos; el Subfondo de Acumulación que contiene los activos de los cotizantes menores de 55 años, y el Subfondo de Retiro con los activos de los mayores de esa edad. Los activos financieros que pueden invertirse en cada subfondo están clasificados en Literales de acuerdo a su liquidez y perfil de riesgo. Dentro del Subfondo de Acumulación, está el Literal B, constituido por los “valores emitidos por empresas públicas [estatales] o privadas uruguayas; certificados de participación, títulos de deuda o títulos mixtos de fideicomisos financieros uruguayos; y cuotapartes de fondos de inversión uruguayos.” Estos activos no se pueden mantener en el Subfondo de Retiro ya que tiene una administración más conservadora.

Las ventajas para las AFAPS de la inversión en este tipo de activos alternativos o corporativos son 1) el aumento de diversificación del portafolio incluyendo activos con razonables combinaciones de riesgo y retorno, 2) mayor retorno que los mercados de oferta

pública de largo plazo porque ofrecen un “premio por liquidez”, 3) son inversiones de largo plazo, que está alineado a su propio horizonte de inversión, 4) incorporan al portafolio activos de renta variable y en distintas monedas mitigando una de las principales restricciones que tienen las AFAPS en cuanto a la composición de su portafolio, 5) constituyen una buena cobertura contra la inflación doméstica, y 6) implican costos de transacción y comisiones relativamente reducidas cuando se tratan de inversiones directas .

La Ley N 17.703 de 2003 que creó los fideicomisos financieros en Uruguay, permitió que las AFAPS invirtieran en este vehículo financiero y contribuyó al desarrollo del mercado de valores local. Éstas pueden hacerlo mediante distintas modalidades como ser la compra de títulos de deuda (renta fija), certificados de participación (renta variable) o título mixtos emitidos por los fideicomisos. Resumidamente, la estructuración de un fideicomiso en el que participan las AFAPS consiste en que los inversores aportan el capital (donde este aporte puede ser realizado exclusivamente por éstas o combinada con otros inversores) y delegan la administración de los fondos a un fiduciario, de acuerdo a los objetivos que tenga el proyecto que motiva la creación del fideicomiso. El fiduciario es el responsable en última instancia del fideicomiso, pero se vale de un operador o promotor (Agente) que es quien se encarga de la gestión directa del proyecto. El fideicomitente se apoya en un Comité de Vigilancia para monitorear la ejecución del proyecto, que se cumplan los objetivos, y en definitiva se vele por los derechos de los beneficiarios que aportaron el capital.

En 2011 se dio un hito importante porque el Banco Central comienza a permitir que las AFAPS puedan invertir en fideicomisos financieros de emisión de oferta pública, y a partir de ahí comenzaron a crecer significativamente en la participación de su cartera. En el año 2019, los activos alternativos, compuestos por obligaciones negociables, fideicomisos financieros, acciones y fondos de inversión, alcanzaron el 11% en la cartera de las AFAPS (Larzabal, 2019), de los cuales los fideicomisos financieros son el 96% (BCU, 2019). En particular, los fideicomisos financieros representan unos 2.8 mil millones de dólares (según los fondos suscritos, o sea el circulante más los comprometidos), que se descomponen en USD 756 millones en tierras forestales, USD 352 millones en arrendamiento de tierras, y USD 279 millones en proyectos inmobiliarios (urbanos) y 1.374 millones en proyectos de infraestructura y energía. Esto implica que aproximadamente el 50% de las inversiones en fideicomisos financieros corresponden al sector agropecuario. El crecimiento del peso de los activos alternativos y la inversión en sectores como infraestructura, forestación, activos inmobiliarios que se observa en Uruguay sigue la tendencia internacional de los fondos de pensión.

El sector forestal, cuyos productos (principalmente la pulpa de celulosa) constituyen el tercer rubro de exportación de Uruguay, también ha hecho un uso intensivo de esta herramienta. En particular, las AFAPS han encontrado una alternativa atractiva para canalizar fondos y los fideicomisos son el principal instrumento para hacerlo. Según Larzabal (2019), actualmente son el tercer principal tenedor de tierras forestales del Uruguay, luego de las dos principales empresas productoras de pulpa de celulosa del país (Montes del Plata y UPM).

Larzabal (2019) establece una serie de desafíos que encuentran las AFAPS a la hora de invertir en este tipo de vehículo financiero, fundamentalmente asociado a los límites de inversión por activo financiero y por emisor, y Walker y Ferres (2019) proponen una serie de modificaciones a la normativa bancocentralista que regula esos límites. Su objetivo es dinamizar la participación de inversores institucionales manteniendo la seguridad necesaria sobre todo cuando se trata de fondos previsionales.

Presentamos un conjunto de ejemplos de fideicomisos financieros de oferta pública y privada que son representativos de las alternativas de inversión existentes en Uruguay. Aportamos más detalles de cada producto en el Anexo 1.

Como primer ejemplo, destacamos los fideicomisos públicos en el sector forestal. El primero surge en 2011 con el objetivo de desarrollar un proyecto de inversión para la producción de eucaliptus de madera sólida y madera con destino a pulpa de celulosa. Luego surgen otros tres fideicomisos forestales en similares condiciones, siendo 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.

Como segundo ejemplo, destacamos los fideicomisos públicos de arrendamiento de tierras, en particular el “Fideicomiso Financiero de Tierras del Litoral” que es un fideicomiso constituido con el objetivo de adquirir tierras para la realización de actividades agropecuarias, particularmente con un foco productivo en cultivos agrícolas complementados con ganadería y forestación. Los fondos para el fideicomiso se obtuvieron a través de la emisión de títulos mixtos escriturales de oferta pública (certificados de participación y títulos de deuda), por un monto máximo de 50 millones de dólares.

Box. Fideicomisos Públicos de Arrendamiento de Tierras: Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas

Otro ejemplo de fideicomisos públicos de arrendamiento de tierras es el “Fideicomiso Tierras Irrigadas.” Fue establecido en 2016 con el objetivo de obtener fondos para la compra de tierras agrícolas y la adquisición de los equipos para el desarrollo de riego en dichos predios. La figura legal que se utiliza es el llamado contrato de aparcería, mediante el cual el fiduciario le entrega al Agente los predios para su explotación a cambio de una renta anual que es un porcentaje del valor bruto de la producción obtenida.

Uno de los elementos importantes a destacar de este fideicomiso es el aprovechamiento que hace de una serie de políticas públicas vinculadas a su actividad.

En el año 2015, el MGAP con el apoyo del Banco Mundial, elaboró la Estrategia Nacional de Desarrollo de la Agricultura Regada, que buscaba crear las condiciones apropiadas para que

productores agrícolas de diversos tamaños e inversores de dentro y fuera del sector, encontraran los incentivos adecuados para invertir en sistemas de riego y aumentar el área sembrada bajo riego suplementario. Este emprendimiento cubre varios puntos del espíritu de la estrategia de desarrollo de riego, como ser, implementación del riego en cultivos extensivos y a gran escala, uso del riego suplementario, aprovechamiento de incentivos fiscales, e incorporación de inversionistas desde fuera del sector.

Por su parte, Uruguay cuenta con un marco legal de promoción de inversiones y exportaciones (Ley N° 16.906 y sus decretos reglamentarios), a través de la cual se otorgan exoneraciones fiscales a los proyectos de inversión que cumplan una serie de requisitos. A partir de la Estrategia Nacional de Desarrollo de la Agricultura Regada, se introdujeron modificaciones reglamentarias para que la COMAP otorgue puntajes adicionales a proyectos que estén vinculados con el riego. En este sentido, la construcción de infraestructura para riego así como la incorporación de equipos de riego que se lleva adelante en el emprendimiento mencionado, es objeto de exoneraciones impositivas a la luz de lo mencionado en el párrafo anterior.

También en el marco de la estrategia de riego, el Banco de la República, comenzó a ofrecer para proyectos de riego una línea de crédito a más de 10 años y con tasas de interés preferencial. Esto era una necesidad porque proyectos de este tipo necesitan un plazo largo de maduración y para ese momento, no estaba en el mercado. El BROU se fondeó con el Banco Mundial y esa línea quedó operativa en 2015 y hasta el día de hoy sigue vigente.

En conclusión, este fideicomiso financiero constituye un ejemplo de proyecto que abarca y se aprovecha de varias políticas públicas de desarrollo del sector agropecuario y en particular del financiamiento al sector.

Un tercer ejemplo son los fideicomisos privados en ganadería. Este tipo de fideicomisos se apoya en el Sistema de Trazabilidad individual del ganado, un bien público por el que el país es reconocido internacionalmente. Esta aplicación de la figura del fideicomiso permite que la institución financiera que provee el financiamiento amortigüe el riesgo de crédito otorgado con respecto a las alternativas más tradicionales de crédito.

En primer lugar, el productor concreta una operación crediticia con el banco para la compra de ganado, y traspassa 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.

La prenda sobre el bien era una forma alternativa de financiar la compra de ganado, pero el fideicomiso se ha impuesto como un vehículo más beneficioso para la institución financiera, ya que, en la primera, persiste el riesgo de que el productor venda el activo (ganado) prendado, contraviniendo la Ley de prendas y quedando expuesto al delito que ahí se establece. La trazabilidad individual del ganado juega un rol central en este beneficio, pues

solo el titular de cada cabeza de ganado (el fideicomiso) puede autorizar el movimiento de ganado cualquier sea su destino. Es por esto, que los bancos se han alejado de la prenda como instrumento, sustituyéndola por el fideicomiso.

Estos fideicomisos también han dinamizado la operativa de los remates o ferias ganaderas tanto presenciales como virtuales o por pantalla. Tradicionalmente, el banco financia algunas operaciones de corto plazo de compra de ganado de productores en los remates principalmente ante casos de falta de liquidez del comprador. Actualmente, este vehículo financiero permite que el banco “fideicomise” esas cabezas de ganado compradas, o sea, se transfiere la propiedad del comprador al Fideicomiso mediante la guía de propiedad y tránsito, y queda como garantía de la operación de crédito hasta que el productor comprador cancele la obligación con el banco. Los remates se ven dinamizados aún más por el hecho de que esa transferencia se pueda hacer en el propio remate. Estas operaciones también se dinamizan porque en el pasado se utilizaba la línea de crédito del propio intermediario (“consignatario o escritorio rural”) que interviene en la operación, ocupándola para una operación que no necesariamente va en su beneficio directo, y no es para ese fin que el banco se la otorgó en primera instancia.

En el Anexo 1 presentamos los detalles de tres casos particulares de fideicomisos financieros privados en ganadería: el Fideicomiso Ganadero BROU, el Fideicomiso Ganadero UnSiglo (de Valdez y Cía.), y Ganadería Tres Millones (GTM).

4.7. Instrumentos basados en sistemas de capitalización para canalizar fondos al sector agropecuario

Detallamos, a modo de ejemplo, un conjunto de alternativas de inversión en el sector agropecuario (principalmente rubro ganadero) que buscan captar ahorro de inversionistas que no necesariamente pertenecen al sector. En algunos casos, los inversionistas no se involucran en la gestión, sino que hacen un seguimiento a partir de informes periódicos que reciben del promotor de la correspondiente alternativa. Son sistemas basados en distintas variaciones de lo que se conoce en el sector ganadero como sistemas de capitalización. La esencia del negocio de capitalización es 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 también se encarga de la gestión directa; el negocio culmina al momento de la venta dividiendo entre ambos el valor monetario de la ganancia de kilos. Un elemento adicional y diferenciador de estos esquemas respecto a los acuerdos típicos de capitalización, es que involucran varios inversores aportando capital, les otorga liquidez permitiendo diferentes opciones de salida (directamente reintegrándole el capital invertido o acordando un plazo para hacerlo), y que en general utilizan el vehículo del fideicomiso financiero.

Ejemplo 1: Zambrano - Agrobonos

Se presenta como una opción financiera de inversión en el sector agropecuario Uruguayo que vincula inversores de diversos orígenes con productores rurales en distintos rubros y esquemas productivos.²¹ Mantienen fundamentalmente dos alternativas de inversión con diferente perfil de riesgo y retorno en la que los inversores adquieren bonos de participación. Por un lado, un esquema que vincula 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, tiene un piso de rentabilidad anual asegurada, un plazo determinado por el ciclo productivo, y tiene el propio ganado como garantía pues queda mantenido a nombre del inversor. La fuente de rentabilidad es la productividad del ganado en el ciclo productivo, y es dividida entre el inversor y el propietario del campo según establezca el contrato. El seguimiento de la gestión es realizado por la firma que ofrece este producto de inversión (Servicio de Mejora de Gestión de Zambrano & Cía. – SMGZ), que puede o no ser quien gestiona la comercialización del ganado tanto al inicio como al final del ciclo.

Otra alternativa de inversión consiste en un producto que busca direccionar los aportes de inversores (beneficiarios) hacia la producción agrícola (principalmente cultivos extensivos) mediante la creación de un fideicomiso de garantía. El fideicomitente son el inversor y el productor que 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 a las pautas del contrato de fideicomiso. Como garantías, se constituye una prenda del cultivo a favor del fideicomiso y también una póliza de seguro sobre el cultivo cuyo cobro se cede a favor del fideicomiso.

Ejemplo 2: República ganadera renta fija

“República ganadera renta fija”²² es una alternativa de inversión para inversores de diversos tamaños (pequeños, medianos y grandes), y orígenes (personas físicas, jurídicas tanto nacionales como extranjeros), que ofrece inversiones en el sector ganadero de cría proporcionando una renta garantizada, fija y en dólares americanos. La garantía de la inversión la constituyen los propios animales. Los fondos invertidos ingresan a un circuito de inversiones en modelos de capitalización de cría vacuna y producción ovina en el norte del país. El sistema de cría vacuna implica la tenencia de vacas para la producción de terneros. Éstos y las vacas de descarte constituyen el principal producto vendido. A diferencia de un sistema de capitalización tradicional, en el que tanto el inversor como el

²¹ Ver información en: <https://zambrano.com.uy/smgz/>

²² Ver información en: <http://www.republicaganadera.com.uy/>

gestor asumen el riesgo de la volatilidad, en este caso el inversor recibe una renta fija previamente establecida, recayendo en el gestor la volatilidad de la rentabilidad.

Ejemplo 3: Bono ganadero

“Bono ganadero”²³ es un producto para captar ahorro de inversores de diverso tamaño y orígenes interesados en obtener una rentabilidad a partir de aplicarlos a la producción agropecuaria. Se basa en esquemas de capitalización tradicional, existiendo, por tanto, un productor agropecuario que recibe el ganado en su inmueble rural que lo gestiona bajo las condiciones establecidas por contrato. Los sistemas productivos pueden ser tanto de cría como de engorde, dependiendo fundamentalmente del establecimiento rural. Se establecen contratos por la duración del ciclo productivo, con opciones de renta fija o variable, y modalidades sobre quien mantiene la propiedad del ganado. Un tercero, que es el promotor de esta opción de inversión, hace seguimiento del contrato, de la estrategia de producción aplicada por el gestor, y reporta a los inversores mediante informes periódicos.

Ejemplo 4: Conexión Ganadera

“Conexión Ganadera”²⁴ ofrece alternativas a inversores individuales en el sector ganadero. Canalizan fondos a distintos sistemas productivos de cría o engorde, lo cual determina las características del producto que se estructura: tasa de rentabilidad es fija o variable, el monto mínimo y el plazo de la inversión. Los aportes de los inversores se canalizan a productores ganaderos ya establecidos que requieren de algún tipo de financiamiento para apalancar su producción o para constituir sistemas de capitalización que son variantes de la capitalización tradicional. El respaldo o garantía de la inversión lo constituye el propio ganado.

4.8. Obligaciones Negociables

Las obligaciones negociables han tenido un desarrollo relativamente bajo en el Uruguay, siguiendo la tónica del desarrollo de todo el mercado de valores del país, y su emisión ha estado limitada, como se estableció más arriba, a empresas de relativo gran porte en Uruguay. Según los datos reportados más arriba por el BCU el circulante total de obligaciones negociables es de aproximadamente 340 millones de dólares lo que implica alrededor del 1% del circulante de oferta pública de valores. Según la Bolsa Electrónica de Valores de Montevideo, en la actualidad hay unas 15 emisiones vigentes y solamente tres de

²³ Ver información en: <https://www.bonoganadero.com.uy/>

²⁴ Ver información en: <https://conexionganadera.com/>

ellas están vinculadas al sector agropecuario: Citrícola Salteña S.A., Conaprole, e Industrias Sulfúricas del Uruguay S.A.²⁵

4.9. Fondos de financiamiento

La crisis económica de 2002 generó problemas financieros de diferente índole, entre ellos, un generalizado y dificultoso acceso al crédito. Dos rubros particularmente afectados fueron el lechero y el arrocerero, en los que se agregó un problema de endeudamiento en moneda extranjera agravado por la devaluación del Peso Uruguayo. En este contexto surgen los fondos de financiamiento con la finalidad de proveer crédito de una manera más sencilla, accesible, y menos burocrática a productores lecheros y arroceros. Cualquier productor puede acceder a financiamiento en condiciones más beneficiosas que el promedio del mercado, independientemente de su tamaño, posibilidad de establecer garantías, e incluso solvencia económica en el momento. Resumidamente, los fondos de financiamiento surgen a partir de identificar un flujo de fondos securitizable y que una institución financiera esté interesada en aportar financiamiento a cambio de un retorno. Esto se materializó para los dos sectores mencionados constituyéndose los llamados “fondos lecheros” y “fondos arroceros” con aportes de financiamiento, según el momento del tiempo, de las AFAPS, bancos estatales y privados y el Estado a través del Tesoro Nacional.

4.9.1. Ejemplo 1: Fondo de Financiamiento de la Actividad Lechera

Tabla 7. Características de los distintos fondos de financiamiento

	Año	Tipo	Millones de dólares	Financiamiento	Contribución pecuniaria
1ro	2003	FF público	26	AFAPS	Monto fijo reajutable por litro de leche al consumidor
2do	2007	FF privado	42,7	Oferta pública	Monto fijo reajutable por litro de leche al consumidor
3er	2016-2023	FF privado	78	BROU + BBVA	Monto fijo reajutable por litro de leche al consumidor

Fuente: Fondo de Financiamiento de la Actividad Lechera: <http://www.ffdsal.com/>

Como muestra la Tabla 7, el primer fondo lechero (Fondo de Financiamiento de la Actividad Lechera – FFAL) se constituyó en el año 2003 en un contexto complicado para el sector

²⁵ Información disponible en: <https://www.bvm.com.uy/operadores/emisores-de-obligaciones-negociables>

lechero que venía gestándose desde unos años atrás, pero luego de haber venido asistiendo a varios años de importante crecimiento. Desde 1999 el sector sufre una caída por las crisis financieras internacionales, comenzando por Brasil y luego seguida de Argentina en 2001, a lo que se le suma la devaluación del Peso Uruguayo y crisis financiera de Uruguay en 2002, que dejó a un importante conjunto de productores en una situación financiera delicada, sin poder hacer frente a sus obligaciones y con muy limitado acceso al crédito. Se agregan otros elementos más específicos del rubro como una sequía entre fin de 1999 e inicios del 2000, aplicación por parte de Brasil en 2001 de derechos antidumping a exportaciones de Uruguay, y brote de fiebre Aftosa en Uruguay en 2002 afectando también a productores lecheros (Vidal, 2003).

El FFAL se crea por Ley N 17.582 con el MGAP y el MEF como titulares y administradores, con potestad de “depositar, ceder, colocar, invertir, ofrecer en garantía o securitizar los fondos” recaudados. Las AFAPs aportaron 26 millones de dólares a cambio de la securitización del flujo de fondos resultante de este instrumento. El monto distribuido a cada productor se asignaba de acuerdo con el volumen de producción en periodos anteriores, y lo debían destinar en un 60% a pagar deudas contraídas con el BROU y el resto era de libre disponibilidad (y hasta 100% de disponibilidad si no tenían deudas). Por libre disponibilidad se entiende el monto recibido que no está obligado a utilizarlo para cancelar deudas contraídas y que el productor puede disponer para otras inversiones o gastos. Un atractivo especial de este instrumento es que a través de un acuerdo de canje de deuda pública con el BROU y el Ministerio de Economía y Finanzas, se permitía el pago de deudas al BROU con títulos de deuda pública y que el BROU los tomaba por su valor nominal. Dado que los productores los podían adquirir en el mercado a precios sensiblemente menores dada su depreciación a raíz de la crisis financiera, esto permitió que cada dólar destinado al abatimiento de deudas se multiplicara en promedio por 1,7.

El flujo de fondos que las AFAPs securitizan surge de una retención por parte de la industria de un monto fijo por cada litro de leche fluida (nacional o importada) vendida al consumo. Ese monto fijo, que eran 0,84 pesos uruguayos por litro de leche vendida al consumo, se computó considerando que los productores lecheros aceptaron un precio de venta a la industria menor al que indicaba la paramétrica de ajuste basada en los costos de producción y un aumento del precio al consumo menor al que correspondería del traslado de los costos. Esa retención se ajustaba cada 6 meses en función de la variación de la cotización del dólar estadounidense, pero en ninguna instancia podía superar al 3.5% del precio promedio de la leche. Esa contribución pecuniaria de los productores se extendería hasta que se cancele la obligación de 26 millones de dólares con las AFAPs. Ese flujo de fondos tenía una tasa interna de retorno para las AFAPs de 11%.

En 2007 se crea un segundo fondo (Fondo de Financiamiento y Desarrollo Sustentable de la Actividad Lechera – FFDSAL) pero en una coyuntura diferente pues el sector venía creciendo y tenía un futuro que se proyectaba como más positivo. Los objetivos eran “i) financiar la actividad lechera de los productores para aumentar la producción láctea, extender la actividad lechera, diversificar la obtención de productos lácteos, aumentar la

ocupación de mano de obra en el sector, y afinciar grupos familiares en el campo; ii) cancelar deudas contraídas con el fondo anterior, iii) Crear un fondo de hasta USD 1 millón destinado a financiar un tratamiento especial a los pequeños productores e inversiones destinadas al buen manejo de efluentes y control de la contaminación de las fuentes de agua en los predios explotados por dichos productores; y iv) cancelar las deudas que fueran contraídas para atender los objetivos anteriores.” El tratamiento especial para los pequeños productores consistió en otorgar un mínimo de 1.500 dólares independientemente de si su volumen de producción les permitía obtener ese monto (Plata y Vidal, 2008).

Otro aspecto distintivo respecto al FFAL I es que por Ley N 18.100 y Decreto reglamentario 194/007 de 2007, este segundo fondo se constituye como una Persona Jurídica de Derecho Público no Estatal. Esta figura permite dar mayor claridad desde el punto de vista administrativo y de representación ante autoridades y terceros, así como realizar las contrataciones de recursos humanos necesarios para el desempeño de las actividades (Plata y Vidal, 2008). Pero a su vez, otra diferencia es que este fondo se estructura utilizando el vehículo del fideicomiso financiero otorgándole también mayor solvencia institucional.

Los fondos se recaudaron mediante la oferta pública de títulos emitidos contra el fondo y alcanzaron aproximadamente USD 43 millones, que se distribuyó entre unos 3.200 productores, luego de reservar aproximadamente 2 millones para los objetivos iii) y iv) del fondo. La contribución pecuniaria para repagar el fondo se estableció en las mismas condiciones que el fondo anterior. Una vez que fue cancelado por completo el primer Fondo de Financiamiento de la Actividad Lechera (FFAL) en 2008, el fondo FFSAL comenzó a recaudar mediante los aportes correspondientes.

Se pueden construir ciertas críticas sobre este segundo fondo de financiamiento más allá de haber resultado exitoso en su implementación. El primero fondo fue realizado en un contexto complejo para la economía y el sector lechero en particular, y aportó un financiamiento en tiempos críticos, siendo positivo para el sector y valorado por los productores. No es el caso del segundo fondo, que para algunos actores, no fue necesario porque ese financiamiento se hubiera obtenido mediante otros mecanismos más tradicionales, evitando los aspectos negativos del sistema solidario que lo caracteriza, como ser el desincentivo a nuevos productores a entrar en el sector por tener la obligación de aportar al fondo, fundamentalmente en un momento de expansión de la actividad lechera que atraía nuevos actores (Deloitte, 2012).

En 2015, por Ley N 19.336, se creó un tercer fondo lechero (FFAL III) estructurado como fideicomiso financiero emitiendo títulos de deuda por un total de 78 millones de dólares que fueron adquiridos por el BROU y el Banco Bilbao de Vizcaya Argentina (BBVA) por 53,8 y 25 millones respectivamente. El flujo de fondos securitizado les otorgaba a estas instituciones un rendimiento de 4,5% anual en dólares. El repago se realiza mediante una prestación pecuniaria fijada en 0,769 dólares por litro, y ajustada de forma similar que el fondo anterior (Tambler, Rava, Salgado 2016).

Este fondo incorporó algunas modificaciones que tendieron a subsanar problemas surgidos en los anteriores, como por ejemplo, la creación de cuentas individuales de los productores que permitiría la compensación a productores a raíz de transferencias internas entre productores. Esto ocurría porque productores más dinámicos que registraban aumentos de productividad o expansión de actividad realizaban mayores contribuciones pecuniarias al fondo ante un financiamiento fijo recibido, mientras que aquellos que mantenían o reducían su producción contribuían menos en el tiempo para una prestación fija recibida. Esto a raíz del sistema solidario que caracterizó a estos fondos.

4.9.2. Ejemplo 2: Fondo de Financiamiento de la Actividad Arrocerá

El primer Fondo de Financiamiento y Recomposición de la Actividad Arrocerá (FFRAA), en adelante, el Fondo Arrocerá, se creó en 2003 (Tabla 8) por la Ley N 17.663 por un monto máximo de USD 35 millones, con destino a:

- a) Cancelar deudas de productores arroceros con el Banco de la República Oriental del Uruguay (BROU) y con las empresas industrializadoras y exportadoras, originadas en la actividad productiva;
- b) Financiar la actividad arrocerá;
- c) Cancelar deudas que fueran contraídas por el Fondo para atender los objetivos anteriores.

Fue un fondo de emisión de oferta pública, capitalizado con recursos de las AFAPs, que otorgaba a los productores del sector un porcentaje alto destinado a pagar deudas contraídas en el pasado, y una porción menor para libre disponibilidad del productor. El repago se realizó con una retención del 5% sobre el valor de exportación del arroz producido. El fondo se basa en un sistema solidario pues si una empresa entra al sector luego de establecido el Fondo y por tanto no recibió financiamiento, debe aportar de igual manera.

Tabla 8. Características de los distintos fondos de financiamiento

	Año	Tipo	Millones de dólares	Financiamiento	Contribución pecuniaria	Observaciones
1ro	2003	FF público	35	AFAPS	5% sobre export. arroz	Alto % en promedio destinado a pagar deuda, bajo % de libre disponibilidad
2do	2006	FF privado	12	BROU + Tesoro	5% sobre export. arroz	Tesoro Nacional pagó los intereses
3er	2014	FF privado	40	BROU	2% sobre export. de arroz	Se usó para cancelar deuda pero un alto porcentaje quedó para libre disponibilidad de los productores
4to	2016	FF privado	60	BROU + Itaú 10% + BBVA 10%	3% sobre export. de arroz	Se montó sobre el 3er fondo, en ese lapso, 1% aplicado a pagar el fondo anterior. Luego se siguió con el 3% aplicado totalmente al 4to.

Fuente: Asociación de Cultivadores de Arroz. Disponible en: <http://aca.com.uy/fondo-arrocero-ffraa-iv>

En el año 2006, se estableció un segundo fondo, en este caso privado y financiado por el BROU, por un monto de USD 12 millones, repagado de la misma manera. El tercer fondo, establecido en 2014, fue financiado por el BROU por un total de USD 40 millones y si bien se destinó al pago de deudas de los productores, había un alto porcentaje para libre disponibilidad. En este caso, se repagaba con un 2% sobre el valor de la exportación de arroz. Surgió como una solución a la falta de capital de giro de los productores, y es por eso que el porcentaje de libre disponibilidad es mayor.

El cuarto Fondo Arrocero se creó en 2016, solapado en el tiempo con el fondo anterior, financiado en un 80% por el BROU y el resto por bancos privados (Banco Itaú y el BBVA Bank). El repago se realizó con una retención del 3% sobre el valor de las exportaciones de arroz y como estaba solapado en el tiempo con el fondo anterior, implicaba un total de 5% de retención a los productores. Un 1% se destinaba a pagar el fondo anterior hasta tanto no se termine de repagar, y el restante 2% al propio fondo.

4.9.3. Ventajas y desventajas

Diferentes actores tienen distinta opinión sobre los fondos de financiamiento. Desde el punto de vista de las instituciones que financian los fondos de financiamiento de estas características, es considerada una herramienta beneficiosa por su balance entre

rentabilidad y riesgo; por un lado, se pacta a tasas cercanas al valor de mercado, y por otro, mitiga de manera importante el riesgo de cobro. Los financiadores reciben un pago único en los períodos estipulados de parte del administrador del fondo, no implicándoles el costo de transacción de administrar las cuentas individuales del alto número de productores que acceden a la herramienta. Si bien se mantiene el riesgo sistémico del sector arrocero o lechero, es justamente este riesgo al que ataca el fondo, porque apunta a asistirlo en una situación difícil de falta de financiamiento, liquidez, o problemas de rentabilidad, que eventualmente puede hacer “peligrar” el sector en sí mismo. El riesgo idiosincrático que tiene el banco cuando financia productores individuales no existe en el caso de los fondos, porque aquellos productores que abandonan el rubro son cubiertos por los que quedan. Esto está asociado al carácter solidario que discutimos más arriba. Otro aspecto positivo es la seguridad que tiene este flujo de fondos para los financiadores al existir una ley nacional que lo respalda, que obliga a todos los productores que exportan arroz o remiten leche a una planta industrial, y los demás casos que contempla, a aportar al fondo, configurando una situación de morosidad en caso de no hacerlo.

Para los productores es una forma conveniente de acceso a financiamiento en condiciones usualmente más beneficiosas que el crédito tradicional ya que les implica un calendario de pagos calzado con su flujo de fondos, tanto en el tiempo, porque los pagos se realizan cuando se ejecutan las exportaciones de arroz o se remite la leche a la planta industrial, como los montos, porque el pago representa un porcentaje de dichas ventas. Asimismo, tiene a mejorar el perfil y la posición del sector en la economía, ya que todos los productores activos contribuyen al fondo.

Esto se relaciona con el carácter solidario del fondo, ya que el hecho de que todos los productores activos aporten implica que también lo hacen aquellos que ingresaron al rubro luego de creado el fondo por tanto no accedieron a financiamiento. También aquellos que expandieron su actividad, que recibieron fondos por un valor proporcional a su tamaño previo pero su flujo de pagos van creciendo conforme su actividad se expande. Finalmente, la solidaridad del fondo también alcanza la situación en que productores abandonan el rubro luego de recibir el financiamiento pero previo al cierre del fondo; esos casos son cubiertos por los cotizantes del fondo evidenciando problemas de riesgo moral. Como se puede apreciar, ese mecanismo solidario tiene ventajas y desventajas según el caso del productor.

Es también más atractivo para los productores porque no deben presentar balances ante bancos para cancelar/refinanciar deudas, o tomar liquidez, que es lo que típicamente harían si operan directamente con el banco. No requieren presentar garantías para esta operación, ya que para el financiador esa retención que le realizan y la ley que la respalda operan como garantía. En suma, es un sistema menos engorroso que operar con un banco comercial. En términos generales, y frente al contexto que había en el Uruguay durante la crisis de 2002 que fue cuando se crearon, los fondos arroceros y lecheros fueron operaciones exitosas y positivas desde el punto de vista de los objetivos que tenían, permitiendo además que ambos sectores se mantuvieran activos y salieran fortalecidos.

Por otro lado, existe la crítica de que los últimos dos fondos se sobreutilizaron y no eran necesarios. Evidencia de esto es el alto porcentaje de libre disponibilidad que tenían los productores, que lo podrían haber obtenido mediante crédito tradicional. No todos los productores arroceros y lecheros se ven necesariamente beneficiados; expusimos los casos de los productores más dinámicos que aumentos de productividad y volumen de negocios les implica mayores contribuciones pecuniarias, no necesariamente recibiendo una contrapartida ya que les otorgaron un financiamiento al inicio según su producción histórica.

Hay una opinión generalizada de que los primeros fondos arroceros y lecheros fueron los más exitosos y positivos dadas las condiciones de la economía y la situación muy delicada de ambos sectores. Fue una salida inteligente y beneficiosa para todas las partes, y mismo en el caso de los productores antes mencionados, éstos se beneficiaron porque los fondos representaron una salida que permitió a todo el sector lechero y arrocero sobrellevar la crisis. También el tercer fondo arrocero se dio en un contexto que productores tenían escasez de capital de giro, pero no por un problema de endeudamiento generalizado. Pero los fondos se propiciaron por la buena experiencia que implicó el primero y porque luego de la crisis de 2002 los productores estaban reticentes a operar con la banca de manera tradicional, no solo por lo burocrático sino por las experiencias negativas en lo productivo y financiero que estaban aún muy presentes. Por su parte, el segundo fondo de lechería se creó en un momento que la lechería venía creciendo, las perspectivas eran positivas, cuestionándose la pertinencia de reinstaurar el fondo.

4.10. Seguros agropecuarios

Como se estableció en la sección de Instituciones financieras, las empresas aseguradoras con mayor presencia en el agro son BSE, Seguros Sura S.A., Compañía Cooperativa De Seguros Surco, Mapfre Uruguay Seguros S.A., y Sancor Seguros S.A.

Los productos que ofrecen en el sector se pueden dividir a grandes rasgos en seguros para forestación, cultivos extensivos, granja y ganadería. Estos se complementan con una serie de productos que ponen foco en el patrimonio del establecimiento y que son transversales a los rubros mencionados.

Un estudio reciente (Methol y Cortelezzi, 2018) evalúa la penetración de seguros en el sector agropecuario en aproximadamente 1% del PBI agropecuario, nivel similar al de la Unión Europea y alto en una comparación más global.

Detallamos a continuación las coberturas disponibles en el mercado para los distintos rubros productivos. En forestación, típicamente las coberturas abarcan:

- Plantaciones forestales (eucaliptos, pinos) contra los riesgos de incendio, huracanes, tornados y tempestades
- Productos utilizados (aprobados) para la extinción de incendios
- Viveros forestales

- Madera apilada

En cultivos extensivos, la paleta es más amplia y abarca:

- Lluvia en exceso
- Falta de piso para la cosecha (que determina la imposibilidad de realizar la cosecha)
- Granizo para cereales y oleaginosas
- Viento
- Heladas
- Resiembra (debido a efectos climáticos en las fases inmediatas a la instalación del cultivo)
- Sequía
- Seguro índice de sequía para Soja basado en el Índice de Porcentaje de Agua Disponible (PAD) de INIA
- Seguro de Rendimiento mínimo garantizado para soja y maíz

En cultivos extensivos, existe una importante penetración de seguros de aproximadamente 70% según datos de 2017/2018 (Methol y Cortelezzi, 2018), La principal cobertura y que prácticamente está incorporada a los costos de producción es contra granizo agregando algunas coberturas adicionales como incendio, viento, resiembra, imposibilidad de cosecha, entre otros). Sin embargo, ese mismo estudio plantea la existencia de una demanda insatisfecha de seguros de rendimiento mínimo. El producto arriba mencionado y de reciente salida al mercado viene a satisfacer parcialmente dicha demanda.

En la producción horti-frutícola, los productos cambian según el cultivo, pero los principales son:

- Granizo
- Heladas
- Incendio, huracanes, tornados y tempestades que afectan construcciones de estructuras de frutales y vid, invernáculos, criaderos de cerdos y aves, y colmenas.
- Seguro de índice exceso de lluvia en hortalizas (Departamentos de Montevideo y Canelones)

Como se desarrolla en la Sección 5.7, el nivel de penetración de seguros en la granja es de aproximadamente 40%, variando según el tipo de cultivo, que va desde 70% en frutales de hoja caduca, 40% en invernáculos y 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 (Rodeo de cría, engorde, animales de pedigree), independientemente del tipo de sistema productivo (gandería extensiva, feedlot, lechería). Cubren la muerte de animales por enfermedades no preexistentes, inutilización por accidente traumático, transporte de

animales. Existen coberturas especiales para consignatarios y rematadores de ganado para riesgos del manejo grupal o individual.

Los seguros patrimoniales buscan cubrir riesgos en las instalaciones y en el desempeño de la actividad: incendio, hurto o vandalismo, daño en equipos eléctricos, maquinaria agrícola, plantas de silos, silos bolsa, responsabilidad civil.

Uruguay no escapa a la tendencia global de surgimiento de seguros en base a índice (GIZ 2016). Destacamos tres productos que se implementaron en Uruguay, y que se mencionaron más arriba.

- Seguro índice de sequía para Soja basado en el Índice de Porcentaje de Agua Disponible (PAD) de INIA
- Seguro de índice exceso de lluvia en hortalizas (Departamentos de Montevideo y Canelones)
- Piloto de Seguro índice para Productores Ganaderos basado en el Índice NDVI (Índice de Vegetación Normalizado), (2015-2017)

4.11. Servicios de pago y captación de ahorro tradicional

Desarrollamos brevemente la cobertura ofrecida por las instituciones prestadoras de servicios financieros de pagos y captación de ahorro tradicional, destacando los productos que ofrecen y su distribución geográfica. Desarrollamos los servicios que prestan los bancos comerciales, cooperativas de ahorro y crédito, redes de pago y cobranza, y red de cajeros electrónicos.

AZM (2011) plantea la importancia de desarrollar instrumentos que brinden servicios de liquidez y ahorro a la población rural, que pueden constituirse en diferentes formas como cuentas corrientes, cuentas de ahorros y otros servicios financieros, con el objetivo de permitirle a los depositantes administrar sus flujos de efectivo y sus ahorros, al tiempo de mitigar algunos riesgos de los productores rurales.

4.11.1. Bancos comerciales

La captación de depósitos es junto al otorgamiento de créditos, uno de los servicios más tradicionales prestado por los bancos comerciales. Los bancos comerciales ofrecen este servicio a través de su red de sucursales en todo el país y servicios en línea. Dada la distribución geográfica de los bancos comerciales que se muestra en la Figura 7, si bien el sur del país tiene una mayor cobertura de sucursales, y el BROU es el banco que posee la red de sucursales más extendida, los restantes bancos comerciales privados (Santander, Scotiabank, Itau y Banes) también tienen importante presencia fuera de la capital del país. Esto otorga a productores rurales un significativo acceso a los servicios de captación de ahorro, sobre todo en el interior del país.

Los servicios prestados en las sucursales varían en función de diversos factores. En principio, todas ellas tienen el servicio esencial de captación de depósitos y retiro de

efectivo, servicio que con mayor frecuencia los bancos han tendido a desviar hacia su red de cajeros automáticos y servicios en línea, desincentivando la presencia de público “en ventanilla.” En efecto, todas las sucursales bancarias cuentan cajeros automáticos para retiro de efectivo y depósito de dinero y cheques.

4.11.2. Cooperativas de ahorro y crédito y Entidades financieras de crédito al consumo

Las cooperativas de ahorro y crédito y las Entidades financieras de crédito al consumo son otro importante prestador de servicios financieros. Si bien su foco está puesto en el otorgamiento de crédito principalmente para el consumo, no deja de ser una alternativa disponible para captar depósitos de sus clientes.

4.11.3. Red de cajeros automáticos

En Uruguay existen dos redes de cajeros automáticos, REDBROU respaldada y de propiedad del estatal Banco de la República Oriental del Uruguay, y BANRED respaldada y de propiedad de las principales instituciones financieras privadas del país. Permite a los usuarios operar sus cuentas bancarias las 24 horas del día de los 365 días del año, accediendo a servicios de retiro de efectivo, transferencias de dinero entre cuentas, consulta de saldos, y en algunos casos depósitos de efectivo y cheques.

La alta bancarización de los agentes económicos de Uruguay y la exigencia de las autoridades reguladoras de realizar electrónicamente un número creciente de transacciones ha puesto presión sobre esta red de cajeros automáticos y demandado una fuerte presencia territorial en todo el país. Por ejemplo, REDBROU cuenta con aproximadamente 400 cajeros distribuidos en todo el país, y el mapa en la Figura 8 muestra la localización geográfica de los cajeros automáticos de BANRED.

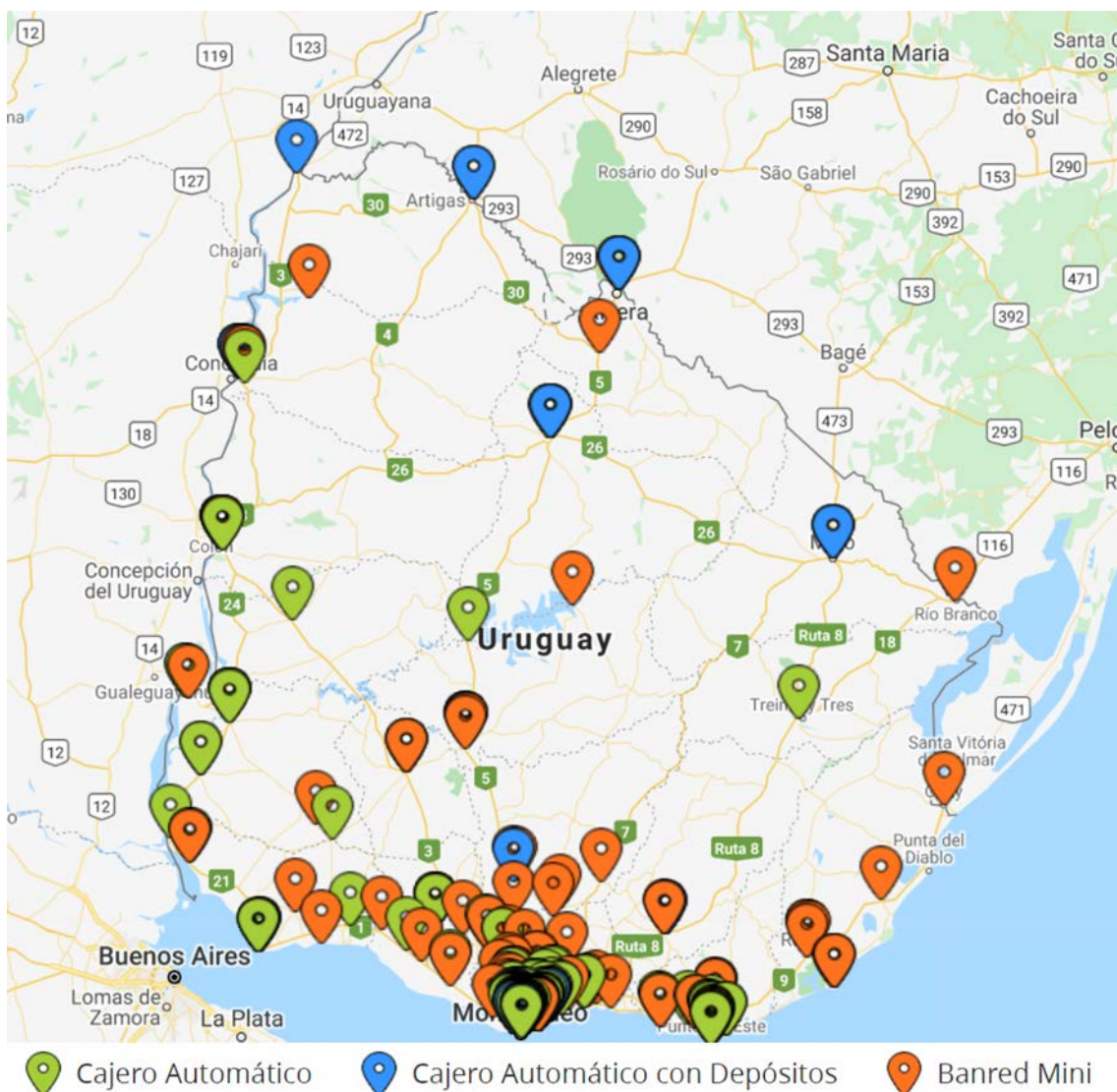


Figura 8. Red de cajeros automáticos BANRED. Fuente BANRED. Disponible en: <https://www.banred.com.uy/institu/cajeros/>

4.11.4. Red de Cobranzas y Pagos

Uruguay tiene una vasta red de locales de cobranzas y pagos, Abitab y Redpagos, con una importante distribución geográfica en todo el país, que prestan una serie de servicios financieros relevantes. La red de locales de Abitab la forman 323 sucursales, mientras que la de RedPagos cuenta con 464, en ambos casos distribuidos en todo el país, y con una fuerte presencia en el interior del país. Esta presencia en el interior del país es relevante para acercar estos servicios a los productores rurales.

La Ley de Inclusión Financiera (descrita en más detalle abajo), también contribuyó a que esta red cobrara mayor relevancia, ya que la mayor bancarización de agentes económicos llevó a incrementar la demanda de servicios financieros que éstas prestan.

Si bien estas dos redes surgieron con el objetivo inicial de canalizar el pago de facturas de servicios estatales y servicios prestados por empresas privadas, con el tiempo fueron agregando diversos servicios financieros como ser pago de sueldos y pasividades, giros y transferencias nacionales e internacionales de dinero, entre otros. Asimismo, han incorporado pequeñas terminales de cajeros automáticos (mini ATM) que permiten prestar los mismos servicios que los bancos comerciales prestan en sus propios cajeros automáticos: retiro de efectivo, transferencias entre cuentas bancarias, consulta de saldo, pero fundamentalmente captación de depósito bancario de efectivo (a cuentas bancarias propias y de terceros) que no está disponible en la mayoría de los cajeros.

De esta forma, mostramos cómo se ha generado una importante interconexión entre los bancos comerciales y los cajeros automáticos por un lado, y esta red de pagos y cobranzas por otro, que no solo prestan sus propios servicios financieros, sino que además extendieron geográficamente los servicios prestados por los bancos comerciales.

4.11.5. Ley de Inclusión Financiera, Ley N 19.210

La Ley de Inclusión Financiera es una iniciativa gubernamental que tiene como objetivo regular los medios de pago electrónicos permitiendo el acceso a servicios bancarios a toda la población y, en consecuencia, formalizar la economía.

Establece que el pago de sueldos, honorarios, pasividades, beneficios sociales y otras prestaciones, debe realizarse a través de una cuenta bancaria o de dinero electrónico a partir del 1ro. de octubre de 2015. El trabajador elegirá, en acuerdo con su empleador, el banco o la institución a través de la cual recibirá sus remuneraciones (por más detalles, ver sección 5.2).

Esta ley implicó la bancarización de todos los trabajadores formalizados, fundamentalmente a partir de que les proporcionó acceso a una cuenta corriente bancaria, con todos los servicios asociados como tarjeta de débito y crédito, capacidad de realizar depósitos, recibir y enviar transferencias de dinero electrónico, y mayor facilidad para acceso al crédito bancario.

En este contexto, cobraron mayor relevancia todos los servicios de pago y captación de ahorro, pero fundamentalmente la red de cajeros automáticos y la red de Cobranzas y Pagos, pues implica una mayor demanda de sus servicios.

Recientemente, la Ley de Urgente Consideración (Ley N 19.889 de 2020) agrega el efectivo como un medio de pago de remuneraciones a trabajadores dependientes, levantando una restricción importante que generaba dificultades en algunas situaciones puntuales. En particular, era un reclamo de algunos actores del sector agropecuario por las dificultades que implicaba a trabajadores rurales recibir electrónicamente su salario cuando residían o

trabajaban en sitios alejados de los servicios financieros básicos de retiro de efectivo, así como también a productores familiares, que requieran pagar salarios sobre todo a trabajadores jornaleros y zafrales. Asimismo, planteaban que la restricción podía contribuir a la informalidad, cuya reducción es en última instancia, uno de los principales objetivos de la Ley.

Más allá de que este reclamo fue atendido, el efecto que tuvo la Ley de Inclusión Financiera desde su inicio fue suficientemente alto para que estos casos mencionados sean una fracción menor de la cobertura en individuos, número de transacciones y monto de éstas.

5. POLITICAS PÚBLICAS

Repasamos las principales políticas públicas que buscan el desarrollo del sector financiero en general, poniendo énfasis en aquellas que impulsan el sistema financiero agropecuario. Primeramente, nos centramos en políticas transversales que también tienen efectos sobre el sector agropecuario, como la Ley de Promoción de Inversiones, la Ley de Inclusión Financiera, la ley de creación de fideicomisos financieros, y la creación de los fondos de garantía. Seguidamente detallamos una serie de políticas públicas sectoriales impulsadas por el Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca en conjunto con otros actores gubernamentales.

5.1. Ley de Promoción de Inversiones y Exportaciones

Uruguay cuenta con un marco legal de promoción de inversiones y exportaciones (Ley N° 16.906 y sus decretos reglamentarios decretos 455/007 y 002/2012), a través del cual se otorgan exoneraciones fiscales a los proyectos de inversión que cumplan una serie de requisitos. Entre los principales puntos otorga la declaratoria de interés nacional a la promoción y protección de inversiones realizadas por inversores tanto nacionales como extranjeros en el territorio nacional, y además otorga una serie de beneficios fiscales generales para todas las inversiones comprendidas y otros beneficios para inversiones específicas. A su vez, garantiza la libertad para transferir al exterior capitales y utilidades en cualquier moneda, ya que la regulación cambiaria permite la libre convertibilidad de monedas.

Los beneficios fiscales por exoneración de tributos comprenden a los agentes económicos que tributan Impuesto a las Rentas de las Actividades Económicas (IRAE) e Impuesto a la Enajenación de Bienes Agropecuarios (IMEBA), ya sea giren en rubros del sector industrial, agropecuario y Cooperativas.

Los siguientes beneficios son otorgados de manera automática a los bienes muebles destinados directamente al ciclo productivo (máquinas industriales, instalaciones industriales, maquinaria agrícola, y vehículos utilitarios), y a los equipos para el

procesamiento electrónico de datos, así como a todos los bienes muebles necesarios para el funcionamiento integral de estos últimos:

- Exoneración del Impuesto al Patrimonio (IP) a los bienes referidos, los cuales se consideran como activo gravado a los efectos de la deducción de pasivos para el cálculo del impuesto. La presente exoneración no operará en el caso de que los bienes referidos deban valuarse en forma ficta.
- Exoneración del IP a los reproductores machos y hembras, vacunos y ovinos, y el ganado lechero, que cumplan con lo establecido en el decreto N° 59/998.
- Exoneración del IVA a la importación y devolución del IVA incluido en las adquisiciones en plaza de estos bienes.
- Exoneración del Impuesto Específico Interno (IMESI) a la importación de los bienes referidos.

Asimismo, otra serie de beneficios automáticos son otorgados a bienes intangibles como ser marcas, patentes, modelos industriales, privilegios, derechos de autor, valores llave, nombres comerciales, entre otros.

Por su parte, una serie de beneficios específicos pueden ser otorgados a los proyectos de inversión promovidos por micro y pequeñas empresas, empresas con ingresos menores a cierto umbral, y aquellos según reglamentación que consta en los artículos 10 a 17 de la Ley de Inversiones, y en los siguientes decretos: Decreto N° 092/998, Decreto N° 455/007, Decreto N° 002/012, Decreto N° 299/015, y Decreto 143/018.

La COMAP (Comisión de Aplicación de la Ley de Inversiones) es la encargada de evaluar los proyectos para determinar el porcentaje de exoneración del IRAE, según el puntaje obtenidos de 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%. A mayor puntaje obtenido en estas dimensiones, mayor es la exoneración del IRAE, que no podrá ser inferior al 20% y superior al 100% de la inversión. El plazo para gozar del beneficio no debe ser inferior a 3 años. Finalmente, existe un tratamiento especial para proyectos de gran significancia.

Como se estableció, existen regímenes específicos para sectores promovidos. Los que pertenecen al sector agropecuario son:

- i) Fabricación de maquinarias y equipos agrícolas (Ley N° 16.906, Ley N° 19637, Decreto N° 220/998, Decreto N° 346/009 y Decreto N° 006/010)
- ii) Producción de biocombustibles: biodiesel y alcohol carburante (Ley N° 17.567, Ley N° 18.195, Ley N° 19.289 y Decreto N° 523/008)
- iii) Forestación (Ley N° 15.939, Ley N° 18.245, Título 4° del Texto Ordenado, Ley N° 18.083 y Decretos Reglamentarios).

5.2. Fideicomisos Financieros

La Ley N 17.703 de 2003 crea los fideicomisos financieros en Uruguay, y a partir de entonces se han tornado en un vehículo financiero de uso sumamente extendido para la estructuración de los más diversos negocios, y para algunos actores del sector financiero, adquirieron su madurez a partir de la segunda mitad de la década de los años 2000.

En la sección de Instrumentos Financieros detallamos los productos que hemos identificado que están constituidos a partir de fideicomisos. Encontramos ejemplos relacionados a prácticamente todos los rubros productivos, aportando soluciones para proveer financiamiento a productores de diverso tamaño, así como también aportando alternativas para captar ahorro de privados que se canalizan al sector agropecuario.

En el caso de los fideicomisos de emisión de oferta pública, inversores institucionales como las AFAPS pueden participar y han sido importantes dinamizadores de este instrumento, apoyado por modificaciones que ha ido teniendo la normativa del Banco Central que les ha permitido ir aumentando su exposición a activos domésticos de renta variable, como los llamados activos alternativos, y ha aumentado los límites máximos de tenencia de cartera en dólares americanos. También se ha evaluando la participación en inversiones que no tienen grado inversor.

En este sentido, los fideicomisos financieros han sido un vehículo que ha contribuido significativamente al desarrollo del sector financiero rural. Como se destacó en la sección de Productos Financieros, el sector agropecuario no ha sido la excepción, y ha captado importantes inversiones de AFAPS mediante este vehículo.

Hay, sin embargo, otros aspectos de la normativa bancocentralista que implica desafíos para las AFAPS para continuar incrementando su cartera en estos activos, según surge de entrevistas realizadas para este estudio. Por un lado, la limitante a exposición máxima de 15% en activos alternativos de un mismo sector de actividad según el código CIIU. También la existencia de un tope máximo de 70% de inversión de una misma AFAP en un fideicomiso financiero, y de un máximo de 20% de participación en una empresa privada. Estos topes afectan a todas las AFAPS pero en mayor significancia a las AFAPS de mayor participación en el mercado.

5.3. Sistemas de Garantía (SiGa)

Otra política pública que contribuye al desarrollo del sistema financiero del país es la creación del Sistema Nacional de Garantías para empresas (SiGa), que se constituye para contribuir a solucionar el problema de acceso a garantías de crédito por parte de micro, pequeñas y medianas empresas. Surge por Ley N° 18.362, Art. 505 de 2008 y decretos reglamentarios (773/2008) y comprende a empresas de todos los rubros productivos. SiGa está regulada por el Banco Central y es administrada por la Corporación Nacional

Financiera Administradora de Fondos de Inversión (CONAFIN AFISA) que es 100% propiedad de la Corporación Nacional para el Desarrollo (CND).

El SiGa cuenta con una serie de fondos de garantía como SIGA Pymes, Siga Micro, SiGa Plus, SiGa Emergencia. Todos estos constituyen soluciones que no discriminan por sector de actividad, pudiendo empresas del sector agropecuario acceder en tanto cumplan las condiciones de elegibilidad. Asimismo, como se desarrolló en la sección de Instituciones Financieras y de Productos Financieros, existe el FOGALE (Fondo de Garantía Lechero) que es exclusivo para el sector lechero y el SiGa Arroz que es exclusivo para el sector arrocerero.

5.4. Fondos de financiamiento para el sector lechero y arrocerero

Una iniciativa de política pública que surgió en un momento particular y con el objetivo de resolver una problemática específica, fue la creación de los fondos de financiamiento para el sector lechero y el sector arrocerero. Ambos fondos fueron desarrollados en detalle en las secciones de Instituciones Financieras y de Productos Financieros. El contexto era la salida de la crisis económica del 2002 que había dejado problemas financieros importantes, en particular, una dificultad generalizada de acceso al crédito tradicional, además de un elevado nivel de endeudamiento en moneda extranjera (principalmente dólares americanos) en todos los sectores de la economía, y el agropecuario no fue la excepción.

Estos fondos de financiamiento permitieron proveer financiamiento a productores lecheros y arroceros en condiciones más beneficiosas que el promedio del mercado, independientemente de su tamaño, posibilidad de establecer garantías, e incluso solvencia económica en el momento, y de una manera más sencilla, accesible, y menos burocrática.

Las principales claves de estos fondos es que se detecta un flujo de fondos en el sector productivo en cuestión que pueda ser securitizable, una institución financiera aporta todo el financiamiento a cambio de un retorno fijado previamente, y los productores reciben el financiamiento que luego van cancelando (capital más intereses) mediante una contribución pecuniaria periódica asociada a una fracción de ese flujo de fondos identificado.

Los fondos de financiamiento se vieron impulsados a su vez, con la aprobación de la ley de creación de los fideicomisos financieros, ya que éstos adoptaron este vehículo financiero para su estructuración. También, de los sucesivos cambios en la normativa de las AFAPS, que poco a poco fue permitiendo mayor participación de activos de renta variable en la cartera que compone sus Fondos de Acumulación.

En la sección de Instrumentos financieros se desarrollan sus principales características, como el carácter mandatorio que implicaba que todo productor debía recibir el financiamiento, su carácter solidario y las consecuencias que ello implicaba, la forma de determinar las contribuciones pecuniarias, y las sucesivas renovaciones de los fondos

creados. Asimismo, se destacan las ventajas y desventajas que se derivan de dichas características.

5.5. Fondos gestionados por el MGAP

El MGAP ha constituido una serie de programas de financiamiento para productores rurales, enmarcados en los objetivos estratégicos de la cartera. Estos programas, que se constituyen a partir de fondos de endeudamiento (BID y Banco Mundial), donaciones no reembolsables (Fondo de adaptación del Protocolo de Kyoto), y fondos públicos, se ejecutan a través de convocatorias o llamados que tienen objetivos específicos, ya sea porque apuntan a financiar un tipo de inversión particular, o bien apuntan a un rubro productivo particular (ganadería bovina u ovina en campo natural, cultivos, lechería, etc.), o están dirigidos a proyectos de fortalecimiento institucional de asociaciones de productores. En este sentido, los llamados pueden ser a productores individuales o a organizaciones de productores. Desarrollamos los principales tres programas.

5.5.1. Desarrollo y Adaptación al Cambio Climático (DACC)

El objetivo general del Proyecto es “apoyar a los productores rurales para desarrollar un uso sostenible de los recursos naturales generando una mayor adaptación a la variabilidad y cambio climático, promoviendo una modernización de la gestión del MGAP en el área de información y servicios relacionados al clima y los recursos naturales.”

Surge a partir de un préstamo del Banco Mundial en 2012 en cuyo Componente 2 está prevista la creación de este fondo por USD 59 millones en un primer tramo y USD 48 millones en un segundo tramo, y está vigente en la actualidad.

Financia sub-proyectos de productores rurales familiares y medianos que impliquen inversión en activos que reduzcan la vulnerabilidad y promuevan la adaptación al cambio climático (diversificación productiva, riego, almacenamiento y uso eficiente de agua, incorporación de genética animal, asistencia técnica, entre otros.), ya sea de productores individuales como en estrategias asociativas.

5.5.2. Ganaderos Familiares y Cambio Climático (GFCC)

El proyecto Ganaderos Familiares y Cambio Climático (GFCC/AF) es financiado con una donación no reembolsable de USD 10 millones del Fondo de Adaptación creado en el marco del Protocolo de Kyoto. Promueve la adaptación al cambio climático de productores ganaderos localizados en zonas agroecológica del país particularmente vulnerables a la variabilidad y al cambio climático.

En su Componente 1 (por 7,3 millones), se financian inversiones a productores familiares ganaderos (bovinos y ovinos), individuales o asociativas, tendientes a disminuir la vulnerabilidad y aumentar la resiliencia a las sequías y a la variabilidad climática. Entre otros, se han financiado la producción de forraje para el ganado, generación de agua para abrevadero de ganado y construcción de sombra y abrigo para el ganado.

5.5.3. Programa de Desarrollo Productivo Rural (PDPR)

Surge de un préstamo del BID por USD 24 millones y tiene como objetivo “mejorar los ingresos de productores agropecuarios familiares, pequeños y medianos, buscando incrementar su productividad a través de la adopción y adaptación de tecnologías, y del fortalecimiento institucional.” Comenzó a ejecutarse en 2013 y abarca a productores en todo el país (Duran et al. 2018). En su componente 1 de apoyo productivo, apunta a otorgar subsidios parciales para la incorporación y adaptación de tecnología destinadas a mejorar la producción predial. Esto se materializa a través de llamados en los que productores o asociaciones de esto presentan planes de gestión elaborados por ellos mismos o por técnicos privados habilitados a tal fin.

Otro componente de este proyecto apunta al fortalecimiento institucional de organizaciones rurales para mejorar su capacidad de analizar, proponer e implementar acciones con los productores cuyo objetivo sea de aumento de producción, de promoción de la permanencia en el medio rural, y de fomento a la integración a la institución de productores y otros pobladores rurales del entorno.

En el caso de convocatorias individuales la modalidad más extendida es que el productor presenta un proyecto alineado con los objetivos de la convocatoria, que puede ser elaborado por el propio productor o por un técnico habilitado por el MGAP. El productor recibe un monto no reembolsable de un máximo de aproximadamente USD 8 mil, y debe existir una contrapartida de parte del productor no inferior al 20% de lo recibido de parte del proyecto. El MGAP a través de sus unidades ejecutoras monitorea la ejecución y seguimiento de la inversión predial.

El Proyecto GFCC, el proyecto DACC, el proyecto PDPR constituyen tres instrumentos del MGAP para otorgar apoyo financiero a productores rurales principalmente familiares, pequeños y medianos, que se enmarquen en estrategias que incluyen aumento de la productividad, adaptación a la variabilidad y el cambio climático en el sector agropecuario. Conjuntamente, y desde su constitución hasta diciembre de 2020, estos proyectos han financiado aproximadamente 13.500 beneficiarios en convocatorias a productores individuales por un total de USD 73 millones (10 de los cuales a través de asistencia técnica y el resto a través de inversiones en activos). Adicionalmente, aproximadamente USD 20 millones han financiado proyectos que consisten en estrategias asociativas de productores y proyectos de fortalecimiento institucional que involucran o afectan a unos 27 mil productores. Cabe notar que el universo de productores alcanzados por estos proyectos es menor a la suma pues un número significativo de productores se han presentado y beneficiado de más de una convocatoria.

5.5.4. Fondo de Fomento de la Granja (ex - Fondo de Reconstrucción y Fomento de la Granja FRFG)

Se creó por Ley N 18.827 de 2011 con el objetivo de promover el desarrollo activo del sector. Los objetivos del fondo son: i) financiar y amortizar deudas contraídas por los productores con anterioridad a, y a raíz de, la crisis económica de 2002 tanto con el BROU como con otros bancos estatales como el Banco de Previsión Social y el Banco Hipotecario del Uruguay, ii) establecer un sistema de gestión de riesgos climáticos, iii) promover un sistema de garantías para acceso a crédito, iv) indemnizar o financiar costos asociados a desastres climáticos no cubiertos por los sistemas de seguros (ver Sección 5.7), v) promover la integración de productores granjeros a cadenas agroindustriales y comerciales, vi) promover un sistema de inocuidad de alimentos para fomentar las exportaciones del sector.

Esta Ley construye sobre una anterior que creó el Fondo de Reconstrucción y Fomento de la Granja (Ley N 17.503 de 2002) que es el antecedente principal del citado Fondo, y que había surgido para atender en primera instancia una situación puntual ocasionada por un tornado que afectó a unos 2.000 productores horti-frutícolas de la zona sur del país donde se concentra la mayor porción de productores del sector, y también buscó y proporcionó una solución de más largo plazo a la exposición de los productores a desastres climáticos (Peixoto 2010).

Inicialmente, se financiaba mediante la recaudación del Impuesto al Valor Agregado (IVA) aplicado a frutas, hortalizas y flores; sin embargo, a partir de Julio de 2016 (Ley N 19.407) cuenta con una partida presupuestal de Rentas Generales de 350 millones de pesos uruguayos (unos USD 9,38 millones) que le da carácter definitivo al fondo ya que lo desvincula de la recaudación de ese impuesto. Esto le da seguridad para el mediano y largo plazo, y permite cumplir sus objetivos atendiendo a situaciones muy diversas y con múltiples instrumentos (Tambler y Ackermann 2016). Los fondos son administrados por el MGAP y recibe el asesoramiento técnico de la Junta Nacional de la Granja (JUNAGRA) para la utilización de los fondos.

5.5.5. Fondo de Desarrollo Rural (FDR)

El Fondo de Desarrollo Rural se crea por la Ley N 18.719 de Presupuesto Nacional 2010-2014, Art. 383 y Decreto reglamentario N 296/011, y es gestionado desde la Dirección de Desarrollo Rural del MGAP.

Entre sus principales objetivos están i) elaborar y financiar los planes y proyectos de desarrollo rural, ii) promover inversiones en infraestructura que promuevan el empleo y el desarrollo rural a mediano y largo plazo, iii) fomentar el acceso a la tierra a productores familiares, medianos y trabajadores rurales, iv) establecer apoyos diferenciales para atender los riesgos que no estén cubiertos por otros planes o programas, v) financiar total o parcialmente proyectos de inversiones en infraestructura predial, vi) promover y financiar total o parcialmente planes de producción responsable para la sostenibilidad de los recursos naturales, la biodiversidad, y la adaptación al cambio climático, vii) financiar asistencia técnica integral, extensión y capacitación, viii) financiar el fortalecimiento

institucional público y privado, ix) financiar proyectos que favorezcan en forma diferencial la inserción de los productores en las cadenas productivas.

El fondo se apoya en el sistema de registro voluntario de productores familiares, siendo indispensable pertenecer y no tener obligaciones pendientes, para recibir los apoyos respectivos. Su accionar también apunta a los pescadores artesanales, los asalariados rurales y la población rural, los grupos y organizaciones que nuclean a dicha población. Los apoyos son otorgados a partir de llamados o convocatorias a productores individuales o asociaciones de productores, a los cuales se llega con financiamiento y ayuda de manera directa o a través de instituciones establecidas previamente identificadas que los nuclean. Para el caso de productores individuales los apoyos son de aproximadamente USD 8 mil por productor y cuando se trata de estrategias asociativas los montos por proyecto son mayores, incluso por productor asociado.

5.5.6. Fondo Agropecuario de Emergencias (FAE)

Mediante la Ley N 18.362 de Rendición de Cuentas Art. 207 y Decreto reglamentario N 829/008, se creó el Fondo Agropecuario de Emergencias con el objetivo de atender las “pérdidas en las materias involucradas en la actividad productiva de los establecimientos afectados por emergencias agropecuarias, lo que podrá materializarse en apoyo financiero, infraestructuras productivas o insumos que contribuyan a recuperar las capacidades perdidas como resultado del evento ocurrido.” El fondo es administrado por el MGAP, determinando la modalidad de distribución de los fondos entre los productores afectados y las zonas geográficas de afectación. Recibe asistencia de técnicos del propio Ministerio, del Ministerio de Economía y Finanzas, del Instituto Uruguayo de Meteorología (INUMET) y del Sistema Nacional de Información Agropecuaria (SNIA).

El fondo ha canalizado la ayuda mediante deferentes modalidades según la época y según el tipo de emergencia climática. Por ejemplo, en el caso de sequías que afectan el ganado bovino y ovino en zonas geográficas localizadas, ha variado entre provisión directa de forraje para el ganado canalizado a través de cooperativas y asociaciones de productores rurales, transferencias en efectivo a ser utilizadas exclusivamente para la compra de forraje y suplementos, y exoneración o descuento de tasas de interés en el financiamiento de compra de estos productos.

5.6. Políticas relacionadas a seguros agropecuarios

Desde 2002, a través de un convenio entre el MGAP y el BSE, se viene aplicando una política de subsidio a las primas de seguro en el sector granjero. Este dio creación al Fondo de Fomento de la Granja (FFG, ex - Fondo de Reconstrucción y Fomento de la Granja). Entre sus objetivos estaba fomentar la reducida penetración de los seguros en el sector, reducir las relativamente altas primas de seguro y generar condiciones para una mayor oferta de

coberturas. También, trasladar al mercado de seguros la mayor cantidad de riesgos posibles, limitando los apoyos públicos directos solo a eventos climáticos que no cuenten con cobertura. Asimismo, por su alta concentración y localización en el sur del país, se notaba la alta exposición del sector a eventos climáticos extremos, así como también la importancia social del sector por su elevado número de productores familiares y relevancia para la seguridad alimentaria. El sistema de subsidios se ha ido renovando e introduciendo modificaciones en los criterios de asignación, siendo las dos últimas modificaciones en 2017 y 2019 (Cortelezzi, Díaz y Methol, 2019).

El criterio de asignación de subsidio se basa en la llamada “hectárea equivalente” que permite agregar áreas de producción granjera con diferentes cultivos caracterizados por distinta intensidad de inversión en capital y costo de producción. Se toma como referencia el cultivo de manzana Red Delicious. El porcentaje de subsidio de la prima de seguros se otorga en función de la cantidad de hectáreas equivalentes del productor, yendo de 90% para productores de hasta 6 ha equivalentes a 35% (como máximo) para productores con más de 40 ha equivalentes.

El estudio de Cortelezzi, Díaz, Methol (2019) releva la penetración de los seguros en la granja por tipo de cultivo, que según datos de 2019, era de aproximadamente 40% para el total de los cultivos asegurados (70% en frutales de hoja caduca, 40% en invernáculos y 20% en horticultura de campo). Es importante notar que los niveles de penetración en 2002, año de creación del Fondo, rondaban el 10%.

El monto de estos apoyos específicos en la zafra 2019/2020 es de aproximadamente 3,6 millones de USD, levemente superior al del año anterior (más de 3,5 millones), que implican un subsidio promedio de la prima de un 68% (Ackermann y Díaz, 2020).

El MGAP en convenio con otras instituciones del sector, llevó adelante una prueba piloto de tres años (2015/16 – 2017/18) de un seguro de índice para la ganadería. El objetivo de este tipo de seguros es reducir pérdidas de producción y procreo en los sistemas de cría, mediante la cobertura del costo incremental de suplementación del ganado durante la primavera y verano. Este período es determinante para la producción anual de pasturas y es crítico para los requerimientos nutricionales del ganado de cría (Methol, Mila y Cortelezzi, 2018).

Se basa en el índice NDVI mensual y a escala de Seccional Policial medido sobre pasturas permanentes. La unidad de cobertura es la seccional policial y cubre a todos los productores que adquieren el seguro en dicha seccional. La cobertura es exclusivamente sobre el 50% u 80% de las vacas de cría según sean productores familiares o medianos y con un máximo de 350 vacas. El seguro lo toma una asociación de productores por cuenta de los productores asegurados que son beneficiarios de la póliza. En la prueba piloto, que abarcó un período en el que ocurrieron condiciones de severo déficit hídrico, el seguro se activó en las zonas más afectadas. El piloto se evaluó positivamente y en Methol, Mila y Cortelezzi (2018) se aportan algunos elementos importantes para su escalamiento a nivel nacional.

También, en 2013, se desarrolló un seguro de índice de exceso hídrico en cosecha para la granja, a partir de un convenio entre el MGAP, el BSE y con el apoyo técnico del International Food Policy Research Institute (IFPRI). El seguro está restringido a una serie de regiones específicas (Canelones, Montevideo, La Escobilla en Florida y Salto) y exclusivamente para el cultivo de hortalizas de campo.

5.7. Ley de Inclusión Financiera

La Ley de Inclusión Financiera (Ley N 19.210 de 2015) constituyó una política pública de suma relevancia en cuanto al acceso a servicios financieros a una gran porción de la población. El objetivo principal es regular los medios de pago electrónicos permitiendo el acceso a servicios bancarios a toda la población y, en consecuencia, formalizar la economía.

Establece que el pago de sueldos, honorarios, pasividades, beneficios sociales y otras prestaciones, debe realizarse a través de una cuenta bancaria o de dinero electrónico a partir del 01/10/2015. El trabajador elegirá, en acuerdo con su empleador, el banco o la institución a través de la cual recibirá sus remuneraciones. Como consecuencia, implicó la bancarización de todos los agentes económicos del sector formal, proporcionándole acceso a una cuenta corriente bancaria y sus servicios financieros asociados: tarjeta de débito y crédito, capacidad de realizar depósitos, recibir y enviar transferencias de dinero electrónico, y mayor facilidad para acceso al crédito bancario.

Si bien la cobertura de cajeros electrónicos y locales de cobranza es sumamente extendida geográficamente en Uruguay (ver sección de Productos Financieros), la aplicación de esta Ley generó algunas dificultades en el sector rural, principalmente en localidades pequeñas y zonas más alejadas de centros poblados, donde el acceso a cajeros electrónicos y locales de cobranza para extracción de dinero es limitado, está a una distancia importante o es inexistente. Más allá que la Ley de Inclusión Financiera contempló algunas excepciones a estos efectos, la Ley de Urgente Consideración (Ley N 19.889 de 2020) introduce un cambio importante en este sentido, y permite la posibilidad de que se vuelva a pagar remuneraciones a trabajadores dependientes mediante pago en efectivo, o sea, agrega el efectivo a los medios de pago ya permitidos (la transferencia a una cuenta bancaria y el dinero electrónico). Como se estableció en la Sección 4.10, esto era una demanda de algunos sectores específicos, incluyendo algunos actores del sector agropecuario.

Sin embargo, una vez contemplados los beneficios de aumento de formalización, bancarización, acceso a servicios financieros entre otros, la Ley de Inclusión Financiera ha sido exitosa.

Por ejemplo, entre 2014 y 2018 se emitieron más de 1,3 millones de tarjetas de débito o instrumentos de dinero electrónico, vitales para realizar pagos u otras transacciones electrónicamente. Notar que la población de Uruguay mayor de 14 años, que son quienes pueden ser titulares de dichos instrumentos, es de aproximadamente 2,5 millones de

personas. Los hábitos de pago se han transformado de forma significativa. Las compras con tarjeta de débito pasaron de alrededor de 1 millón de operaciones por mes en 2014 a cerca de 18 millones mensuales en agosto de 2019, y también han crecido en mayor proporción que las compras con tarjeta de crédito. Los retiros de efectivo, que venían creciendo desde 2010, se han estancado a partir de 2017 tanto en montos como en cantidad de operaciones, y como contracara, las transferencias electrónicas de dinero han crecido significativamente; pasaron de ser menos de 1 millón en 2014 a ser más de 8 millones de operaciones en 2018, y en montos fueron 4.5 veces mayor.

6. REFLEXIONES FINALES PARA EL DIÁLOGO DE POLÍTICAS

El sistema financiero para el desarrollo agropecuario de Uruguay ha evolucionado en forma parcialmente exitosa a través de adaptaciones del mercado e intervenciones de política orientadas a resolver problemas específicos que han ido surgiendo, más que a través de un desarrollo integral de resolución de fallas de mercado. En ese sentido, este trabajo da un punto de partida para la revisión sistemática de estos temas por parte de los responsables de política. A estos efectos, resulta conveniente considerar tres aspectos del sistema financiero para el desarrollo agropecuario según la clase de problema que la empresa agropecuaria necesita resolver: a) financiamiento de la producción o capital de trabajo, b) financiamiento de la inversión y transformación productiva, y c) cobertura de riesgos. A continuación, caracterizamos el estado general de situación del sistema financiero en relación a estos tres aspectos.

El primer tipo de problema de la empresa agropecuaria refiere a la obtención del capital de trabajo para financiar el ciclo productivo habitual. Estas necesidades son específicas del rubro productivo de que se trate y requieren instrumentos financieros con características idóneas para lograr el objetivo de forma eficiente (a un costo adecuado y accesible técnicamente). En el Uruguay la malla de productos financieros que se han desarrollado y están disponibles para las actividades agropecuarias es razonablemente densa. En el trabajo profundizamos esta conclusión recorriendo una serie de ejemplos que contemplan las especificidades de varios rubros productivos, sin perjuicio de que existe espacio para la generación de nuevos mecanismos de financiamiento.

En el financiamiento de la inversión, sin embargo, es necesario un mayor desarrollo. La atención a este segundo tipo de problema requiere instrumentos de financiación que no solamente se adapten a los plazos extendidos de gestación de las inversiones sino también a facilitar el cambio tecnológico que permita cambios al modelo de producción para sostener la competitividad internacional con una productividad elevada a largo plazo. La malla actual de productos financieros para atender estos desafíos es poco densa. Es necesario identificar los instrumentos financieros más adecuados en el contexto de Uruguay, ya sea para atender a productores individuales como a necesidades colectivas de grupos de productores.

Una clave importante para el desarrollo del financiamiento de la inversión es la relación del sector agropecuario con la industria. En forestación, por ejemplo, en el cual el propio sistema productivo 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 este tipo de producción con altos niveles de productividad. Asimismo, en rubros como lechería y arroz, donde la fase industrial tiene un rol significativo y está bien integrada a la fase primaria, se abre la posibilidad de que la industria contribuya a crear las condiciones para el financiamiento. En el trabajo destacamos algunos ejemplos. No así en el rubro de cultivos extensivos, soja por ejemplo, donde no hay una fase industrial doméstica asociada tan notoriamente marcada. En el trabajo recorreremos algunos ejemplos puntuales (proyectos de riego suplementario de escala media a grande), pero hay espacio para profundizarlos. Los desafíos mayores radican en la ganadería, la actividad agropecuaria dominante en el Uruguay, cuya articulación con la industria está lejos de ser sinérgica. Dado que las potenciales mejoras de productividad tienden a estar concentradas en la fase primaria del sector, es necesario generar condiciones para una demanda de financiamiento para mejoras a la productividad ganadera. La financiación de largo plazo para satisfacer esta demanda no puede recaer en una banca con escasa capitalización, sino que requerirá el desarrollo de mecanismos de estructuración financiera que hagan buen uso de la alta solvencia del sector ganadero. Este es un punto clave de la agenda pendiente.

Finalmente, 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 riesgo de precios. En el trabajo mostramos un desarrollo saludable de coberturas existentes en el mercado para diferentes cultivos (intensivos y extensivos) para daños climáticos. En cultivos extensivos puntuales existen algunas coberturas (incipientes aún) de riesgos de rendimiento y es ya bastante generalizada la utilización de coberturas de precios en base a derivados financieros. Sin embargo, en ganadería de carne hay un déficit 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 (solo una incipiente cobertura de riesgo 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 que dificultan la provisión de coberturas.

Las debilidades y carencias del sistema financiero para el desarrollo agropecuario reflejan fallas de mercado que requieren intervenciones de política pública, sean intervenciones que corrijan los incentivos del mercado o la provisión de insumos públicos, incluyendo leyes, regulaciones y contratos tipo, necesarios para que surjan mecanismos de financiación de mercado. Este trabajo contribuye al diagnóstico necesario para el desarrollo de esa agenda de políticas. A continuación, presentamos una serie de reflexiones finales puntuales derivadas de nuestra revisión en este estudio que ponen de relieve algunos de los desafíos pendientes.

Financiamiento a largo plazo

El mercado crediticio de Uruguay se caracteriza, en promedio, por un perfil de créditos tradicionales de muy corto plazo, independientemente del sector de actividad que se trate. Si bien el sector agropecuario es el que presenta la mediana de plazos más alta (Mello 2018b), por un lado, no se aparta demasiado de lo que ocurre para los demás sectores de actividad, y por otro, son significativamente cortos si consideramos que el perfil de plazo de los créditos de un sector (al menos en algunos rubros) debe reflejar las características productivas de esa actividad.

Surge la interrogante del por qué este comportamiento caracterizado en promedio por créditos tradicionales al sector agropecuario de corto plazo.

- ¿El problema del mercado de financiamiento de largo plazo se origina en la oferta, sea por falta de fondeo adecuado de las instituciones bancarias u otras limitaciones?
- ¿Se origina en la demanda, con problemas de solvencia o colaterales?
- En este mismo sentido, siendo la tierra una porción importante del patrimonio de un productor agropecuario propietario, ¿hay dificultades para que operen como colaterales de préstamos a largo plazo?

El fideicomiso financiero ha sido un vehículo que ha contribuido significativamente al desarrollo del sector financiero en varios rubros de la economía. El sector agropecuario no ha sido la excepción, y ha captado importantes inversiones mediante este vehículo. En la Sección 4.6 desarrollamos varios ejemplos en forestación, ganadería y cultivos en que este vehículo se estructura para proveer financiamiento a proyectos productivos. Una particularidad de la mayor parte de estos ejemplos es que constituyen financiamiento a proyectos de largo plazo. Esto es una constante en los casos que se estructuran como fideicomisos de oferta pública y participan las AFAPs como principal fuente de financiamiento.

El hecho de que proyectos de largo plazo se canalicen mediante este vehículo, lleva a plantear la interrogante de si es el instrumento financiero más adecuado en términos de eficiencia, pues su estructuración tiene limitantes importantes (son lentas, requieren diversos actores especializados, conocimiento específico) que llevan a que sean limitadas a inversiones de montos significativos. Dadas estas consideraciones, adquiere mayor relevancia indagar por qué el crédito tradicional ha sido desplazado para financiar este tipo de proyectos.

El rol de las AFAPs es relevante en este sentido porque han sido agresivas a la hora de buscar este tipo de oportunidades. Mirando al futuro, en el trabajo se presentan aspectos de la normativa bancocentralista que generan desafíos para que las AFAPs puedan continuar incrementando su cartera en activos alternativos como los fideicomisos financieros. Por un lado, la limitante a exposición máxima de 15% en activos alternativos de un mismo sector

de actividad según el código CIIU. También la existencia de un tope máximo de 70% de inversión de una misma AFAP en un fideicomiso financiero, y de un máximo de 20% de participación en una empresa privada. Estos topes afectan a todas las AFAP pero en mayor medida a las AFAP de mayor participación en el mercado. Walker y Ferres (2019) proponen una serie de modificaciones a la normativa bancocentralista que regula esos límites. Su objetivo es dinamizar la participación de inversores institucionales manteniendo la seguridad necesaria sobre todo cuando se trata de fondos previsionales.

Obligaciones Negociables y Fondos de Inversión

También se puede apreciar que el desarrollo y penetración en el sector agropecuario que han logrado los fideicomisos, no lo lograron otros dos activos financieros analizados que podrían financiar algunos de estos proyectos: obligaciones negociables y fondos de inversión.

Las obligaciones negociables han tenido un desarrollo relativamente bajo en el Uruguay y su emisión (alrededor del 1% del circulante de oferta pública de valores) ha estado limitada principalmente a empresas de alto porte relativo. Hay solo tres emisiones en el sector agropecuario. La penetración de los fondos de inversión es aún menor. La normativa de Uruguay permite la estructuración de fondos de inversión, pero no tienen una utilización muy generalizada y el sector agropecuario no es la excepción. Los inversionistas y estructuradores de carteras de activos parecen haberse inclinado más hacia los fideicomisos financieros.

Sin perjuicio de los fondos estructurados en Uruguay en el sector, destacamos el régimen simplificado de emisión de valores como un mecanismo creado por ley en 2016 para la inclusión de pymes en el mercado de valores, a través de disminuir los requisitos y exigencias para este tipo de empresas, de forma de facilitar su financiamiento a través de la emisión de valores de oferta pública. A través de este mecanismo, se logra una reducción de la tasa de financiamiento, reflejado en un ahorro de recursos para las pymes, y puede ser una alternativa para atraer productores agropecuarios para financiarse con este vehículo. Sin embargo, hasta el momento ninguna pyme de Uruguay ha emitido valores de oferta pública mediante este régimen.

Entre los factores que explican la falta de participación están los llamados “riesgo de desplazamiento de tasa” y el “riesgo de orfandad de pymes”, la falta de incentivo de parte de los inversionistas, y la falta de divulgación de esta alternativa entre ellos. Dunn (2019) propone una serie de recomendaciones para optimizar este régimen, incluyendo:

- la creación de un registro de asesores bursátiles de pymes, que promuevan el proceso de estructuración y emisión de valores emitidos por pymes.
- incluir a la Agencia Nacional de Desarrollo (ANDE) como un asesor por su trabajo muy cercano con este tipo de empresas.

En este contexto, Dunn (2019) propone la creación de Fondos de Inversión Cerrados (FIC) como una alternativa para promover el financiamiento mediante el mercado de valores de las pymes de cualquier sector de actividad, incluyendo el sector agropecuario. Los FIC emiten cuotas de participación mediante la bolsa de valores que son adquiridas por inversores, y luego destina esos fondos a comprar obligaciones negociables de oferta privada de un conjunto de pymes previamente identificadas. Las pymes hacen la emisión de valores extrabursátil y no de oferta pública, por lo que su participación estaría regida por las normas del propio FIC y no de la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central. Se propone involucrar al Sistema de Garantía de Empresas (SiGa) como mecanismo de garantía de los FIC para darle mayor confianza a los inversionistas al tener una cobertura de riesgo. Entre las ventajas:

- Como la emisión es de oferta privada, no habría “desplazamiento de tasa”. Es decir, que los inversionistas no reclamarían una tasa más alta por falta de información sobre el riesgo de la inversión, como podría suceder con el mecanismo de emisiones simplificadas.
- El riesgo para el inversor es menor debido a la diversificación de varias pymes y a que el FIC cuenta con calificación de riesgo como una entidad única,
- Hay mayor liquidez respecto a invertir en una única pyme.
- Para el inversor, es un nuevo instrumento de inversión y alternativo a la renta fija.

Fondos públicos de garantía

Los fondos públicos de garantía permiten a los productores acceder a una garantía para tomar créditos en el mercado financiero. En 2009 se creó el Fondo Nacional de Garantías (SiGa Pyme) que se encuentra dentro del portafolio de CONAFIN AFISA. Es un fondo estatal de garantía que tiene como objetivo apoyar a micro, pequeñas y medianas empresas que no tienen acceso directo al crédito otorgándoles garantías.

La alta demanda de créditos que caracterizan al sector lechero y arrocerero de Uruguay, y sus dificultades para conformar colaterales, así como sus características propias en cuanto a los flujos de ingresos para hacer frente a las amortizaciones, ha llevado a la creación de fondos de garantía específicos para estos sectores en el marco del SiGa. Nuevamente, el éxito de estos instrumentos públicos refleja carencias de los sistemas financieros privados.

Estructuración financiera para financiamiento de largo plazo

En el trabajo profundizamos sobre el perfil de crédito tradicional y entre sus características principales se destaca su perfil de muy corto plazo. Parte del problema está en la propia estructura de corto plazo de su pasivo. Esto constituye un desafío porque para financiar de forma sostenida créditos de largo plazo se requieren esfuerzos adicionales de capitalización.

En este contexto, aparece la estructuración financiera como un instrumento que puede contribuir con la generación de diferentes vehículos. En el sector agropecuario, a su vez, el valor de la tierra le otorga la ventaja de contar con un muy alto nivel de capitalización (que puede constituirse como colateral) respecto al flujo anual neto del negocio.

Actualmente, existe un desafío con la forma del contrato de hipoteca de tierras (entre otros, el fraccionamiento de la tierra plantea restricciones, es costoso de utilizar, el sistema de valuación de la propiedad basado en el índice CONEAT es perfectible) que genera limitaciones muy grandes para utilizarse de forma eficiente como colateral, y que más allá de que se trate de un activo ilíquido podría ser capaz de otorgar capacidades reales de apalancamiento. Existe un espacio de intervención de política pública en el sector agropecuario que potencie sus ventajas comparativas. El uso de la tierra como colateral es un tema de significativa relevancia, ya que presenta un gran potencial para apoyar la financiación de transformaciones productivas que aumenten la productividad del sector.

Las innovaciones financieras son costosas y pueden no ser redituables de encarar en operaciones particulares. El sector público puede tener un rol clave para apalancar el sector agropecuario generando bienes públicos en la forma de innovaciones financieras que sean homogéneas y replicables, de modo de facilitar su adopción generalizada por los productores.

Préstamos de cadena de valor

Los préstamos de cadena valor tienen un rol importante en la dinamización de la producción a lo largo de todos los rubros agropecuarios del país. Brevemente, en estos esquemas participan tres partes: el vendedor de un producto o servicio, el comprador (productor agropecuario), y las instituciones financieras. Los productores rurales establecen contrato con empresas agroindustriales de los eslabones posteriores o anteriores en la cadena, que son quienes acceden a los fondos en el mercado financiero, y éstas luego brindan el crédito directamente a los productores rurales. Estos sistemas buscan evitar el problema de que algunos productores tengan el crédito bancario denegado debido a la falta de activos de garantía, la percepción de altos riesgos, u otras barreras, y encuentran en los créditos de cadena de valor financiamiento necesario para su producción.

La demostrada utilidad de estos mecanismos en forma generalizada en varios rubros es al mismo tiempo una señal de que el crédito disponible no siempre cumple con los requerimientos 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. En este trabajo pasamos revista a ejemplos de esquemas de préstamos de cadena de valor en rubros agropecuarios como cultivos intensivos y extensivos, y lechería. La proliferación de esquemas diversos, que van surgiendo en cada rubro y con las particularidades ajustadas a lo que dicha cadena demanda, es un por un lado una demostración de madurez y adaptabilidad del sistema financiero, pero también de que el sistema financiero tradicional no es capaz de satisfacerlo completamente. El hecho de que el sector lechero tenga varios ejemplos de este tipo, con productos a medida detallados en las secciones 4.1.1 a 4.1.4 (Prolesa, Proleco, FFIEL, compras conjuntas de vaquillonas de productores atomizados), es también una demostración de las particularidades y dificultades de este rubro en el acceso al crédito.

Sector lechero y arrocero: Demanda de crédito y programas específicos que se han creado

Entre las particularidades del productor lechero, destacamos su permanente demanda de financiamiento para el desarrollo normal de su actividad. Las líneas de crédito tradicional le implican restricciones en su propia operativa que dificultan el cumplimiento de las amortizaciones ya sea por plazos, por el momento de pago de las amortizaciones, o por la exigencia de garantías. La cadena láctea ha ido resolviendo algunos de estos problemas mediante instrumentos financieros a medida que se adecúan a las características buscadas por el sector, que en algunos casos vienen a resolver problemas puntuales o coyunturales y en otros, se manifiestan como productos más duraderos en el tiempo. Los siguientes productos cuentan con características que lo adecuan a las especificidades del sector al que pertenece el productor.

- Subfondos FOGALE, dentro de los Fondos públicos de garantía SiGa
- Fondos de financiamiento
- Préstamos de cadena de valor
 - Proleco
 - Prolesa
 - FFIEL
 - Consignatarios de ganado para compra de vaquillonas
- Mecanismos basados en crédito tradicional
 - Tambo joven
 - Microfinanzas BROU – 600 productores

Esta diversidad de productos a medida demuestra que el sistema financiero, al menos en sus esquemas típicos de crédito tradicional, no ha podido satisfacer las demandas del sector. Surge la interrogante de si es posible un esquema de financiamiento que esté menos atomizado, con menos instituciones involucradas. ¿Cuánto se está renunciando en términos de eficiencia en el mercado financiero y qué costos tiene a lo largo de la cadena láctea?

El sector arrocerero, comparte algunos de las características detalladas del sector lácteo. La producción de arroz en su fase primaria tiene una dependencia importante del financiamiento, la industria procesadora del grano (molinos arroceros) tienen una fuerte presencia en toda la cadena, y tanto los esquemas de financiamiento tradicional como las instituciones bancarias mediante su cartera de productos, no logran satisfacer totalmente los requerimientos de financiamiento. Al igual que en el sector lácteo, han surgido una serie de mecanismos que también vienen a resolver problemas puntuales y coyunturales.

- Fondos de financiamiento
- Préstamos de cadena de valor
- Subfondos dentro de los Fondos públicos de garantía SiGa

Se plantean interrogantes similares al caso de lechería en términos de la pérdida de eficiencia que implica.

Instrumentos basados en sistemas de capitalización para canalizar fondos al sector ganadero

En el sector agropecuario han surgido un conjunto de alternativas de inversión, principalmente en el rubro ganadero, que buscan captar ahorro de inversionistas que no necesariamente pertenecen al sector. Son instrumentos basados en sistemas de capitalización (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 culmina al momento de la venta dividiendo entre ambos el valor monetario de la ganancia de kilos). Sin embargo, las alternativas de inversión mencionados se diferencian de la capitalización tradicional en que involucran potencialmente a varios inversores aportando capital, lo que otorga mayor liquidez, permiten diferentes opciones de salida (directamente reintegrándole el capital invertido o acordando un plazo para hacerlo), y en general utilizan el vehículo del fideicomiso financiero.

Estos instrumentos requieren montos mínimos de inversión, pero son relativamente bajos (10 mil USD), tienen un piso de rentabilidad anual asegurada, que puede ser fija o variable, un plazo que generalmente está dado por el largo del ciclo productivo (1 o 2 años), y se mantiene al propio ganado como garantía pues queda a nombre del inversor. Ejemplos (Zambrano – Agrobonos, República ganadera renta fija, Bono ganadero, y Conexión Ganadera).

Más allá de lo novedoso de estas estructuraciones financieras, evidencian, por un lado, una carencia de los mecanismos más clásicos para captar ahorro (sistema bancario tradicional, mercado de valores) y costos de transacción que impiden estructuraciones financieras más sencillas y eficientes.

Fondos de financiamiento.

Los inicios de la década del 2000 fueron años complicados para la economía uruguaya, incluyendo al sector agropecuario, que dejó un importante conjunto de productores, entre ellos lecheros y arroceros, en una situación financiera delicada, sin poder hacer frente a sus obligaciones y con muy limitado acceso al crédito.

En este contexto surgen los fondos de financiamiento con la finalidad de proveer crédito de una manera más sencilla, accesible, y menos burocrática a productores lecheros y arroceros. Buscaba que cualquier productor pudiera acceder a financiamiento en condiciones más beneficiosas que el promedio del mercado, independientemente de su tamaño, posibilidad de establecer garantías, e incluso solvencia económica en el momento. Por tanto, vinieron a solucionar un problema puntual que el mercado de crédito tradicional o los bancos comerciales con su cartera de productos no podían satisfacer.

La identificación de un flujo de fondos securitizables en el sector lechero y arrocero (porcentaje de su remisión de leche y de sus exportaciones, respectivamente), y de que una institución financiera estuviera interesada en aportar financiamiento (AFAPs) a cambio de un retorno, permitió crear un instrumento financiero a medida. Los productores reciben los fondos, cancelan sus obligaciones, y van pagando regularmente su contribución pecuniaria que surge de ese fondo securitizado.

Para las instituciones que financian los fondos de financiamiento (AFAPs y luego también bancos comerciales) se la consideró una herramienta beneficiosa por su balance entre rentabilidad y riesgo. Para los productores, mejora el perfil y la posición del sector en la economía, es un sistema menos engorroso que operar con un banco comercial, acceden a financiamiento en condiciones más beneficiosas (calendario de pagos calzado con su flujo de fondos, tanto en montos como en periodicidad), no requieren presentar colaterales, entre otras ventajas.

Frente al contexto descrito más arriba, y principalmente el primer fondo de cada sector, fueron operaciones inteligentes, exitosas y positivas desde el punto de vista de los objetivos que tenían, permitiendo además que ambos sectores se mantuvieran activos y salieran fortalecidos. Sin embargo, hay una serie de críticas desde varios actores.

El carácter solidario del fondo no es beneficioso para todos los productores. Por ejemplo, los que ingresaron al rubro luego de creado el fondo no accedieron a financiamiento pero deben realizar su contribución pecuniaria. Similar situación ocurre con aquellos que expandieron su actividad, porque recibieron fondos por un valor proporcional a su tamaño previo pero su flujo de pagos va creciendo conforme su actividad se expande. Finalmente, los productores que abandonan el rubro luego de recibir el financiamiento deben ser cubiertos por los cotizantes del fondo (riesgo moral). Esto generaba transferencias de recursos de estos productores a aquellos que reducen o abandonan la actividad. El último

fondo lechero potencialmente resolvió este problema mediante la creación de cuentas individuales para los productores.

Por otro lado, existe la crítica de que los últimos dos fondos se sobreutilizaron y no eran necesarios dada la coyuntura de ambos sectores. Evidencia de esto es el alto porcentaje de libre disponibilidad que tenían los productores de los fondos recibidos, que lo podrían haber obtenido mediante crédito tradicional.

A su vez, el tercer fondo arrocerero se dio en un contexto que productores tenían escasez de capital de giro, pero no por un problema de endeudamiento generalizado. Por su parte, el segundo fondo de lechería se creó en un momento que la lechería venía creciendo, las perspectivas eran positivas, cuestionándose la pertinencia de reinstaurar el fondo.

Parte de las razones de los sucesivos fondos se explican en que los productores estaban reticentes a operar con la banca de manera tradicional, no solo por lo burocrático sino por las experiencias negativas en lo productivo y financiero que estaban aún muy presentes.

El problema es también que este instrumento se fue manteniendo en el tiempo mediante la creación de sucesivos fondos en ambos rubros. En la actualidad, o sea casi 20 años después de su creación por un problema financiero coyuntural, existe un fondo lechero y un fondo arrocerero más allá de que se encuentran en proceso de cancelación. Esto evidencia que el mercado financiero, mediante sus instrumentos tradicionales, no lograba ser suficientemente competitivo para satisfacer esa demanda de financiamiento, mismo luego de haber salido de la crisis.

Seguros agropecuarios

Las coberturas de seguros agropecuarios disponibles abarcan prácticamente todos los rubros agrícolas, para una diversidad de riesgos, y mediante diferentes modalidades. Sin embargo, no están desarrollados en el sector pecuario, especialmente en lo que concierne a riesgos de precio.

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 algunas coberturas novedosas que surgen de la propia actividad como ser los seguros contra riesgo de resiembra y contra riesgo de falta de piso para la cosecha.

Si bien la penetración de seguros de granizo en cultivos es relativamente alta, existe una demanda insatisfecha de seguros de rendimientos en cultivos extensivos. Recientemente, salió al mercado un producto que busca satisfacer esta demanda consistente en un seguro de rendimiento mínimo, que está limitado solamente a los cultivos de soja y maíz, y es provisto por una única empresa aseguradora.

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 primeros dos están disponibles en el mercado y también por una única empresa aseguradora.

Con respecto al mercado de seguros para todas las ramas, existe una posición dominante (casi monopólica) del Banco de Seguros del Estado si lo vemos por total de activos o total de pasivos, dejando un bajo peso en el mercado (9% a 12% respectivamente) para las aseguradoras privadas, que a su vez, son un total de 15 empresas. En ese sentido, y relacionado al sector agropecuario, restan algunas preguntas por indagar: ¿Las empresas de seguro privadas, tienen también un bajo peso relativo en el sector agropecuario? Y si es así, ¿a qué se debe?

Servicios de pago y captación de ahorro tradicional

Los principales servicios de pago y de captación de ahorro tradicional son brindados por los bancos comerciales, Cooperativas de ahorro y crédito, y las Redes de Cobranzas y Pagos. Sus servicios son prestados a través de una vasta red de sucursales en todo el país, presente incluso en sitios poco poblados del interior. A esto se le suma los servicios que se prestan en línea que crecientemente abarcan la mayoría de los productos financieros ofrecidos por estas entidades.

La red de cajeros automáticos y la Red de Cobranzas y Pagos contribuyeron a que los servicios de pago y de captación de ahorro puedan realizarse en todo el territorio nacional, especialmente trabajadores rurales residiendo en zonas alejadas. Si a esto le sumamos los efectos de la llamada Ley de Inclusión Financiera, que establece que el pago de haberes a trabajadores y jubilados debe realizarse a través de una cuenta bancaria o de dinero electrónico, y que implicó la bancarización de todos los trabajadores formalizados, incluyendo a trabajadores rurales, obtenemos como resultado que el alcance de los servicios financieros es muy significativo y profundo tanto en la dimensión geográfica como de individuos.

Sin embargo, la aplicación de esta Ley generó algunas dificultades en el sector rural, principalmente en localidades pequeñas y zonas más alejadas de centros poblados, donde el acceso a cajeros electrónicos y locales de cobranza para extracción de dinero es limitado, está a una distancia importante o es inexistente. Esto constituía una demanda de algunos actores del sector agropecuario, argumentando además que en situaciones puntuales pero relevantes en el sector (pago a trabajadores jornaleros y zafrales) la dificultad de cumplir la norma y los inconvenientes que le genera tanto al productor como al trabajador podría contribuir a la informalidad del trabajo, que es justamente uno de los fines últimos de la Ley.

Sin perjuicio de que durante su aplicación se contemplaron algunas excepciones a estos efectos, la reciente Ley de Urgente Consideración (Ley N 19.889 de 2020) introduce un

cambio importante, y permite la posibilidad de que se vuelva a pagar remuneraciones a trabajadores dependientes mediante pago en efectivo, o sea, agrega el efectivo a los medios de pago ya permitidos (la transferencia a una cuenta bancaria y el dinero electrónico). Los críticos de este cambio temen que la demanda por mayor flexibilidad puede en parte deberse a resistir la formalización de las relaciones laborales en el sector rural. La pregunta es si la informalidad volverá a crecer como resultado de esta flexibilización.

7. REFERENCIAS

- ACKERMANN M. & Díaz, A. (2020). Fruticultura: situación y perspectivas de la citricultura y los frutales de hoja caduca. En MINISTERIO DE GANADERÍA, AGRICULTURA Y PESCA, URUGUAY. *Anuario OPYPa 2020*. Montevideo: MGAP.
- ALFARO, D., CONTI, C. & TRONCOSO, C. (2004). *Financiamiento del sector agropecuario: alternativas existentes vs. nuevas oportunidades*. Montevideo: FCEA-UDELAR.
- BANCO CENTRAL DEL URUGUAY, BCU. (2019). *Memoria trimestral del régimen de jubilación por ahorro individual obligatorio. n° 9*. Montevideo: BCU.
- BANCO CENTRAL DEL URUGUAY, BCU. (2020). *Reporte del Sistema Financiero. Tercer Trimestre de 2020*. Montevideo: BCU.
- BANCO CENTRAL DEL URUGUAY, BCU. (2020). *Reporte del Sistema Financiero. Segundo Trimestre de 2020*. Montevideo: BCU.
- CORTELEZZI, A., DÍAZ, A. & METHOL, M. (2019). Sistema de seguros para la granja: modificaciones introducidas y análisis de resultados. En MINISTERIO DE GANADERÍA, AGRICULTURA Y PESCA, URUGUAY. *Anuario OPYPa 2019*. Montevideo: MGAP.
- DELOITTE. (2012). *Elaboración de una propuesta de financiamiento para el sector lechero. Informe Final*. Montevideo: INALE.
- DEUTSCHE GESELLSCHAFT FÜR INTERNATIONALE ZUSAMMENARBEIT, GIZ. (2016). *Innovations and emerging trends in agricultural insurance: how can we transfer natural risks out of rural livelihoods to empower and protect people?* Recuperado desde https://www.giz.de/en/downloads/giz-2016-en-innovations_and_emerging_trends-agricultural_insurance.pdf
- DÍAZ-BONILLA, E. & FERNÁNDEZ-ARIAS, E. (2019). *Políticas públicas, mercados financieros y el desarrollo rural y de sistema agro-alimentario en América Latina y el Caribe*. (LAC Working paper n° 2). Washington, DC: International Food Policy Research Institute.
- DUNN DE AVILA, J. (2019). *Mecanismos de financiamiento para pymes a través del mercado de valores: la experiencia internacional y recomendaciones para Uruguay*. Montevideo: Banco de Desarrollo de América Latina.
- DURAN V., AGUIRRE, E., BARALDO, J., FULETTI, D. & HERNÁNDEZ, E. (2018). Primera evaluación del Programa de Desarrollo Productivo Rural. En MINISTERIO DE GANADERÍA, AGRICULTURA Y PESCA, URUGUAY. *Anuario OPYPa 2018*. Montevideo: MGAP.
- ERREA, E., PEYROU, J., SECCO, J. & SOUTO, G. (2011). *Transformaciones en el agro uruguayo: nuevas instituciones y modelos de organización empresarial*. Montevideo: Universidad Católica del Uruguay.

- LARZABAL, M. (2019). Determinantes para la selección de activos en las AFAP. En *Análisis de las Inversiones y la Gestión de Activos Reales, IV Jornadas de Finanzas de la Unidad de Maestrías y Posgrados en Economía de la Universidad de Montevideo*, Montevideo, nov. 2019. Montevideo: UM.
- MARZAROLLI, J., URRETA, P. & ELHORDOY, J. A. (2014). Abordaje estratégico y acciones para el desarrollo rural y la adaptación a la variabilidad y al cambio climático. En MINISTERIO DE GANADERÍA, AGRICULTURA Y PESCA, URUGUAY. *Anuario OPYPa 2014*. Montevideo: MGAP.
- MELLO, M. (2018a). *Determinants of leverage maturity structure of Uruguayan non-financial firms*. (BCU Documento de Trabajo n° 5/2018). Montevideo: BCU. Recuperado desde <https://ideas.repec.org/p/bku/doctr/2018006.html>
- MELLO, M. (2018b). *An empirical analysis of the maturity of debt supply in Uruguay*. (BCU Documento de Trabajo n° 6/2018). Montevideo: BCU.
- METHOL, M., MILA, F. & CORTELEZZI, A. (2018). Resultados de la prueba piloto del seguro índice NDVI de sequía para ganadería de cría. En MINISTERIO DE GANADERÍA, AGRICULTURA Y PESCA, URUGUAY. *Anuario OPYPa 2018*. Montevideo: MGAP.
- METHOL, M. & CORTELEZZI, A. (2020). Políticas de apoyo al desarrollo de los seguros agropecuarios en el marco de la gestión integral del riesgo en el sector. En MINISTERIO DE GANADERÍA, AGRICULTURA Y PESCA, URUGUAY. *Anuario OPYPa 2020*. Montevideo: MGAP.
- OYHANTCABAL, W. (2012). Adaptación al cambio climático en la ganadería familiar: proyecto con el Fondo de Adaptación. En MINISTERIO DE GANADERÍA, AGRICULTURA Y PESCA, URUGUAY. *Anuario OPYPa 2012*. Montevideo: MGAP.
- PEIXOTO, C. (2010). *Diseño estratégico y operativo del fondo de reconstrucción y fomento de la granja. Informe Final de Consultoría FAO TCP/URU/3201*. Montevideo: FAO.
- PLATA, V. & VIDAL, M. (2008). Fondo de Financiamiento y desarrollo sustentable de la actividad lechera. En MINISTERIO DE GANADERÍA, AGRICULTURA Y PESCA, URUGUAY. *Anuario OPYPa 2008*. Montevideo: MGAP.
- ROYAL TROPICAL INSTITUTE-KIT; INTERNATIONAL INSTITUTE OF RURAL RECONSTRUCTION-IIRR & FORO LATINOAMERICANO Y DEL CARIBE DE FINANZAS RURALES-FOROLACFR. (2010). *Financiamiento de cadenas de valor: más allá de las microfinanzas para emprendedores rurales*. Lima: Foro Latinoamericano y del Caribe de Finanzas Rurales.

- TAMBLER, A. & ACKERMANN, M. N. (2016). Cambios en el IVA aplicado a frutas, flores y hortalizas y en el Fondo de la Granja. En MINISTERIO DE GANADERÍA, AGRICULTURA Y PESCA, URUGUAY. *Anuario OPYPA 2016*. Montevideo: MGAP.
- TAMBLER, A., RAVA, C. & SALGADO, L. (2016). Fondos de financiamiento: herramienta de apoyo para los sectores arroceros y lecheros. En MINISTERIO DE GANADERÍA, AGRICULTURA Y PESCA, URUGUAY. *Anuario OPYPA 2016*. Montevideo: MGAP.
- VIDAL, M. (2003). El fondo de financiamiento de la actividad lechera (FFAL) y la creación de valor en el sector público. En MINISTERIO DE GANADERÍA, AGRICULTURA Y PESCA, URUGUAY. *Anuario OPYPA 2003*. Montevideo: MGAP.
- WALKER, E. & FERRES, D. (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*. Montevideo: Asociación Nacional de AFAP.

8. 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	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
Dr. Fernando Lorenzo	Centro de Investigaciones Económicas - CINVE
Ec. Martín Larzabal	República AFAP

9. ANEXO.

9.1. Fideicomisos Financieros, ejemplos

El financiamiento mediante fideicomiso financiero fue establecido en el derecho uruguayo en el año 2003 mediante la Ley N 17.703. A partir de la fecha, su uso se ha puesto en práctica en una diversidad muy amplia de actividades de los más diversos sectores productivos. Como veremos más adelante, este instrumento permitió y viabilizó la realización de un significativo número y variedad de alternativas de inversión. Según los datos del Banco Central del Uruguay a junio de 2020 reportados en la Tabla 1, su circulante total (emitidos por instituciones estatales y privadas) es de 2.6 mil millones de dólares, lo que representa aproximadamente el 7,4% del circulante total de la emisión de valores de oferta pública.

Presentamos un conjunto de ejemplos de fideicomisos financieros públicos y privados que son representativos de las alternativas de inversión existentes en Uruguay.

9.2. Ejemplo 1. Fideicomisos Públicos en el Sector Forestal

El fideicomiso financiero forestal Bosques del Uruguay surge en primera instancia en 2011 con el objetivo de desarrollar un proyecto de inversión para la producción de eucaliptus de madera sólida y madera con destino a pulpa de celulosa.

Se constituyó por un total de US\$ 50 millones emitido en certificados de participación. El monto abarca la inversión (compra de tierra, implantación de bosques, inversiones en capital de trabajo) y costos operativos hasta el año 9. La duración esperada de la inversión es de 19 años aproximadamente.

Luego de los fideicomisos Forestales Bosques del Uruguay I y II, surge el “Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay III” que tiene la misma modalidad de administración que los anteriores, cuyo objetivo es desarrollar un proyecto de inversión para la explotación de variedades de eucaliptus y pinos, con una duración de aproximadamente 20 años. El monto del fideicomiso es de USD 190 millones, constituido mediante emisión en el año cero de certificados de participación en oferta pública. La inversión va dirigida principalmente a la compra o arrendamiento de tierra, implantación o compra de bosques, capital de trabajo y gastos operativos. Finalmente, en 2019 se constituye el “Fideicomiso Financiero Forestal Bosques del Uruguay IV”, con características similares a los anteriores y con un capital de USD 330 millones. 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.

9.3. Ejemplo 2. Fideicomisos Públicos de Arrendamiento de Tierras: Fideicomiso Financiero de Tierras del Litoral

El “Fideicomiso Financiero de Tierras del Litoral”²⁶ es un fideicomiso constituido con el objetivo de adquirir tierras para la realización de actividades agropecuarias. La compra se concentró en campos ubicados en el litoral oeste donde se encuentra el mayor desarrollo agrícola del país, y el foco productivo son los cultivos agrícolas complementados con ganadería y forestación. Del monto del proyecto, un 85% está destinado a la compra de tierra que se espera obtener en aproximadamente 6 mil hectáreas.

El fiduciario del fideicomiso es Winterbothman Fiduciaria S.A. Administradora de Fondos de Inversión y el proyecto es desarrollado y gestionado por Agropecuaria del Litoral S.A. Los fondos para el fideicomiso se obtuvieron a través de la emisión de títulos mixtos escriturales de oferta pública (certificados de participación y títulos de deuda), por un monto máximo de 50 millones de dólares.

9.4. Ejemplo 3. Fideicomisos Públicos de Arrendamiento de Tierras: Fideicomiso Financiero Tierras Irrigadas.

Otro ejemplo de fideicomisos públicos de arrendamiento de tierras es el “Fideicomiso Tierras Irrigadas”²⁷ establecido en 2016 con el objetivo de la obtención de fondos para la compra de tierras agrícolas y la adquisición de los equipos para el desarrollo de riego en dichos predios. El Fideicomiso no realiza la explotación de los predios sino que ella está a cargo del Agente o gestor. La figura legal que se utiliza es el llamado contrato de aparcería, mediante el cual el fideicomiso le entrega los predios para su explotación a cambio de una renta anual que es un porcentaje del valor bruto de la producción obtenida. Los fondos obtenidos por el fideicomiso también financian la compra de los equipos necesarios para instalar el riego en los predios a medida que se vayan incorporando.

Se han adquirido aproximadamente 6 mil hectáreas, en predios que tienen un alto porcentaje de área con aptitud agrícola o al menos para la explotación ganadera. La explotación agrícola tanto con riego como sin riego se realiza por parte del gestor, consistiendo principalmente en cultivos de soja y de maíz.

En el año 2015, el MGAP con el apoyo del Banco Mundial, elaboró la Estrategia Nacional de Desarrollo de la Agricultura Regada, que buscaba crear las condiciones apropiadas para que productores agrícolas de diversos tamaños e inversores de dentro y fuera del sector, encontraran los incentivos adecuados para invertir en sistemas de riego y aumentar el área

²⁶ Información disponible en: <https://www.bvm.com.uy/operadores/documentos/125>

²⁷ Información disponible en: <https://www.bvm.com.uy/operadores/documentos/108>

sembrada bajo riego suplementario. Ello implicó modificaciones en la principal ley que rige el uso de agua para riego, promover la generación de embalses y presas de mediano y gran porte para regar predios de múltiples productores, ampliación de exoneraciones impositivas para proyectos de riego que cumplieran ciertos requisitos, fortalecimiento de las capacidades técnicas y humanas de las instituciones gubernamentales encargadas de otorgar los permisos de extracción y aprovechamiento de agua para riego, entre otras medidas.

Este emprendimiento cubre varios puntos del espíritu de la estrategia de desarrollo de riego, como ser, implementación del riego en cultivos extensivos y a gran escala, uso del riego suplementario, aprovechamiento de incentivos fiscales, e incorporación de inversionistas desde fuera del sector.

Uruguay cuenta con un marco legal de promoción de inversiones y exportaciones (Ley Nº 16.906 y sus decretos reglamentarios), a través de la cual se otorgan exoneraciones fiscales a los proyectos de inversión que cumplan una serie de requisitos. La sección 4 profundiza en este instrumento de política pública. La COMAP (Comisión de Aplicación de la Ley de Inversiones) evalúa los proyectos y le asigna un puntaje a cada una de las dimensiones de generación de exportaciones, empleo, radicación en el interior del país, producción más limpia, etc. A mayor puntaje obtenido en estas dimensiones, mayores son las exoneraciones. A partir de la Estrategia Nacional de Desarrollo de la Agricultura Regada, se introdujeron modificaciones reglamentarias para que la COMAP otorgue puntajes adicionales a proyectos que estén vinculados con el riego. En este sentido, la construcción de infraestructura para riego así como la incorporación de equipos de riego que se lleva adelante en el emprendimiento mencionado, es objeto de exoneraciones impositivas a la luz de lo mencionado en el párrafo anterior.

También en el marco de la estrategia de riego, el Banco de la República, comenzó a ofrecer para proyectos de riego una línea de crédito a más de 10 años y con tasas de interés preferencial. Esto era una necesidad porque proyectos de este tipo necesitan un plazo largo de maduración y para ese momento, no estaba en el mercado. El BROU se fondeó con el Banco Mundial y esa línea quedó operativa en 2015 y hasta el día de hoy sigue vigente.

En conclusión, este fideicomiso financiero constituye un ejemplo de proyecto que abarca y se aprovecha de varias políticas públicas de desarrollo del sector agropecuario y en particular del financiamiento al sector.

9.5. Ejemplo 4. Fideicomisos de oferta privada en ganadería

Este tipo de fideicomisos se apoya en el sistema de trazabilidad individual del ganado que es un bien público uruguayo por el que el país es reconocido internacionalmente. Esta aplicación de la figura del fideicomiso permite que la institución financiera que provee el

financiamiento amortigüe el riesgo de crédito otorgado con respecto a las alternativas más tradicionales de crédito.

9.5.1. A. Fideicomiso Ganadero BROU

El Fideicomiso Ganadero BROU, es uno de varios ejemplos de fideicomisos privados en Uruguay que operan en torno al negocio de la ganadería. Fue creado en el 2019, siguiendo la misma línea de otros ejemplos anteriores, que constituyen una forma moderna y novedosa de brindar acceso al crédito a productores ganaderos.

9.5.2. B. Fideicomiso Ganadero UnSiglo (Valdez y Cía)

El escritorio de negocios rurales Valdez y Cía., desarrolló un Fideicomiso Ganadero “UnSiglo”,²⁸ cuyo objetivo es ofrecer al productor un financiamiento de hasta el 80% en la compra de ganado, quedando el mismo ganado como garantía. Esta herramienta ha resultado exitosa para el escritorio, y provee a los productores rurales una nueva fuente de financiamiento, ya sea para iniciar un negocio ganadero o aumentar la escala de producción.

9.5.3. C. Ganadería Tres Millones (GTM).

Ganadería Tres Millones²⁹ ofrece a los productores rurales un instrumento de financiación en el que puede acceder todo productor ganadero independientemente del tamaño o tipo de producción del establecimiento. El propio ganado actúa de garantía para el crédito y el productor continúa con la libertad de venta del ganado. Un financiamiento de estas características tiene menos requisitos crediticios que un crédito tradicional, facilitando al productor el acceso al crédito.

²⁸ Información disponible en: <http://valdez.com.uy/pablo-valdez-fideicomiso-unsiglo-es-herramienta-generadora-de-valor/> y en <http://valdez.com.uy/fideicomiso-un-siglo/>

²⁹ Información disponible en: <http://www.gtm.org.uy/index.php>