



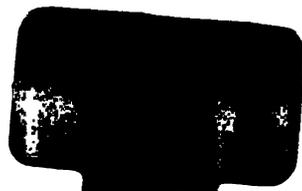
Instituto Plan Agropecuario



# FINANCIAMIENTO AGROPECUARIO

## Desafío para el Uruguay





IICA  
BIBLIOTECA VENEZUELA  
13 JUN. 2007  
RECIBIDO

# FINANCIAMIENTO AGROPECUARIO

## Desafío para el Uruguay

*Material recopilado y editado por el Instituto Plan Agropecuario  
con el apoyo del Instituto Interamericano de Cooperación para la Agricultura (IICA)*

*Ing. Agr. (MSc) Alberto P. Rosso*

*Ing. Agr. (M. Agric. Sc) Carlos Ma. Uriarte*

*Enero, 2003*



00003683

11CA  
EJ3  
15

## INDICE

<b>Prólogo - La opinión de los protagonistas .....</b>	<b>6</b>
Ing. Agr. Rafael Gallinal (ARU)	
<b>Introducción .....</b>	<b>8</b>
Ing. Agr. Martín Aguirrezabala (MGAP)	
<b>Capítulo 1 - Antecedentes</b>	
1.1. El porqué de esta publicación.	
Instituto Plan Agropecuario .....	<b>10</b>
1.2. Financiamiento del sector agropecuario: evolución reciente, situación actual y perspectivas.	
Ec. Fernando Antía (OPYPA - MGAP) .....	<b>12</b>
<b>Capítulo 2 - El agro como cartera de inversión</b>	
2.1. Ventajas y fortalezas del sector para captar inversiones.	
Dr. Roberto Vázquez Platero (INAC) .....	<b>21</b>
2.2. Aspectos a tener en cuenta al invertir en el agro. ....	<b>24</b>
<b>Capítulo 3 - Algunas herramientas y/o figuras financieras disponibles y/o posibles para el agro en el Uruguay</b>	
3.1. Disponibles - Instituto Plan Agropecuario .....	<b>26</b>
3.1.1. Sociedades Anónimas .....	<b>26</b>
3.1.2. Fondos de Inversión .....	<b>28</b>
3.1.3. Factoring.....	<b>31</b>
3.2. Posibles .....	<b>33</b>
3.2.1. Fideicomiso	
Instituto Plan Agropecuario .....	<b>33</b>
3.2.2. Fondo Agrícola / Pool de Siembra	
Lic. P. Lanusse, Argentina.....	<b>36</b>
3.2.3. Leasing	
Instituto Plan Agropecuario.....	<b>39</b>
3.2.4. Fondos inmobiliarios y Pactos de Retroventa (Bono Tierra)	
Ing. Agr. F. Lorenzo & B. Lanzilotta (CINVE) .....	<b>41</b>
3.2.5. Titulación de Ganado	
J. Arias (BNA, Colombia). ....	<b>46</b>
3.2.6. Créditos indexados	
Ec. D. Alfaro, (ARU - IECON) .....	<b>53</b>
<b>Capítulo 4 - El riesgo en el sector</b>	
4.1. Características del riesgo en el sector agropecuario	
Ing. Agr. (M.Agric. Sc) V. Plata (UPCT-MGAP) .....	<b>57</b>
4.2. Los Seguros Agrarios	
Ing. Agr. F. Vila (OPYPA-MGAP) .....	<b>63</b>
4.3. Mercado de futuros y opciones	
Instituto Plan Agropecuario .....	<b>74</b>

F7-12829

## INDICE

4.4. Warrants agropecuarios Instituto Plan Agropecuario .....	81	
<b>Capítulo 5 - Financiamiento Institucional: Las AFAPs en el sector agropecuario</b>		
Ec. Ana Inés Zerbino (República AFAP)		
5.1. Funcionamiento del sistema de capitalización individual. ....	85	
5.2. Inversiones permitidas para las AFAPs. ....	86	
5.3. Composición de los fondos previsionales. ....	86	
5.4. Requisitos formales para que las AFAPs puedan invertir en el sector privado. ....	87	
5.5. Límites para invertir en instrumentos privados. ....	87	
5.6. El proceso de decisión de inversiones en el sector privado. ....	88	
5.7. Posibilidades de las AFAPs de invertir en el agro. ....	88	
5.8. Concepto de Fondo de Inversión Cerrado. ....	89	
5.9. Estimación de los costos de los Fondos de Inversión Cerrados. ....	91	
<b>Capítulo 6 - Conclusiones</b> .....		92
Dr. Manuel Otero (IICA)		
<b>Bibliografía de referencia</b> .....	94	
<b>Anexos</b>		
<b>Anexo 1</b> .....	96	
<b>Anexo 2</b> .....	97	

## PRÓLOGO

**Ing. Agr. Rafael Gallinal (ARU)**

La última década ha sido sin duda, un período lleno de circunstancias que por cambiantes y extremas han dejado muchas interrogantes sobre el futuro de nuestra agropecuaria tal cual la conocemos hoy. No está en tela de juicio la competitividad del sector en su conjunto en el largo plazo, pero sí preocupa la vulnerabilidad que muestra el mismo dentro del marco en que hoy se desarrolla.

Los últimos acontecimientos que derivaron luego en la crisis bancaria, han puesto también a otros sectores de la sociedad, incluido el sistema financiero, en alerta frente a un futuro que se presenta incierto derivado fundamentalmente del empobrecimiento del País, su elevado endeudamiento, su dependencia de una región que se presenta sistemáticamente conflictiva, y las eventuales secuelas sociales derivadas de la crisis.

Dentro de este marco tan duro, surge como una oportunidad, la posibilidad de lograr cambios en aspectos en dónde hasta ahora parecía imposible lograr consensos a nivel de toda la sociedad. Ni los dogmatismos económicos, ni los voluntarismos sin demasiados fundamentos, parecen tener cabida en el Uruguay de los próximos años. Con un sentido más pragmático y estratégico, el Uruguay deberá comenzar a priorizar las acciones que restaurezcan el crecimiento.

La actividad agropecuaria se presenta hoy ante el cambio en los precios relativos, como una oportunidad de inversión para sectores que desconocen este negocio y comienzan a mostrar un fuerte interés en él. La falta de financiamiento bancario y su alto costo en el futuro cercano, obligan al empresariado agropecuario a intentar diferentes formas de captar recursos que se adapten mejor al perfil de su negocio y que permitan readecuar la empresa ante las buenas perspectivas que se presentan. Algunas de estas posibilidades han comenzado a realizarse espontáneamente y otras están en desarrollo. El hacer posible en el menor lapso de tiempo, que el capital privado y/o el institucional se vuelque a un sector con posibilidades ciertas de crecimiento en esta coyuntura, parece de prioridad nacional.

En esta publicación el Instituto Plan Agropecuario, con el apoyo del IICA y el aporte de destacados columnistas, presenta una síntesis del financiamiento agropecuario con sus posibilidades y sus restricciones. Luego de un diagnóstico de situación, presenta una serie de instrumentos o herramientas financieras algunas ya disponibles, pero en su mayoría novedosas, las cuales en su conjunto pretenden hacer posible la canalización de recursos de inversores privados y/o institucionales al sector agropecuario.

La necesidad de un marco regulatorio que de certeza a las partes, es parte imprescindible para una operativa fluida, exitosa y permanente en el tiempo. El manejo del riesgo agropecuario es tema fundamental cuando se trata de determinar el posible retorno derivado de la inversión en el sector. Se presentan a los Seguros Agrícolas, los Mercados de Futuro y los Warrants como mecanismos que acotan las variabilidades y permiten mediante un costo predecible disminuir incertidumbre.

## PRÓLOGO

El sector agropecuario puede iniciar el camino de la recuperación del País sobre bases genuinas. Hoy tenemos la posibilidad de comenzar con la instrumentación de mecanismos que unan al inversor con el empresario agropecuario sobre bases serias y por mecanismos que impliquen una mayor asociación en el resultado del negocio, una optimización de la estructura de las empresas y una disminución en los riesgos financieros, pensando no sólo en la coyuntura, sino también en el mediano y largo plazo.

Esta posibilidad asociada a la disponibilidad de paquetes tecnológicos debidamente probados, haría que a nivel empresarial agropecuario el Uruguay pudiese desplegar un mayor potencial.

Mantener el atractivo del sector como alternativa de inversión en el futuro depende de muchos otros factores.. El tipo de cambio real, las políticas comerciales, sanitarias, tributarias, tecnológicas, etc, todas hacen a la competitividad en el largo plazo y tienen que complementar este esfuerzo.

Con esta publicación el Instituto Plan Agropecuario nos hace un aporte a todos los que directa o indirectamente estamos involucrados en el futuro de nuestra agropecuaria, el desafío es hacerlo realidad.

## INTRODUCCIÓN

### **Ing. Agr. Martín Aguirrezabala**

En la década de los '90, la agricultura uruguaya sufrió una transformación muy importante, con un proceso de inversión pocas veces visto, y un notable incremento de su productividad en todos los rubros relevantes. Este proceso estuvo pautado por un fuerte encarecimiento relativo de los costos no transables (el "costo país"), y un abaratamiento de los transables, como consecuencia del fortalecimiento de nuestra moneda.

Este fenómeno vino de la mano de una enorme afluencia de capital a la región en general y al Uruguay en particular, lo cual permitió equilibrar la balanza de pagos, sostener el valor de nuestro signo monetario, y disponer de recursos abundantes en el sistema financiero. En estas circunstancias, muchas empresas agropecuarias financiaron sus inversiones recurriendo al crédito bancario.

Sin embargo, los niveles de productividad necesarios para competir en las circunstancias macroeconómicas establecidas requerían, con frecuencia, inversiones muy altas. Al mismo tiempo los mecanismos tradicionales de financiamiento bancario no podían suministrar financiamiento en condiciones normales, ya sea por cuestiones de garantías, o por problemas de flujo de fondos para el cumplimiento de la deuda en períodos acordes a los plazos de fondeo de las instituciones bancarias.

Ya en aquellas circunstancias se hacía necesario desarrollar nuevas formas de financiamiento en el sector, que enfrentaba buenas oportunidades de negocio que requerían importantes inversiones que no podían ser soportadas por los balances de las empresas.

¿Por qué no se desarrollaron? Probablemente por la confluencia de:

- (a) una fuerte disponibilidad de dinero en el sector financiero, que aproximadamente se estaba cumpliendo en forma directa o indirecta con la demanda existente, y
- (b) una fluida demanda de dinero por parte del sector público, que ofrecía títulos de muy alta confiabilidad y adecuada rentabilidad relativa, que satisfacía los requerimientos de instrumentos de inversión por parte de inversores individuales y/o institucionales.

Las circunstancias actuales que enfrenta el sector y el país en su conjunto son sustancialmente diferentes. En primera instancia, el cambio en los precios relativos, a consecuencia de la alteración de la política cambiaria, le ha dado a todo el sector agroexportador uruguayo una recuperación sustancial en su competitividad externa, por un fuerte descenso de sus costos en dólares, que unido a una mejora interesante de los precios internacionales, configura un escenario de muy buenas oportunidades de negocio a nivel sectorial. En segundo lugar, las circunstancias que atraviesa el sector financiero nacional han recortado el crédito al sector a niveles casi inexistentes. Por último, los inversores individuales e institucionales se encuentran ávidos de instrumentos que permitan acceder a oportunidades de inversión que ofrezcan razonables garantías, y a una rentabilidad competitiva con los títulos públicos u otras colocaciones que antes se veían como única alternativa de aplicación.

La retracción del crédito bancario en circunstancias fuertemente favorables para el sector ha impulsado entonces la creación de diversos mecanismos de financiamiento novedosos que están permitiendo una canalización importante de recursos.

Son numerosos los emprendimientos que han canalizado ahorro privado a la compra de ganado, bajo diferentes formas de relacionamiento con los propietarios de la tierra, los productores de forraje y los administradores del negocio. Dichos mecanismos van desde simples pastoreos, pasando por capitalizaciones más o menos complejas, administraciones independientes y otros mecanismos, hasta operaciones financieras garantizadas por la propiedad de ese ganado. En esta dispersión operativa, se puede observar prácticamente toda la gama de distribución del riesgo entre inversor y empresario, así como una amplia variedad de instrumentos jurídicos.

Los mecanismos generados para el financiamiento de cultivos de verano de secano y arroz, basados en el financiamiento compartido entre proveedores, exportadores e "inversores" (bancarios o no), con la administración de una institución financiera, y con la garantía sustentada en un sistema de contratos de exportación y/o compromisos de retención del exportador, constituyen la piedra angular para el **desarrollo de fondos de inversión agrícola**. Su diseño actual es precario, pero sobre la base contractual en la cual se han desarrollado, existen ya importantes avances para el diseño definitivo de un instrumento muy poderoso.

La creación del Fondo de Financiamiento de la Actividad Lechera constituyó un precedente fundamental para el desarrollo de nuevos instrumentos: por primera vez en el Uruguay se logró diseñar un vehículo que permite canalizar ahorro previsional al sector productivo. Su diseño reúne al mismo tiempo una rentabilidad muy atractiva, con una forma jurídica que brinda las máximas garantías que requieren los fondos previsionales. Su implementación conjunta con un mecanismo ingenioso de canje de deuda pública en forma colectiva por parte del sector, ha significado además un multiplicador significativo de su efecto sobre las empresas.

Todos estos instrumentos han sido creados a la sombra de las circunstancias y con una fuerte participación de los sectores involucrados, es decir contemplando las necesidades de inversores, captadores de capital, productores, proveedores, y en algunos casos con una fuerte participación del sector público como catalizador.

También en este marco se han desarrollado otros instrumentos que aún no han culminado su instrumentación, pero que recogen la experiencia de los anteriores y tienen diseños más avanzados en cuanto a su estructura jurídica y financiera, de modo de constituirse en herramientas más apropiadas para la captación de inversión. En esta situación se encuentran al menos un **Fondo de Inversión Inmobiliario** y un **Fondo de Inversión Agrícola**.

En este contexto, el esfuerzo realizado por los editores de esta compilación es valioso y oportuno. Valioso porque reúne un conjunto de contribuciones que permiten al lector introducirse en el tema, obteniendo una amplia visión del camino que se ha recorrido, aquí y en otras latitudes, y estimula a encontrar estrategias apropiadas para dotar de recursos financieros a las innumerables oportunidades de negocios que se abren en el escenario actual. Oportuno porque, dadas las circunstancias descritas con anterioridad, es difícil imaginar otro contexto en el cual esa búsqueda pudiera ser tan imprescindible y potencialmente tan fructífera.

El futuro inmediato mostrará seguramente, una senda de crecimiento sectorial que sustentará la vanguardia de la reactivación económica del Uruguay. Ese crecimiento será tanto mayor y más sustentable cuanto mayor sea el éxito en el diseño de proyectos adecuados de inversión, con destino exportador, que sean capaces de absorber ahorro privado, individual e institucional, nacional y extranjero. Las condiciones generales del negocio están dadas; tenemos los recursos naturales y los recursos humanos necesarios para llevarlo adelante. Se requiere algunos ajustes al marco legal que mejorarán el contexto jurídico para dar mayor garantía a los inversores y un tratamiento fiscal más adecuado. Estos son importantes, hay que exigirlos en el caso del ciudadano común, y hay que lograrlos desde el punto de vista de quienes tenemos responsabilidad de gobierno.

Pero estos ajustes no son lo esencial. Lo esencial es la capacidad de todos y cada uno de nosotros de aceptar los desafíos que nos impone nuestro tiempo y crear los instrumentos para desarrollar un mañana mejor. El pasado reciente nos ha demostrado que podemos, aún en circunstancias muy desfavorables, crear instrumentos apropiados para desarrollar y potenciar nuestra principal actividad económica... trabajando juntos, con dedicación e inteligencia. Una vez más ..."nada debemos esperar sino de nosotros mismos".

Espero que este esfuerzo editorial realizado por el **Instituto Plan Agropecuario** y el **Instituto Interamericano de Cooperación para la Agricultura** sirva de estímulo a nuestra imaginación y de guía a nuestra creatividad para avanzar en esa dirección.

# CAPÍTULO 1

## **1.1. El porqué de esta publicación Instituto Plan Agropecuario (IPA)**

Si bien las condiciones del marco externo en que se desenvuelve el sector agropecuario experimentaron cambios importantes en el correr del 2002, la problemática financiera en su más amplia acepción (crédito y endeudamiento), mantiene restricciones importantes. En enero de 2002, mientras la economía regional iniciaba una serie de problemas que se verían agravados posteriormente, en el ámbito local la economía ya mostraba signos de debilitamiento y se podía avizorar que los problemas financieros y económicos no tardarían en instalarse. Esto impulsó al Gobierno a través del MGAP, a implementar una serie de medidas tratando de superar estos escollos. Dentro de ese marco crítico, el Plan Agropecuario, con el apoyo de gremiales del interior, realizó una serie de eventos que tuvieron por objetivo informar sobre las oportunidades, las limitantes y los requisitos existentes, tanto a demandantes de financiamiento provenientes del sector agropecuario como a posibles inversores externos al mismo, previendo que los problemas financieros se agudizarían y que sería necesario contar con apoyo financiero extrasectorial. También organizamos internacionales como el BID y el IICA se sumaron a la tarea de generar foros de discusión, con el fin de acelerar la adopción de instrumentos innovadores de financiamiento y de acercar experiencias novedosas implementadas en otros países.

Posteriormente la realidad acompañó este camino y reforzó el argumento planteado en sus orígenes. La crisis bancaria, la iliquidez e incertidumbre fueron sinérgicas a la propuesta y permitieron el desarrollo de negocios entre particulares hasta estos días, a veces dentro de proyectos ya consolidados, y otras como simple acuerdo entre las partes. También esfuerzos conjuntos del Poder Ejecutivo, AFAPS, BROU, Bolsa de Valores, entre otros, en apoyo a distintos agentes del sector privado, han permitido disponer de otras modalidades no tradicionales de financiamiento de la actividad productiva. Sin embargo para profundizar el desarrollo de estas iniciativas y ampliar su alcance y dimensión, de manera que el financiamiento hacia el sector agropecuario adquiera la escala y fluidez necesarias, se precisa aún del esfuerzo innovador de muchos actores. Esta publicación pretende contribuir a una siguiente y necesaria etapa, dedicada al desarrollo de nuevos instrumentos y herramientas, adaptadas a las condiciones y requerimientos del sector y sus empresas. La intención es poner al alcance un material objetivo y conciso recopilando las experiencias, los avances y los esfuerzos detallados al principio, que permita informar a todos los posibles interesados y al mismo tiempo identificar y proponer nuevas alternativas e instrumentos a incorporarse en la agropecuaria nacional.

### **Nuevo marco de financiamiento para la agropecuaria del Uruguay**

Hasta hace pocos años, el agro uruguayo se caracterizaba por una débil presencia de inversores ajenos al sector; fenómeno que se ha ido revirtiendo notoriamente en los últimos tiempos. Numerosas son las razones que limitaron el acceso de estos inversores en el pasado, sin embargo la actual coyuntura ha propiciado condiciones como para que este tema sea tratado con mayor profundidad y celeridad.

El sector agropecuario se financia prácticamente en su totalidad en forma bancaria. Dentro de este financiamiento el BROU financia el 85% del capital<sup>(\*)</sup>. Esta situación ha generado y continúa generando un endeudamiento progresivo que ha crecido a una tasa 4 veces superior al Producto Bruto Agropecuario en los últimos 5 años.

Más allá de las razones que puedan haber provocado esta realidad, se hace imperioso diseñar nuevas fuentes financieras que se ajusten mejor a las capacidades y posibilidades de las empresas. En este sentido, a pesar que el Uruguay es un país meramente agro exportador, el agro no es un sector conocido y menos reconocido como tal, por el resto de los sectores de la sociedad. Esto implica que sus propuestas comúnmente tengan en el resto de la sociedad un auditorio refractario y desinformado. Existe una creencia generalizada que el sector históricamente se ha beneficiado con numerosas refinanciaciones y prórrogas.

(\*) Cr. Daniel Cairo Vila (Pte del BROU) Diario El País Ent. Suplemento Económico 06/05/02

También se ha destacado por algunos inversores, el notorio énfasis que las instituciones rurales y los propios productores a la hora de plantear sus propuestas, usualmente le ponen a las complejidades de la actividad agropecuaria, y en particular al negocio ganadero y su rentabilidad. Todos aspectos que provocan preocupaciones y recelo a posibles inversores en el mismo. Desde otro punto de vista, hoy el sector agropecuario posee tecnología e infraestructura como para duplicar su producción, y el no utilizarla no solo implica resignar oportunidades, sino correr el riesgo de caer en la obsolescencia productiva y comercial. Por lo anterior, la necesidad de inversión de fuentes no tradicionales no solo se justifica para un tratamiento del endeudamiento del sector, sino que también estaría sustentada por una imperiosa exigencia de crecimiento sobre bases menos riesgosas. En este sentido, cabe recordar que desde el punto de vista legal a través de la Ley de Inversiones (1996), el agro tiene la posibilidad de captar ahorristas y desarrollar instrumentos financieros para los mismos.

#### *Limitantes de las fuentes de financiación tradicionales*

- No plantean una estrategia integradora donde se puedan compartir riesgos
- Tasas de interés elevadas, variables e impredecibles
- No están alineados a la renta del negocio a financiar
- Plazos de pago no acordes a los ciclos biológicos
- Trámites engorrosos
- **Exigencias de garantías hipotecarias o prendarias con márgenes de cobertura que superan las posibilidades.**

Las dificultades de inversión y liquidez ponen en claro la exigencia de promover herramientas financieras sinérgicas a los procesos productivos de manera de colaborar a la articulación de toda la cadena y/o a la supervivencia de las empresas. En los últimos tiempos han surgido diferentes modalidades de integración / capitalización capaces de conectar a los productores ganaderos con inversores. La actual relación de precios da márgenes para lograr rentabilidades competitivas para el momento. Por otra parte los tradicionales destinos de las inversiones ya no son tan rentables, e incluso transmiten alguna cuota de inseguridad a los inversores. Por este motivo se detectan oportunidades para la inversión en la agropecuaria. Adicionalmente dada la situación en la que están inmersas las entidades bancarias, con líneas de créditos suspendidas, sumado a la incertidumbre que se ha generado en los ahorristas locales por los problemas regionales, queda en relieve la trascendencia del tema y justifica plenamente su discusión. En ese sentido esta publicación intenta clarificar el punto tratando de hacer accesible el tema y lograr la mejor comprensión de los lectores.

El fundamento de esta publicación se basa en la necesidad de contar con instrumentos financieros más adaptados a las exigencias del negocio, explotando la oportunidad de la coyuntura actual e intentando que lo generado o a realizar persista en el tiempo a través de un rediseño continuo.

Esta actitud, de generalizarse, permitirá sin dudas una corriente de cambios que obligará a las empresas a especializarse y adaptarse a exigencias diferentes a las habituales, y a los inversores les proporcionará un menú de ofertas mucho más amplio. Dentro de estos inversores podrán estar entre otros, las AFAPs y los Fondos de Inversión independientes. Ambos hasta hace poco era impensable que fijaran su interés en el sector, primero por una cuestión de rentabilidad, debido a que contaban con una oferta de títulos públicos muy segura y a tasas elevadas, fenómeno que ha desaparecido en la actualidad. Segundo, porque la oferta de proyectos confiables era escasa.

En la actualidad es clara la necesidad de contar con instrumentos financieros más adaptados a las exigencias y posibilidades de los sistemas de producción y/o a los productores.

Las empresas agropecuarias deben sortear múltiples escollos para obtener créditos. Sin embargo no es un secreto que algunas de ellas poseen gran dinamismo, capacidad de adaptación y representan una de las fuentes más importantes de creación de empleo (directo e indirecto) y riqueza en el país, rasgos que se acentúan en las economías regionales. Sin embargo, de acuerdo a un estudio del Instituto de Economía<sup>(\*)</sup>, de cada cinco dólares de crédito disponible en el circuito financiero, las empresas rurales no llegan a conseguir uno. Por lo general, para financiarse tienen que acudir a créditos con plazos inadecuados, con altas tasas de interés y severas exigencias de garantías, muchas veces mayores a las que pueden justificar. Por otra parte las exigencias de la propia integración generan un marco atractivo para los inversores, entre otras razones por: la necesidad de establecer contratos, la posibilidad de ser auditable, por tener escala, por su capacidad de ofrecer rentas mínimas, por riesgos acotados, por ofrecer sistemas de trazabilidad, etc.

El MGAP a través de la fase II del Proyecto Ganadero, estableció incentivos a través de subsidios para emprendimientos asociativos, que tuvieran la condición de articular varios eslabones de la cadena agroindustrial a través de propuestas innovadoras de negocios. Este intento ha tenido una buena difusión, pero entendemos que se debe potenciar con emprendimientos independientes que desde la órbita privada generen, mantengan y rediseñen propuestas de inversión y desarrollo en el sector agropecuario.

## **1.2. Financiamiento del sector agropecuario: evolución reciente, situación actual y perspectivas**

### **Ec. Fernando Antía OPYPA - MGAP**

#### **1.2.1. Evolución reciente del crédito y del endeudamiento del sector**

El sector agropecuario, enfrenta (y enfrentará) serias restricciones en materia de financiamiento bancario. Las mismas derivan de la combinación de un elevado endeudamiento sectorial –con las consiguientes dificultades para el servicio de la deuda “vieja”–, con los obstáculos para acceder a nuevos créditos resultantes de la crisis bancaria que se desató en 2002. En este capítulo se propone revisar la evolución reciente y la situación actual del financiamiento agropecuario y discutir las perspectivas que se abren en la materia. Se organiza en cuatro apartados. En el primero, se repasa brevemente el proceso que llevó al incremento del endeudamiento del sector agropecuario en los noventa. En el segundo, se presta atención a las sucesivas refinanciaciones de deudas del sector agropecuario con el Banco de la República (BROU) verificadas entre 1998-2002. En el tercero, se describe la situación actual del financiamiento sectorial, caracterizada por una agudización de la restricción crediticia y por el surgimiento de nuevas fórmulas de financiamiento, en circunstancias en que, paradójicamente, también se observa una pronunciada mejora de la rentabilidad en buena parte de las actividades del sector. Finalmente, en el último apartado se plantean algunas ideas respecto al financiamiento futuro del sector agropecuario, enfatizando en la necesidad de promover la adopción de fórmulas innovadoras en materia de financiamiento bancario y no bancario que permitan que el sector obtenga los recursos necesarios para financiar su expansión.

#### **El incremento del endeudamiento bancario en los noventa.**

El elevado endeudamiento bancario del sector agropecuario se gestó en los noventa cuando la deuda con los bancos pasó de 305 millones de dólares en 1991 (33% del PBI sectorial de

(\*) IECON (2001) FCEA Melán y Antía. *El sistema financiero uruguayo. Serie 1 Materiales Recopilados*

ese año) a 1.228 millones a fines de 1999 (105% del PBI agropecuario)<sup>1</sup>. El grueso de ese endeudamiento fue contraído con el Banco de la República (BROU) y, crecientemente, pactado en moneda extranjera, al punto que en 2001 el saldo adeudado estaba casi íntegramente contratado en dólares (véase Cuadro 1).

	Crédito total	Crédito / PBI	Estructura por moneda		Estructura por acreedor	
	(millones de dólares)	(en %)	dólares	m. nal.	BROU	B. Privada
1990	315,9	37,8%	39,7%	60,3%	58,9%	41,1%
1991	304,6	33,3%	40,3%	59,7%	63,7%	36,3%
1992	382,4	34,5%	50,6%	49,4%	62,8%	37,2%
1993	493,2	45,6%	58,5%	41,5%	62,3%	37,7%
1994	553,7	40,9%	69,0%	31,0%	65,7%	34,3%
1995	622,6	38,1%	75,6%	24,4%	65,0%	35,0%
1996	754,4	46,6%	85,0%	15,0%	68,6%	31,4%
1997	935,4	58,4%	91,6%	8,4%	71,1%	28,9%
1998	1155,1	76,3%	94,6%	5,4%	69,2%	30,8%
1999	1228,0	105,3%	96,8%	3,2%	70,3%	29,7%
2000	1209,5	102,0%	97,6%	2,4%	66,7%	33,3%
2001 (1)	1212,6	110,0%	98,2%	1,8%	63,7%	36,3%

Notas: (1) corresponde a los datos de setiembre de ese año  
Fuente: elaborado por OPYPA en base datos del BCU y el BROU

En lo fundamental, el crecimiento de la deuda bancaria fue consecuencia de la conjunción de varios factores que, al afectar positivamente las expectativas de los productores, impulsaron la inversión del sector y la consiguiente contratación de créditos bancarios. Entre esos factores destacan: el fin de la Ronda Uruguay del GATT en 1994 (que alentó la esperanza de una reducción del proteccionismo agrícola en las economías industriales), la formación del Mercosur en 1991 (que generó la expectativa de un acceso fluido de los productos agrícolas uruguayos al mercado brasileño), la marcada recuperación de los precios internacionales de las materias primas agrícolas y de los alimentos verificada entre 1994 y 1997, la obtención de la condición de país libre de aftosa sin vacunación en 1996 (que habilitó el ingreso de la carne vacuna uruguaya a los mercados no aftósicos) y la liberalización de las condiciones de operación del complejo carne vacuna (que estimularon la inversión en ese subsector).

Como es sabido, si bien hasta 1998 el PBI agropecuario creció a tasas apreciables, lo hizo en muchos casos con una exigua rentabilidad, a consecuencia, entre otros factores, del "atraso cambiario". Por lo demás, en los últimos años, en especial desde 1999, sobrevino un conjunto de factores negativos que revirtieron aquellas expectativas optimistas y afectaron negativamente la capacidad de parte de las empresas del sector de servir el endeudamiento contraído con anterioridad.

Entre ellos destacan: la vertical caída del precio internacional de las materias primas agrícolas verificada entre 1998-2001, la persistente caída del precio internacional de la lana, la devaluación brasileña de 1999, el enlentecimiento de la economía brasileña y la recesión de la economía argentina a partir de 1999, la adversa evolución del clima (sequía 1999/2000 y exceso de lluvias en 2001) y la irrupción de la aftosa en 2001 (con el consiguiente cierre de los mercados no aftósicos).

<sup>1</sup> Estas cifras subestiman moderadamente el monto adeudado por el sector agropecuario, pues en el caso del BROU no incluye los intereses devengados en concepto de mora y no es posible identificar parte de los pasivos del sector dentro del total del rubro "pasivos refinanciados".

Por otra parte, la caída de los ingresos procedentes de la actividad agropecuaria y el incremento del costo de la vida en dólares que caracterizó a buena parte de los años noventa impulsaron a muchos productores a asumir deudas bancarias para cubrir los déficit de sus presupuestos familiares. Factor éste que se sumó a los mencionados más arriba para explicar el significativo incremento del endeudamiento sectorial.

### **La etapa de las refinanciaciones (1998-2002)**

Como se adelantó, el desfavorable cuadro de situación posterior a 1999 afectó negativamente la producción y la rentabilidad del sector y generó serios problemas para el cumplimiento de las obligaciones de buena parte de los deudores del sector agropecuario con el sistema bancario. En estas condiciones, el BROU, principal acreedor del sector agropecuario, comenzó a conceder en noviembre de 1998 alternativas de refinanciación ("reperfilamientos") que se negociaban "caso a caso" entre las partes y que otorgaban plazos dilatados para la cancelación de las deudas (hasta 10 años, con dos años de gracia) y tasas de interés fijas algo menores a las de mercado (tasa de referencia del BROU más 4,5%, lo que en los hechos determinaba tasas de interés en dólares entre 10,25% y 11,25% anual). Originalmente, los reperfilamientos estuvieron disponibles para los deudores ganaderos, agrícola-ganaderos y agricultores de secano, pero desde febrero de 1999 el régimen se amplió a todos los deudores del sector agropecuario.

El diagnóstico que estaba por detrás de los reperfilamientos era que, como consecuencia de la evolución adversa de los mercados, una parte significativa de los agentes del sector atravesaba problemas de liquidez y que estos problemas eran manejables mediante el alargamiento de los plazos y la postergación de los vencimientos; en el entendido de que la mejora del desempeño de los mercados permitiría retomar el cumplimiento normal de las obligaciones financieras.

El grado de cobertura de esta modalidad de refinanciación de deudas fue elevado, en julio de 2000 el BROU informó que 4.500 deudores del banco se habían acogido a los reperfilamientos (tégase en cuenta que los deudores agropecuarios del BROU eran, por entonces, poco más de 19.000).

Ante la persistencia de los problemas de liquidez en el sector, en noviembre de 1999 se dispuso que los deudores agropecuarios con deudas menores a 200.000 dólares, que lo acordaran voluntariamente con el BROU, podían refinanciar sus pasivos a 15 ó 20 años de plazo con la modalidad de "bono cupón cero"<sup>2</sup> (lo que en los hechos equivalía a constituir una garantía por el principal adeudado equivalente a entre 20% y 30% del mismo, que liberaba al deudor de los pagos en concepto de capital). Sin embargo, esta alternativa no alcanzó los resultados esperados, pues muy pocos deudores se acogieron a esta modalidad de refinanciación.

En junio de 2001, ante el agravamiento de las dificultades financieras de los deudores agropecuarios, el gobierno habilitó una nueva modalidad de refinanciación de las deudas con el BROU sobre la base de la modalidad "bono cupón cero". En este caso, y a diferencia de la modalidad anterior, la refinanciación era obligatoria para el BROU<sup>3</sup>.

De acuerdo a la misma, los deudores agropecuarios (excepto los forestales) con pasivos de hasta 200.000 dólares al 31/12/00 (luego se amplió la cobertura de la refinanciación a

<sup>2</sup> Se trata de un tipo de bono que se caracteriza por no realizar pagos de interés ni amortizaciones de capital hasta su vencimiento.

<sup>3</sup> Se previó, asimismo, que esta modalidad de refinanciación podría contemplar a los deudores agropecuarios de un banco mixto y de otro gestionado por el Estado (Banco de Crédito y Banco Caja Obrera, respectivamente).

deudores de hasta 300.000 dólares)<sup>4</sup>, podían solicitar la refinanciación a 20 años de plazo, con hasta 4 años de gracia en el capital (el bono cupón cero debía adquirirse a más tardar en abril de 2005) y con un período de gracia de hasta 22 meses en el pago de intereses<sup>5</sup>. Con posterioridad, se otorgó a los deudores la posibilidad de constituir la garantía en "bonos cupón cero" o en certificados de depósito capitalizables con la misma tasa de interés que los bonos. La tasa de interés de la refinanciación se estableció en 9,25% anual y los pagos de intereses debían realizarse semestralmente<sup>6</sup>.

Cumplidos los plazos previstos, alcanzaron a firmarse poco más de 5.000 convenios de refinanciación sobre la base de "bonos cupón cero" por un monto total de aproximadamente 300 millones de dólares (tégase en cuenta que la deuda del sector agropecuario con el BROU alcanzaba a 1.100 millones de dólares al 31/12/00). No obstante, para evaluar los resultados de esta operativa será preciso esperar, primero, que venza el plazo de gracia establecido para los intereses (febrero de 2003)<sup>7</sup> y, luego, que se cumpla el plazo máximo previsto para la adquisición del bono (abril de 2005).

Paralelamente, el BROU dispuso mecanismos especiales para los deudores más pequeños. Los pequeños productores con deudas inferiores a 10.000 dólares se beneficiaban de una bonificación de 2 puntos porcentuales en las tasas de interés en la realización de operaciones de reperfilamiento; mientras que a los deudores con pasivos inferiores a 50.000 dólares<sup>8</sup> se les habilitaba el camino de los reperfilamientos, aun cuando no superaran "las exigencias de solvencia y/o viabilidad exigidas por los servicios".

En julio de 2002 el Banco Central (BCU) habilitó un nuevo mecanismo para resolver el tema de la deuda "vieja" a través de la instrumentación de un régimen de cancelación de deudas de empresas y personas con el sistema financiero con títulos de la deuda pública uruguaya. De acuerdo al mismo, se habilita a cancelar las obligaciones con el sistema financiero anteriores al 31/12/01 de empresas y personas residentes hasta un máximo de 5 millones de dólares, mediante su pago en parte con títulos públicos y en parte en efectivo (el porcentaje de pago en efectivo crece con el monto y la calificación de la deuda, oscilando entre 15% y 43%). La clave del mecanismo radica en el hecho de que bajo ciertas condiciones los títulos públicos se reconocen al valor nominal y, como es sabido, dadas las dificultades financieras que atraviesa el país, los títulos con vencimiento posterior a 2004 se cotizan en el mercado secundario a aproximadamente la mitad de su valor facial. De modo tal que los deudores que cancelaran su deuda de acuerdo a este procedimiento, se beneficiarían con quitas que oscilarían entre 30% y 40% de la deuda total. La novedad de este procedimiento radica en el otorgamiento de quitas. Téngase en cuenta que, mientras las operativas de reperfilamientos y "bonos cupón cero" tendían a alargar los plazos de las obligaciones y reposaban en un diagnóstico de crisis de liquidez, la cancelación con quitas es un instrumento apto para atender problemáticas de sobreendeudamiento, como las que padecen muchos deudores.

En el marco de esta operativa, que en el caso del BROU estuvo vigente hasta el 31 de octubre pasado, se habrían presentado poco más de 2.000 solicitudes de cancelación de deudas agropecuarias por un monto que rondaría los 200 millones de dólares (también se habrían presentado más de 1.000 solicitudes de cancelación de deudas de otros sectores). Al momento de escribir estas líneas no está clara la cantidad de operaciones que efectivamente se llevará a cabo; en parte porque estaría en marcha una gestión del BROU para ampliar el cupo concedido por el BCU y, en parte, porque se desconoce cuantas de esas solicitudes de cancelación se concretaron (o concretarán) en los hechos.

Recientemente (noviembre de 2002), el Ministerio de Ganadería Agricultura y Pesca informó que el proyecto "Uruguay Rural", que asiste a pequeños productores, utilizó el mecanismo de cancelación de deuda con títulos públicos para habilitar una reducción de 40% de los pasivos por un total de 6 millones de dólares de 2.149 pequeños productores con varias instituciones financieras (BROU, COFAC y CACDU).

Por otra parte, si bien el plazo originalmente previsto para realizar estas operaciones de cancelación de deudas con títulos ya venció, es posible que el mismo sea extendido. En el caso del BROU, para atender el endeudamiento de algún subsector en particular (ejemplo: lechería) y en los casos de los bancos suspendidos, para todos los deudores de esas instituciones. Asimismo, según trascendió, en el BROU ya se han realizado las primeras operaciones de cancelación de deudas con certificados de depósitos reprogramados (CDR). Como es sabido, la ley de Fortalecimiento del Sistema Bancario de agosto de 2002 dispuso la reprogramación a tres años de los depósitos a plazo fijo realizados en el BROU y el Banco Hipotecario y estableció que para documentar esa operación podrían emitirse CDR. Por ahora se habrían efectuado operaciones con deudores del banco que a la vez son depositantes, pero cabe esperar que a la brevedad se conforme un mercado secundario en el que se negocien los CDR, lo que abriría paso a una nueva forma de cancelación con quitas<sup>10</sup>.

### **La evolución reciente del financiamiento sectorial**

En este cuadro de elevado endeudamiento sectorial y dificultades para el cumplimiento de las obligaciones anteriores, aun antes de la eclosión de la crisis bancaria en 2002, se observaron crecientes dificultades para el acceso de las empresas del sector al nuevo financiamiento bancario. Ejemplos de ello fueron el virtual retiro de la banca privada del crédito sectorial y la reducción del financiamiento del BROU. En el caso de los cultivos agrícolas correspondientes a la zafra 2001/2002 los productores debieron recurrir a fuentes de financiamiento alternativas (autofinanciamiento, crédito de proveedores, etc.). Adicionalmente, industrias que tradicionalmente financiaban la mayor parte de los costos necesarios para la implantación de los cultivos (como las malterías) modificaron sus estrategias comerciales y pasaron a proveer un financiamiento mínimo (semillas)<sup>11</sup>.

Sobre este escenario de por sí complicado, operaron en 2002 dos cambios de signo opuesto. Por una parte, la aguda crisis de liquidez del sistema bancario (en los primeros siete meses del año los depósitos en los bancos se redujeron casi a la mitad, en el marco de una corrida sin precedentes por su persistencia y magnitud), determinó una pronunciada contracción del crédito que golpeó a la economía en su conjunto. El sector agropecuario sufrió especialmente esa restricción por dos causas fundamentales: por su "mala reputación" como sujeto de crédito, consecuencia a su vez de los sucesivos incumplimientos y refinanciaciones, y porque los bancos más golpeados por la crisis fueron los que poseen más vocación por prestar al sector agropecuario (ante todo el BROU, y entre las instituciones suspendidas, los bancos Comercial, Crédito y Caja Obrera).

Por otra parte, la pronunciada devaluación de la moneda nacional, el aumento de los precios internacionales de buena parte de las materias primas agrícolas y el gradual reingreso de las carnes uruguayas al circuito no aftósico, determinaron una significativa mejora de la rentabilidad (presente y esperada) de las principales actividades agropecuarias. De modo tal que en la actualidad las empresas del sector enfrentan una situación paradójica: padecen una aguda restricción de financiamiento, en circunstancias en que, dada la mejora de la rentabilidad, necesitan incrementar el capital de giro y en algunos casos la inversión en activos fijos para aprovechar las oportunidades que se abren en la producción exportable.

En la coyuntura el gobierno ha impulsado acciones tendientes a paliar la aguda restricción financiera que padece el sector agropecuario. Por un lado, otorgó financiamiento fondeado en líneas de crédito de organismos financieros internacionales y, por otro lado, puso en marcha complejas operativas crediticias para financiar parcialmente algunos cultivos agrícolas. Ejemplo de lo primero ha sido la operativa del Programa Global Multisectorial III del Banco Interamericano de Desarrollo que proveyó recursos por hasta 90 millones de dólares en 2002, a través de varios bancos de plaza, incluido el BROU.

Esta operativa tuvo, sin embargo limitados efectos sobre el sector agropecuario, pues estuvo orientada a financiar proyectos previamente seleccionados, por lo general de mediano y largo plazo, abarcó a todos los sectores productivos y requirió que los tomadores del crédito tuvieran buenas calificaciones de crédito (categorías 1 o 2).

La segunda línea de acción fue desplegada por el BROU y se orientó a financiar parcialmente los cultivos de cebada, de verano y de arroz de la zafra 2002/2003. A esos efectos se llevó a cabo una compleja operativa que involucró a los exportadores o industriales (malterías, molinos, centrales cooperativas, etc.), a los productores y a los proveedores de insumos. Esa operativa financiera requirió la prenda de los cultivos, la realización de contratos de entrega de la producción (que, en forma transitoria, el BCU aceptó como garantía computable), la contratación de seguros climáticos<sup>12</sup> y la cesión de los derechos a favor del acreedor (el propio banco y/o el proveedor, cuando correspondiera). Por último, esas operativas permitieron financiar sólo parte de los costos de implantación de los cultivos (65 U\$S/ha. en la cebada, 45 U\$S/ha. en los cultivos de verano y 325 US\$/ha en el arroz). Por lo demás, las restricciones financieras y las dificultades operativas determinaron que, salvo en el caso de la cebada en el que la cobertura fue mayor, el área financiada fuera sólo parte del total (en los cultivos de verano se habrían financiado 50.000 has. de un total de 130.000 has. y en el arroz 60.000 has. de un total de 100.000 has.).

Otra iniciativa oficial puesta en marcha recientemente es la del Fondo para el Financiamiento de la Actividad Lechera (FFAL) impulsado por el MGAP. Dicho Fondo establece un mecanismo que permite "securitizar"<sup>13</sup> el flujo de fondos originado en la retención por parte de la industria de un monto fijo por litro de leche fluida comercializado en plaza (0,84 pesos por litro). La securitización de ese flujo de fondos durante los próximos 5 ó 6 años permitirá emitir títulos por un monto de aproximadamente 25 millones de dólares que se colocarán en el mercado de valores y que, presumiblemente, serán adquiridos por las AFAP's. Los recursos así reunidos se volcarán a los productores a prorrata de la remisión de leche realizada en el año terminado en junio de 2002 y se destinarán a dos fines: hasta 60% para la cancelación de las deudas de los productores con el BROU (si correspondiera) y hasta 40% para reconstituir el capital de trabajo de los tambos.

### **1.2.2. Situación actual y perspectivas del financiamiento sectorial**

#### **El futuro del financiamiento bancario**

A mediano y largo plazo el crédito bancario al sector privado se recuperará en la medida en que se restablezca la confianza de los depositantes en los bancos y ello permita una mejora de la capacidad de préstamo del sistema bancario. La evolución reciente de los depósitos bancarios que, luego de caer verticalmente en los primeros nueve meses del año, se recuperaron levemente en octubre (44 millones de dólares) y noviembre (aproximadamente 100 millones de dólares), permite abrigar esperanzas de que con el correr del tiempo se producirá un incremento de los depósitos que abriría paso a la recuperación del crédito. Sin embargo, la lectura de esas cifras también sugiere que la misma será lenta.

A su vez, el restablecimiento del crédito bancario al sector agropecuario dependerá en grado sumo de la recuperación de la confianza de los depositantes en el BROU (que habría

sido afectada por la reprogramación de los depósitos) y de la forma en que se resuelva la situación de los bancos suspendidos. En relación con esto último, una exitosa reapertura de los bancos de Crédito y Comercial, de fuerte presencia en el interior del país, podría contribuir decisivamente al restablecimiento del crédito al sector. Por último, también será preciso que mejore la capacidad de pago y la "reputación" del sector como sujeto de crédito.

Por otra parte, cabe esperar que, en línea con lo observado en el pasado reciente, el nuevo financiamiento bancario se otorgue crecientemente en el marco de operativas que involucren a los distintos eslabones de la cadena productiva (productores, proveedores de insumos e industriales-exportadores) y demande la existencia de contratos (de entrega de la producción y/o de exportación), de garantías prendarias y de distintos tipo de seguros (climáticos, de rendimiento mínimo y de crédito de exportación).

### **Nuevas modalidades de financiamiento no bancario**

Como se comentó, el sector agropecuario presenta oportunidades de negocios rentables, asociadas a la mejora de la competitividad cambiaria y/o de los precios internacionales. En estas condiciones, espontáneamente y sin que medien mecanismos institucionales estandarizados, se ha verificado cierta afluencia de recursos líquidos desde fuera del sector hacia actividades agropecuarias. Esa afluencia se realizó principalmente a través de relaciones personales y tuvo como destino principal las "sociedades de capitalización" que operan en la ganadería vacuna. Por lo demás, en la actualidad existen elementos que permiten ver con optimismo la posibilidad de desarrollar algunas formas de financiamiento directo (no intermediado por el sistema bancario).

Entre ellas destacan:

- La existencia de una importante masa de recursos líquidos atesorados en los hogares o en cajas de seguridad por los ahorristas que temieron al "corralito" y retiraron sus depósitos del sistema bancario (el ministro Atchugarry la estimó en 1.000 millones de dólares y estimaciones privadas creen que puede ser mayor).
- La existencia de una importante masa de recursos líquidos en las AFAP's que no encuentran oportunidades de colocación rentable en el sector privado. Téngase en cuenta que el Fondo de Ahorro Previsional (FAP) reúne recursos por un total de 850 millones de dólares y, de acuerdo a lo que establece la ley, hasta un 20% del mismo puede constituirse en "valores representativos de inversiones en sectores productivos" y hasta un 25% del mismo en "valores emitidos por empresas públicas y privadas que coticen en un mercado formal". Como a la fecha las AFAP's sólo tienen una parte insignificante de su portafolio en ese tipo de instrumentos, cuentan con amplio margen de maniobra para ampliar esas inversiones.

En estas condiciones, el Estado y el sector privado deben procurar generar reglas del juego, instituciones e instrumentos financieros que estimulen la canalización directa del ahorro de las familias y las AFAP's a los emprendimientos rentables y seguros del sector agropecuario. Este aspecto de la seguridad resulta clave a la luz de los reiterados incumplimientos que se verificaron en los últimos años por parte de los emisores de Obligaciones Negociables.

### **1.2.3. Lo que falta por hacer**

#### **Alternativas posibles**

- Fondos de Inversión abiertos (la cantidad de cuota-partes es variable) y Fondos de Inversión cerrados (la cantidad de cuota-partes es fija). Ambos tipos de Fondos invierten en títulos valores representativos de inversiones productivas o financieras. (La constitución de esos Fondos abriría un amplio campo de acción para la securitización de activos y/o flujos de fondos);
- Fondos de Inversión cerrados de Capital de Riesgo (pueden constituirse para llevar a cabo determinadas inversiones directas en el ámbito agrícola o ganadero);
- Fondos de Tierras (reúnen recursos para aplicarlos en la compra de tierras que se explotan con una gestión común o se arriendan vía leasing o bajo otra modalidad)<sup>1</sup>;
- Fideicomisos (administran un patrimonio otorgando plenas garantías a todas las partes involucradas);
- Sociedades Anónimas con acciones al portador (habilitadas desde 2000 a poseer tierras);
- "Sociedades de Almacenaje" emisoras de warrants o certificados de depósitos, etc.

#### **Tareas para el gobierno:**

- Impulsar leyes que habiliten las nuevas operativas. Ejemplo: proyectos de ley de Warrants (que genera condiciones más adecuadas que las existentes para la operación con certificados de depósito y warrants) y proyecto ley de Fideicomisos (que habilita la incorporación de esta figura jurídica hoy inexistente), proyectos ambos que se encuentran a consideración del Parlamento.
- Proveer información sobre rendimientos y precios internacionales y regionales de los insumos y productos, de modo de dar transparencia al mercado y estimular así a los posibles inversores.
- Impulsar la adopción de seguros climáticos que reduzcan los riesgos de las inversiones agropecuarias. Antecedente: experiencia del sector granjero, en la que el Estado otorgó un subsidio parcial de la prima del seguro climático y, además, fomentó la contratación del seguro, al considerarlo un prerrequisito para acceder a los beneficios del Fondo de Emergencia por Catástrofes Climáticas de reciente creación. En la agricultura extensiva el gobierno tiene la voluntad de impulsar seguros que garanticen la obtención de un rendimiento mínimo, al cubrir los daños que afectan los rendimientos y la calidad del producto obtenido<sup>2</sup>.

#### **Tareas para el sector privado:**

Los agentes de los mercados financieros (corredores de Bolsa, AFAP's, Fondos de Inversión, etc.) y del propio sector agropecuario (escritorios rurales, gremiales de productores, cooperativas, etc.) deben impulsar el desarrollo de las instituciones e instrumentos que habiliten el financiamiento directo. En particular, mediante la constitución de Fondos de Inversión Agrícolas y Ganaderos, la identificación de vacíos legales u obstáculos tributarios, la selección de proyectos de inversión, quizás mediante la creación de una institución "intermedia" que ubique y elija proyectos pasibles de ser puestos en marcha.

En resumen, luego de una fase de acelerado endeudamiento que se extendió durante buena parte de los años noventa, el sector agropecuario alcanzó a fines de la década pasada un alto ratio deuda bancaria/PBI. En los últimos años, la caída de la rentabilidad sectorial y el peso del endeudamiento, derivaron en serias dificultades para el servicio de las obligaciones financieras por parte de muchos deudores. Las sucesivas refinanciaciones que otorgó el BROU otorgaron tiempo a esos deudores, a la espera de una mejora en las condiciones de los mercados; mientras el sector atravesaba serias dificultades para financiar su actividad corriente. Con la profundización de la crisis bancaria en agosto de 2002 esa restricción financiera se agudizó. En parte ello derivó de que los bancos más golpeados por la crisis eran los mayores financiadores del sector. Paralelamente, la modificación de los precios relativos, el alza de los precios internacionales y la gradual recuperación de los mercados no aftósicos determinaron una sensible mejora en la rentabilidad y en las expectativas respecto al futuro de las principales actividades del sector. En las actuales condiciones, el sector agropecuario debe sortear las restricciones financieras existentes para aprovechar las oportunidades que se abren en materia de producción exportable. Así las cosas, resulta imperioso impulsar nuevas formas de financiamiento bancario que, al reducir el riesgo de la concesión de créditos al sector, estimulen el restablecimiento del crédito. Asimismo, en el entendido que la recuperación del crédito bancario será un proceso lento, parece pertinente impulsar formas de financiamiento no bancario del sector agropecuario. Para ello el Estado y el sector privado deben procurar el desarrollo de los instrumentos e instituciones que habiliten la canalización directa de recursos de ahorro al financiamiento de las actividades agropecuarias.

<sup>4</sup> Es de hacer notar que en la franja de deudores de 200.000 a 300.000 dólares el BROU quedaba facultado a aceptar o rechazar la refinanciación y podía exigir garantías adicionales.

<sup>5</sup> Originalmente el primer pago semestral de intereses debía hacerse el 30/4/02, pero luego se extendió al 31/10/02.

<sup>6</sup> En setiembre de 2001 se extendió la tasa de interés de la refinanciación con bonos cupón cero a los reperfilamientos.

<sup>7</sup> El plazo para realizar el primer pago de intereses venció el 31/10/02, pero a partir de entonces los deudores cuentan con hasta 120 días para efectivizar el pago.

<sup>8</sup> A esos efectos se entendía como pequeños productores a los ganaderos de hasta 500 hectáreas, los lecheros, agrícola-ganaderos y arroceros de hasta 250 hectáreas y los horticultores, fruticultores y granjeros de hasta 20 hectáreas.

<sup>9</sup> Los bancos quedan obligados a aumentar su patrimonio cuando la diferencia entre el valor nominal de los bonos y el valor de mercado aceptados en el marco de la operativa de cancelación de deudas con títulos supera el 2% del total de los créditos vigentes.

<sup>10</sup> En este caso la quita derivaría de la diferencia entre el valor nominal de los CDR (valor que el BROU les reconoce a los efectos de cancelar deudas) y su cotización en el mercado secundario.

<sup>11</sup> Este fue el proceder de la empresa líder que reúne ¾ de la producción del subsector.

<sup>12</sup> Se trata de seguros sobre granizo y adicionales. Estos últimos son: exceso de lluvias, vientos intensos y heladas.

<sup>13</sup> La securitización es un mecanismo financiero que permite emitir títulos-valores respaldados en activos subyacentes de mejor calidad. Estos activos subyacentes pueden ser otros activos financieros (por ejemplo: créditos hipotecarios) y/o flujos de ingresos futuros (cuentas a cobrar o ingresos por ventas, etc.).

<sup>14</sup> En OPYPA-MGAP se llevaron a cabo estudios tendientes a identificar las posibilidades de desarrollo de un instrumento de este tipo en Uruguay. Véase al respecto el documento de F. Lorenzo y B. Lanzlotta: "Precio de la tierra y creación de un Fondo Inmobiliario de Tierras en Uruguay". Montevideo, marzo de 2002.

<sup>15</sup> Estos seguros cubren los daños que superen un determinado umbral de pérdidas respecto al rendimiento esperado. Ejemplo: se cubren las pérdidas mayores a 30% del rendimiento esperado.

## CAPÍTULO 2

### **2.1. Ventajas y Fortalezas del sector para captar inversiones** **Dr. Roberto Vázquez Platero (Presidente de INAC)**

Posteriormente a la crisis financiera, aun sorteando dificultades de endeudamiento y de mercados, el sector agropecuario vuelve a aparecer como el sector en la economía sobre el cual se apoyan las esperanzas del país para salir de la actual coyuntura.

En este sentido, debemos tener en cuenta que vivimos en una realidad social y comunitaria que nos ubica en un contexto que exige de todos una mirada más amplia, y abarcadora. Somos parte de un conjunto, una realidad que nos sitúa con responsabilidades, reglas, deberes y derechos. En este contexto, además de deber hacer bien la tarea específica, interpretar con flexibilidad y apertura la difícil realidad, deberemos de asumir riesgos para enfrentar las dificultades.

Con la aplicación de las medidas y programas de estabilización y ajuste de la economía nacional, ejecutadas a partir de Junio de 2002, la economía doméstica en general y particularmente el sector agropecuario, comienza una serie de cambios de gran importancia. Esta situación se complementa con una serie de factores que en conjunto también articulan en forma sinérgica con las ventajas competitivas que presenta el agro uruguayo en la actualidad como cartera de inversión. El desafío de integrarse a los portafolios urbanos estará centrado en ofrecer a los inversores un negocio, que sin perder las características genuinas de la ganadería, se adapte a sus requerimientos actuales, y eventualmente pueda despejando aspectos coyunturales, mantenerlos en el tiempo.

#### **2.1.1. Marco actual para la inversión en el agro**

Seguidamente plantaremos algunos de los aspectos destacados que deben ser tenidos en cuenta a la hora de evaluar la posibilidad de invertir en ganadería

##### **Marco Económico Regional estable:**

Aparentemente desde el punto de vista económico en el escenario regional, todo los hechos que podrían ser importantes en el ambiente económico ya se sucedieron en el devenir del 2002, y por lo tanto para el mediano plazo los cambios esperables no serían tan drásticos, sino más bien de ajuste.

Luego del sinceramiento de los indicadores domésticos, el sector agropecuario lentamente ha tomado un sendero más sustentable en cuanto a sus cuentas debido a las modificaciones observadas en el tipo de cambio real. Esto le ha permitido a la ganadería una mejora en su capacidad intercambio con respecto a los bienes y servicios transables. Esta mejora se ha ido trasladando al sector exportador, traduciéndose entonces en una mejora en la competitividad sectorial.

##### **Sistema Financiero con problemas**

El sistema financiero del país viene siendo sometido a un proceso progresivo de cambios radicales, provocando en el mercado financiero profundas transformaciones, con la aparición de nuevos operadores, y la disponibilidad de servicios financieros diferentes a los existentes. Efectivamente, a partir de la crisis bancaria Argentina, el país inicia un proceso de cambios, con la adopción de medidas tanto de carácter global como específico, todas ellas tendientes a reducir la incertidumbre y generar confianza.

Para el sector agropecuario estas medidas han tenido efectos positivos y negativos. Dentro de los primeros están las nuevas oportunidades derivadas del cambio, que permiten contar con otras figuras financieras alternativas y/o complementarias a la banca, que en la medida que surjan proyectos de inversión confiables, actuarán en forma más dinámica y efectiva que las tradicionales fuentes financieras.

Dentro de los aspectos negativos, podemos señalar todos aquellos que van encadenados con una crisis, desde la incertidumbre, hasta la baja expectativa por parte de ahorristas e inversores.

### **2.1.2. Posibilidades y ventajas del invertir en ganadería**

#### **Mercado de la carne con expectativas**

En el sentido que lentamente se van recuperando mercados dentro de un ambiente más controlado. De todo andar bien, muy probablemente al ir recuperando otros mercados sobre todo los del NAFTA, es muy probable que la dependencia regional disminuya con el tiempo.

#### **Oportunidades de inversión atractivas y seguras**

Las mismas se basan en la rentabilidad marginal posible de lograr en determinados tramos del negocio ganadero, donde el retorno está directamente ligado a la inversión adicional y la apuesta es a la actividad y no a la empresa.

#### **Aspectos coyunturales que propician la inversión no tradicional**

Las altas tasas de interés actuales, producto del elevado riesgo país y la a prácticamente ausencia del financiamiento tradicional, generan demandas de financiamiento con cierto tinte de urgencia.

#### **Disponibilidad tecnológica y capacidad empresarial**

Existe en el país capacidad tecnológica y madurez empresarial como para asumir el desafío de desarrollar nuevas formas de financiamiento con éxito.

#### **Impulso desde el Estado a la integración en la cadena**

Las condiciones del mercado pautaron lineamientos a seguir diferentes a los convencionales y el sector agropecuario debió adaptarse a ellos como condición indispensable de existencia. Esto significó considerar a la empresa posicionada de manera diferente y sin quitar relevancia a los factores productivos de « porteras adentro », las exigencias del negocio plantean la necesidad de abatir dos grandes problemas como la escala y la distribución del capital. En respuesta a este fenómeno surgieron las integraciones en sus diferentes variantes y las asociaciones productivas y de capital, generando un precedente histórico para la ganadería y demostrando que las empresas pueden encontrar rutas de cambio con espíritu creativo e innovador. Las integraciones no solo han permitido generar ventajas en cuanto a su propio diseño empresarial, sino que además introdujeron elementos interesantes de desempeño, como el control, la auditoría, la regularidad productiva y los contratos en su acepción más amplia, entre otros.

No son pocos los grupos de productores que asociados / integrados bajo diversas figuras legales son la puerta de entrada para negocios con inversores externos. Todo este desarrollo de la integración, crea condiciones aptas para la inversión no tradicional.

### 2.1.3. Riesgos del invertir en ganadería:

Los riesgos del negocio están relativamente acotados, y las fuentes más probables hoy giran entorno a:

#### **Aspectos sanitarios**

Los aspectos sanitarios están más que nada referidos a aquellos aspectos que puedan afectar la salud humana (E. Coli, Salmonella, BSE, etc.) y a la aftosa. Con respecto a ésta todo esta sujeto a como se desarrolla el escenario regional y a la posibilidad de mejorar el plan de contingencia para que no nos vuelva a suceder lo del pasado.

#### **Variabilidad Climática**

Luego de tres años consecutivos con lluvias por arriba del promedio histórico, y por ende abundancia de forraje, en la medida que pasa el tiempo la probabilidad de un evento climático adverso para la producción, es cada vez más alta.

### 2.1.4. Punto de vista del inversor

Algunos criterios sobre los cuales se basa la decisión del inversor que piensa en ganadería son:

- Seguridad: En este sentido la mejor garantía para un inversor es tener un buen plan de negocios, y contar con un buen gerenciamiento.
- Modalidades a renta fija, a riesgo o mixto: La modalidad a operar va a estar sujeta a la aversión al riesgo del inversor y a su conocimiento del negocio. En la medida que conozca más del negocio, muy probablemente tendrá un mayor deseo de participar en los beneficios.
- Riesgo: Un buen análisis de los riesgos posibles es condición fundamental para su decisión.
- Contrato: Los aspectos contractuales son básicos, para dejar bien claro los aspectos sobre los cuales se basa la operación.

En forma genérica los inversores requieren, independientemente del sector en donde canalicen su capital, las siguientes exigencias:

#### **• Inversión nominativa**

Este punto refiere a la necesidad que los fondos invertidos (ej. Hacienda) estén a nombre del titular. El mantener la propiedad del capital invertido es señalado como una exigencia indiscutida. Toma aún mas relevancia en los momentos actuales en donde la incertidumbre y la crisis de confianza ha puesto de manifiesto una gran sensibilidad por parte de los inversores.

#### **• Liquidez inmediata de los fondos**

Implica la posibilidad de realizar (negociar) los fondos invertidos en cualquier momento del negocio, se trate de un mercado abierto o de uno secundario. No hay una convención respecto a las multas que genere esta vía de salida del negocio, por lo que cada contrato establecerá en función de las pérdidas que genere una indemnización correspondiente.

#### **• Renta previsible**

Este punto expresa el interés de los inversores por conocer la evolución futura del negocio en donde invierte su capital. Si bien no significa renta asegurada; existen ya algunos proyectos que ofrecen bandas de rentabilidad con máximos y mínimos según evolución de precios. El desconocimiento del negocio agropecuario, es una de las causas fundamentales por la cual los inversores requieren al menos un mínimo cubierto de su inversión.

• **Seguros**

Es un área muy poco explorada en el sector, sobretodo el pecuario, donde existen claras necesidades por parte de las partes involucradas. Los seguros le darían a los negocios rurales un marco diferente al despejar las incertidumbres generadas por el clima, la sanidad y los mercados. Paradójicamente el contar con uno, podría bajar el costo de producción de los sistemas.

• **Garantías bajo contrato**

El área de los contratos es un aspecto fundamental a desarrollar. El contrato es el instrumento sobre el que se pauta el negocio, siendo el responsable que el mismo se cumpla según lo previsto. En el contrato, según los inversores, deben quedar explícitos los "mínimos" que se garantizan, como los plazos, los rendimientos, las mortandades, etc.

• **Posibilidad de seguimiento y auditoría**

Significa que las empresas vinculadas puedan ofrecer a los inversores información periódica de la evolución del negocio; y al mismo tiempo toleren mecanismos de control que verifiquen el cumplimiento del contrato.

• **Operadores financieros (Figura confiable)**

En este tipo de negocios integrados tiene gran relevancia la figura que conecte y modere las necesidades de productores e inversores. Bajo la misma queda la responsabilidad de coordinar y adecuar los negocios a los perfiles empresariales y personales de los actores.

**2.2. Aspectos a tener en cuenta al invertir en el Agro  
Instituto Plan Agropecuario**

La voluntad recíproca de aproximarse y proyectarse en el tiempo con intereses comunes, probablemente generará en productores e inversores la necesidad de una transformación a distintos niveles, obligando a los primeros a rediseñar y adaptar los sistemas y las condiciones productivas; mientras que a los segundos les permitirá incluir en sus portafolios los negocios ganaderos como opción atractiva y segura de inversión

**2.2.1 Criterios de exigibilidad relevantes para los inversores:**

- Propiedad de los bienes invertidos
- Independencia de la inversión del patrimonio del productor
- Oferta de posibilidades de liquidez inmediata de los bienes invertidos
- Posibilidades de salida anticipada
- Rentas mínimas esperables
- Garantías sobre grados de cumplimiento y ejecución de las actividades
- Controles periódicos de los grados de avance (auditorías)
- Información permanente de las evoluciones experimentadas
- Capacidad productiva empresarial
- Equipos multidisciplinarios en la generación de los proyectos de inversión.

**2.2.2. Puntos a desarrollar:**

- Fondos de Inversión en sus diferentes versiones: sugeridos por los especialistas como los instrumentos más idóneos a desarrollar
- Otros instrumentos financieros (desarrollados en esta publicación) como el Fideicomiso y las Sociedades de Inversión
- La inserción de las AFAPs en los negocios ganaderos.
- Formas contractuales y Seguros que satisfagan las demandas de los inversores.
- Sistemas de información que viabilicen el encuentro entre los posibles interesados, y acerquen a ambos sectores.
- Desarrollo de herramientas y figuras articuladoras entre ambos sectores (ej. operadores financieros).
- Ajuste de los productos de la ganadería a las exigencias de los inversores.
- Sistema de asesoramiento que involucre aspectos fiscales, legales y de marketing.
- Promoción de un ámbito adecuado para el desarrollo de los negocios entre el sector productivo y el inversor.
- Formas de tratar los riesgos implícitos en el negocio ganadero (ej. trazabilidad, seguros).

## **CAPÍTULO 3**

### ***Algunos antecedentes de las posibilidades de inversión Instituto Plan Agropecuario***

Aunque en el Uruguay existe desde hace más de veinte años una política y un régimen de promoción de inversiones, se debe reconocer que el mayor dinamismo de la política de inversiones ha surgido después de la creación del MERCOSUR.

El régimen general es completamente abierto y no distingue entre inversionistas nacionales y extranjeros, desde el punto de vista legal. Personas y empresas son libres de realizar actividades de negocios en el país, sin necesidad de obtener la aprobación o autorización del Estado.

No hay restricciones para la repatriación de capital y utilidades. La remesa puede ser realizada en cualquier momento, sin previa autorización del Estado y en cualquier moneda, ya que el mercado de cambio es totalmente libre.

No existen límites para la participación de capital extranjero en las sociedades, pudiendo el inversionista adquirir libremente acciones de propiedad de inversiones locales.

Existe libertad de contratación de personal, incluso de personal extranjero.

El régimen de importaciones y exportaciones es totalmente libre. No hay cuotas de importación y los aranceles constituyen el único instrumento de protección comercial.

Rigen mecanismos promocionales, como la devolución de impuestos a las exportaciones de acuerdo a las normas del GATT y el régimen de admisión temporal, que posibilitan el acceso a insumos para la actividad exportadora a precios internacionales.

Se cuenta con importantes beneficios fiscales para los sectores industrial, forestal y turístico. No existe el impuesto a la renta personal.

### **3.1 HERRAMIENTAS FINANCIERAS DISPONIBLES**

#### **3.1.1 SOCIEDAD ANÓNIMA (SA)**

La Sociedad Anónima común por acciones al portador (SA) es el tipo societario más utilizado para el desarrollo de actividades comerciales o industriales en general, e invariablemente es el empleado por la empresa de gran tamaño. La ley prevé también la existencia de SA especiales que tienen por objeto el desarrollo de determinadas actividades, con requisitos de constitución y funcionamiento que difieren de los establecidos para las SA comunes.

#### **Características de las SA**

##### **Giro:**

Sin limitaciones operativas de especie alguna, pudiendo desarrollar cualquier tipo de actividad.

**Responsabilidad:**

La responsabilidad de los inversores, en cuanto accionistas, está limitada al monto del capital que se hayan comprometido a aportar.

**Capital:**

Mínimo de US\$ 50.000, sin máximo.

**Compromiso personal:**

Al ser una sociedad de capital se desvinculan completamente las personas de la sociedad.

**Anonimato:**

Las acciones pueden ser emitidas en forma nominativa o al portador.

**Utilidades:**

Se distribuyen en proporción al capital aportado.

**Transferencia:**

Las acciones al portador se transmiten por simple entrega, las nominativas deben endosarse y comunicarse su transferencia a la sociedad.

**Otros:**

Con posterioridad a su constitución la SA puede tener un solo accionista titular de la totalidad de su capital.

El inversor puede financiar la SA mediante préstamos en condiciones análogas a las de un tercero independiente.

Hay dos clases de sociedades anónimas:

- 1) **Abiertas**, que son básicamente aquellas que recurren al ahorro público o cotizan sus acciones en Bolsa.
- 2) **Cerradas**, que funcionan sin apertura del capital

**Funcionamiento**

**Directorio o Administrador**

La SA es dirigida por un Directorio o un Administrador, según lo determine y designe la Asamblea de Accionistas. El Administrador o los directores pueden ser personas jurídicas, nacionales o extranjeras, y estar o no domiciliados fuera del país. Durante el plazo que la sociedad actúa «en formación» son responsables en forma solidaria e ilimitada.

**Asambleas de Accionistas**

La Asamblea de Accionistas es el órgano soberano de la SA. Es necesario realizar una Asamblea Ordinaria anual para considerar la marcha de los negocios sociales, la actuación del Directorio y aprobar los estados contables del ejercicio. Para la consideración de asuntos diversos a aquellos que trata la Asamblea Ordinaria es necesario convocar una Asamblea Extraordinaria. Las Asambleas deben celebrarse en territorio nacional. Las Asambleas de Accionistas resuelven en general por mayoría absoluta de votos de accionistas presentes, salvo que el estatuto social disponga otra cosa. Los accionistas pueden hacerse representar en las Asambleas por terceros, por medio de simples cartas-poder, siempre que las cartas contengan instrucciones específicas para votar.

Toda asamblea debe ser convocada por el Directorio o el Administrador y la convocatoria publicada en el Diario Oficial y en otro diario, publicación que no se requiere cuando asistan accionistas que representan la totalidad del capital integrado.

### **Controles**

Las SA, excepto las SA de Zona Franca (SAZF), están sujetas al control de la Auditoría Interna durante su constitución, modificación del estatuto social o del capital, disolución, transformación, fusión o escisión, pero durante su funcionamiento y liquidación el control queda restringido prácticamente a las SA abiertas.

### **3.1.2 FONDOS DE INVERSIÓN**

Los Fondos de Inversión (FDI) son patrimonios pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuyo derecho de propiedad se representa mediante un certificado de participación. Están administrados por una sociedad gestora a la cual se atribuyen las facultades de dominio sin ser propietaria del fondo, con el concurso de un depositario, y que tienen por objeto exclusivo la adquisición, tenencia, disfrute, administración en general, y enajenación de valores mobiliarios y otros activos financieros.

La unión de patrimonios particulares da como resultado un patrimonio total gestionado por un profesional, «entidad gestora» obligado al depósito de los títulos en una «entidad depositaria», y a la entrega de información al Banco Central (BCU). A esto añadiremos que los partícipes individuales compensarán los gastos y los esfuerzos de esta entidad gestora a través del pago de comisiones previamente fijadas.

El valor liquidativo de una participación se obtiene diariamente a partir del cociente del patrimonio neto del fondo y del número de participaciones. Los patrimonios de los fondos se obtienen teniendo en cuenta, principalmente, el valor de cierre de mercado de las distintas inversiones que lo componen.

***Los fondos de inversión pueden, en una primera clasificación, dividirse en fondos de renta y fondos de capitalización, dependiendo de la forma en que repartan los beneficios obtenidos en la gestión: los primeros reparten en forma de dividendos parte de las ganancias obtenidas durante el año; los segundos capitalizan, reinvierten o acumulan los rendimientos para realizar nuevas inversiones para el partícipe.***

Las comisiones anuales del fondo se dividen entre el número de días del año y se carga su parte proporcional cada día. Existen varios tipos de comisiones:

#### **Comisión de suscripción:**

Se trata de la comisión que es sustraída del capital inicial depositado. Normalmente, dependen del importe inicial de la compra, y descienden a medida que éste aumenta. No puede ser superior a un 5% para cualquier fondo en general, ni menor de un 1%

#### **Comisión de reembolso:**

Es la comisión que se deduce del capital final reembolsado tras la venta de las participaciones.

#### **Comisión de gestión:**

Es la comisión que el partícipe abonará anualmente por la gestión del fondo. Existen dos tipos de comisiones de gestión: sobre el patrimonio y sobre los resultados.

### **Comisión de depósito:**

Se trata de aquella que se cobra por concepto de depósito y custodia de los títulos adquiridos por el fondo (entidad depositaria).

### **Ventajas de los Fondos de Inversión**

#### **Diversificación:**

Los fondos de inversión son una buena herramienta de gestión del riesgo, que permiten invertir en una parte proporcional de muchos más valores de los que se podría permitir un inversor particular aislado. Esta es la variable que influirá en la liquidez, en la seguridad y en la rentabilidad.

#### **Seguridad:**

La seguridad se garantiza de dos formas: primero, el fondo debe cumplir con la legislación vigente que asegura, en la medida de lo posible, la liquidez, y cuya supervisión se lleva a cabo por el BCU; y segundo, la gestión especializada y la diversificación ofrecen una seguridad adicional contra posibles caídas del mercado.

#### **Liquidez:**

La inversión en un fondo, en la mayoría de los casos, tiene una liquidez garantizada.

#### **Rentabilidad:**

Generalmente obtienen buenas rentabilidades porque contienen elementos de gestión y decisión que les permiten seleccionar activos atractivos; y a esta característica la refuerzan con el peso de la escala. También tienen la posibilidad de ponderar renta a través de la inversión en diferentes carteras.

#### **Economías de escala:**

La unión de patrimonios en una gestión centralizada permite no sólo la especialización de sus gestores sino una mayor cantidad de recursos aplicados a la gestión y una reducción en los costes por operación. Esta dedicación de recursos al análisis será la responsable de evitar los errores que ni la diversificación ni el tiempo son capaces de evitar.

#### **Fiscalidad:**

El fiscalista explica en profundidad todos los aspectos legales de la inversión en fondos. Se debe decir aquí que en muy pocos casos las ventajas de inversiones específicas superan a la de los fondos. Esta ha sido la cualidad que ha convertido a los fondos de inversión en un vehículo financiero popular para inversores particulares.

### **Dos variantes a esperar: Fondos de cobertura fiscal y Fondos de Fondos**

*Un fondo de cobertura fiscal es un fondo que permite evitar desembolsos fiscales en un momento de retro del fondo. Por ejemplo tras un periodo de fuertes subas se decide retirar el capital; de no contar con un fondo de esta naturaleza se debe tributar con la suba incorporada, por lo tanto la ventaja de este fondo es vender la renta variable y trasladar el patrimonio a un fondo sin riesgo.*

*Los fondos de fondos invierten su dinero en otros fondos, son Asesores de Fondos de Inversión, en el más estricto y extenso sentido de la palabra. Eligen los fondos en los que invertir el dinero de sus partícipes. De esta forma, el partícipe no tendrá siquiera que preocuparse de decidir en qué momento debe pasar de un mercado a otro. El gestor se convierte así en un auténtico asesor de inversiones.*

## **Preguntas Frecuentes**

### **¿Qué es un Fondo de inversión?**

Un Fondo es una inversión colectiva, gestionada generalmente por entidades financieras, que ofrece importantes beneficios fiscales, y que a través de ella -y con un bajo costo- cualquier persona puede acceder a un mercado financiero o de disponible, en este caso concreto una inversión ganadera y obtener una rentabilidad que le estaría acotada como inversor individual. Ser propietario de un Fondo de Inversión supone, ser propietario de una parte de una inversión colectiva y participe de un nivel de rentabilidad, diversificación, y seguridad, propio de grandes inversiones.

### **¿Cómo se organiza?**

El patrimonio del fondo está distribuido en participaciones. El precio de las participaciones a los efectos de suscripciones o reembolsos será el valor fijado de acuerdo con el valor de liquidez.

### **¿Qué política de inversión sigue?**

El activo del fondo estará invertido en una cartera (con distintas opciones). La composición de la cartera dependerá de la coyuntura. La rentabilidad puede o no estar garantizada.

### **¿Qué rentabilidades ofrecen?**

La rentabilidad de los Fondos de Inversión (de renta variable) está ligada a la evolución del mercado. Esto hace posible tanto la obtención de elevadas rentabilidades en periodos cortos de tiempo como que existan otros periodos en los que la rentabilidad sea negativa. Dado que su factor rentabilidad / riesgo es elevado son fondos adecuados para clientes con un perfil inversor más liberal y con una cultura financiera mayor.

### **¿Plazos?**

El horizonte de inversión en ganadería es de mediano / largo plazo. Esto no quita que las inversiones puedan obtener liquidez corriente en forma periódica. Generalmente se plantean negocios a 24 - 30 meses pero se trata solo de una referencia.

### **¿Tienen comisiones?**

Las comisiones de los Fondos, que cobran sus manejadores, son mínimas en función de los montos administrados. En función de la rentabilidad, la seguridad de inversión y la liquidez mantienen sus variaciones.

### **¿Qué Fiscalización tienen?**

Las plusvalías ó minusvalías generadas por la diferencia entre el valor de compra y el de venta tienen diferente tratamiento fiscal dependiendo de la fecha de adquisición. Anualmente se regula a través de la Ley de inversiones.

### **¿Tienen liquidez?**

Depende de los fondos o proyectos que los contengan. El nivel de liquidez generalmente es parcial y la liberación del capital puede durar de 48 horas a 30 días.

## **Fondo Ganadero: Aspectos a tener en cuenta**

Todo inversor debe buscar en sus inversiones tres cosas: RENTABILIDAD, SEGURIDAD Y LIQUIDEZ. Debe conjugar estos tres principios de la mejor manera posible puesto que es difícil encontrar un proyecto o negocio ganadero que reúna los tres, ya que generalmente un producto muy seguro puede que no sea muy líquido y un producto rentable puede no ser seguro.

Conseguiremos seguridad con negocios con poca fluctuación de la rentabilidad en el tiempo. El riesgo es mayor cuanto más amplia es la banda de fluctuación de la rentabilidad.

Esta relación rentabilidad-riesgo es la base sobre la que se deben apoyar las decisiones de inversión. Puesto que no es posible obtener la máxima rentabilidad sin riesgo, es necesario elegir entre:

- a) mayor rentabilidad asumiendo mayor riesgo, es decir, mayores fluctuaciones, o**
- b) ausencia de riesgo y menor rentabilidad.**

El tercer principio, la liquidez, supone la facilidad y rapidez en la recuperación del dinero invertido en el momento en que el inversor lo necesite. Si el valor de su inversión fluctúa mucho, y necesita venderla o reembolsar cuando su precio está bajo, podría perder una parte de su capital.

Diversificar equivale a reducir riesgo y cuanto mayor sea el grado de diversificación menor será la fluctuación de la rentabilidad en el medio-largo plazo. A través de la diversificación es posible crear múltiples combinaciones de mercados y activos con distintos niveles de rentabilidad / riesgo. Su elección vendrá determinada principalmente por:

- **Su situación personal**
- **El plazo al que piensa invertir**
- **Nivel de riesgo que esté dispuesto a aceptar.**

La mejor manera de invertir a largo plazo es distribuir las inversiones de forma que el comportamiento de unas y otras se complementen, dotando de estabilidad al conjunto de la inversión.

Entre uno de los puntos de partida que debemos definir a la hora de establecer los parámetros inversores se encuentra el riesgo que se asume en la inversión asociado a la rentabilidad potencial de ese mercado / producto.

Los comportamientos de ambos parámetros son inversos, a menor riesgo, menor rentabilidad potencial y a la inversa.

El riesgo de la inversión se asocia a la volatilidad y si su inversión fluctúa mucho y en ese momento necesita liquidez, el costo de reembolsar parte de una cartera, puede que le suponga perder un cierto porcentaje del capital invertido.

### **3.1.3. FACTORING FINANCIERO (Facturación Financiera)** **Instituto Plan Agropecuario**

Las empresas tienen la necesidad de financiar sus costos, hacer más rápido el recupero de sus créditos, calzar los plazos de pago con los de cobro y contar con un rápido retorno de su capital de trabajo.

En este sentido, el Factoring conforma un conjunto de servicios prestados por una institución de crédito para atender financiera y administrativamente la cartera de deudas de la empresa cliente, por un precio cierto determinado oportunamente.

El Factoring es un contrato celebrado entre una empresa y una entidad financiera, o bien una sociedad de Factoring, por el cual la primera transfiere a la segunda créditos a cobrar originados por su actividad comercial o de servicios (ej. facturación, cheques posdatados, vales, pagarés, etc.), con la finalidad de obtener recursos líquidos. De este modo el financiamiento se logra a través de la compra de los créditos o documentos seleccionados por la entidad financiera, situación que difiere el descuento de documentos, lo que hace que se trate de una modalidad de financiación conveniente para algunas situaciones

### **Características**

La empresa recurre a esta cesión o venta de créditos con el objeto de obtener recursos financieros, cuyo costo estará determinado por la tasa de interés que resulte pactada. El "factor" toma a su cargo el manejo del potencial riesgo de insolvencia de cada uno de los deudores cedidos, por lo que no puede reclamar al cedente por la falta de pago de algún crédito negociado.

Puede existir un anticipo sobre los valores a cobrar, en cuyo caso el factor fija los intereses correspondientes a la entrega a cuenta y los retiene por adelantado descontándolos del préstamo. Como garantía de posibles devoluciones, si el crédito cedido no está instrumentado en documentos negociables, se estima un aforo sobre el monto transferido. Ante el incumplimiento del deudor, el factor carga al cliente el crédito afectando el aforo. Este aforo se liquida al cedente al final de la operación.

La responsabilidad del cedente se limita a la garantía de existencia y autenticidad del crédito seleccionado y aceptado por el factor. El factor puede brindar otros servicios administrativos además del financiero, lo que optimiza la gestión del cliente asistido.

### **Beneficios del Factoring:**

- Permite contar con una nueva línea de financiamiento.
- Convierte activos no exigibles en activos disponibles.
- Mejora los flujos de caja y la liquidez.
- Posibilita mayor velocidad en la rotación del capital de trabajo en las empresas.
- Aumenta la capacidad de la infraestructura productiva (ventas y endeudamiento).
- Profesionaliza la gestión y disminuye las cargas administrativas.
- En función de la tasa de descuento y la fecha de vencimiento medio de los créditos cedidos, la venta de cartera puede generar rendimiento financiero adicional.

Si el negocio se limita a que el factor tome solamente a su cargo el manejo de la cobranza percibiendo una comisión por su gestión, se está en presencia de un simple servicio comercial sin financiamiento, que se denomina por extensión Factoring comercial.

## **3.2 HERRAMIENTAS FINANCIERAS POSIBLES**

### **3.2.1. FIDEICOMISO**

#### ***Instituto Plan Agropecuario***

Actualmente el contrato de fideicomiso constituye una novedad para el Uruguay. Sin embargo esta figura prácticamente desconocida, ha adquirido un gran desarrollo y trascendencia en otros países con mayor "cultura" financiera.

No obstante, y a pesar que escuchamos cada vez con mayor frecuencia hablar de «fideicomisos» es difícil precisar sus alcances y aspectos.

Comencemos entonces por definirlo ¿Qué es un fideicomiso?

Quizás como primera aproximación podría afirmarse que dentro de la familia de los NEGOCIOS DE CONFIANZA o NEGOCIOS FIDUCIARIOS, el fideicomiso implica la transferencia de un dominio a una tercera persona solo a título de confianza (fiducia) porque se entiende que esta persona cumplirá el encargo encomendado por quien le transmite la propiedad.

Como aclaración preliminar debemos señalar que por una cuestión metodológica abordamos en primer término la descripción somera del CONTRATO DE FIDEICOMISO, para luego concentrarnos en el FIDEICOMISO FINANCIERO. Como un mecanismo mas de financiación para las empresas agropecuarias.

#### **Definición**

Puede definirse al contrato de fideicomiso como el negocio jurídico en virtud del cual una persona llamada «fiduciante» transfiere a título de confianza, a otra persona denominada «fiduciario», uno o más bienes (que pasan a formar el patrimonio fideicomitado) para que al vencimiento de un plazo o al cumplimiento de una condición, éste transmita la finalidad o el resultado establecido por el primero, a su favor o a favor de un tercero llamado «beneficiario o fideicomisario».

Es importante para identificar esta figura, resaltar la necesaria conjunción de tres elementos básicos y fundamentales:

- La fiducia o el encargo por confianza.
- La transmisión de la propiedad vinculada a esa fiducia.
- La figura del «fiduciario» que recibe los bienes y el encargo.

En el fideicomiso coinciden necesariamente la fiducia y la transmisión de la propiedad. Entonces un mero encargo de confianza sin transmisión de propiedad, no es un fideicomiso. Tampoco lo será la transmisión de propiedad que no esté vinculada a un encargo de confianza.

#### **Características**

##### ***Fuente:***

Puede ser constituido por contrato o testamento.

**Plazo o condición:**

El plazo no puede ser superior a 30 años, salvo que el beneficiario fuere un incapaz, en cuyo caso puede durar hasta su muerte o hasta la cesación de su incapacidad.

**Fiduciante o Fideicomitente:**

Es quien constituye el fideicomiso, transmitiendo la propiedad del bien o de los bienes al fiduciario, para que cumpla la finalidad específica del fideicomiso.

**Fiduciario:**

En general puede serlo cualquier persona. Por lo tanto pueden serlo personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, etc. Sin embargo en el caso del fideicomiso financiero, solo podrán ofrecer sus servicios como fiduciarios, las entidades financieras sujetas a la ley respectiva o bien personas jurídicas expresamente autorizadas a tal fin.

**Beneficiario:**

Es aquel en cuyo favor se ejerce la administración de los bienes fideicomitidos. Puede ser una persona física o jurídica que puede no existir al tiempo del contrato o testamento, siempre que consten los datos que permitan su individualización futura. Se puede designar más de un beneficiario y beneficiarios sustitutos. Si el beneficiario no llegara a existir, no acepta, o renuncia, el beneficiario será el fideicomisario y en defecto de éste será el fiduciante.

**Fideicomisario:**

Es quien recibe los bienes fideicomitidos una vez extinguido el fideicomiso por cumplimiento del plazo o la condición.

**Bienes fideicomitidos:**

El o los bienes transferidos al fiduciario y que forman la propiedad fiduciaria. Este patrimonio fideicomitado constituye un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario y del fiduciante.

**Patrimonio separado**

*Esta es una de las características más salientes de la ley (1) y del fideicomiso. Los bienes objeto del fideicomiso forman un patrimonio separado, tanto del patrimonio del fiduciante, del fiduciario e inclusive de las otras partes (beneficiario y fideicomisario). Esta regla tiene importantes efectos porque protege a los bienes fideicomitidos de la eventual acción de los acreedores de fiduciante, fiduciario u otras partes, incluso en caso de quiebra, concurso o incapacidad de ellos. Los bienes fideicomitidos no están incluidos en el principio de la universalidad concursal. Los bienes fideicomitidos solo responderán por las deudas contraídas por el fiduciario dentro de sus facultades y por las cargas propias de tales bienes.*

**Facultades del fiduciario:**

El fiduciario tendrá los derechos de administración, disposición y gravamen de los bienes fideicomitidos, con las limitaciones que surjan del contrato o testamento.

## Modalidades de fideicomisos

Entre las modalidades más definidas en el ámbito empresarial, financiero y de negocios, se encuentran los siguientes fideicomisos que pueden tratarse como figuras individuales -solo una-, o bien en conjunto -más de una-, a saber:

- \* Fideicomisos de administración
- \* Fideicomisos de inversión
- \* Fideicomisos financieros
- \* Fideicomisos de garantía
- \* Fideicomisos de cobranzas
- \* Fideicomisos de gestión

De todos ellos desarrollaremos el Fideicomiso Financiero por ser el más adaptado a la temática de referencia.

## Fideicomiso Financiero

### Definición

El Fideicomiso Financiero es aquel contrato de fideicomiso en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por el Banco Central del Uruguay (BCU) para actuar como fiduciario financiero.

Permite que el patrimonio de una persona pueda separarse del resto y permanecer protegido de posibles litigios de acreedores. Esta es la muy importante novedad que trae la Ley<sup>16</sup>, puesto que los bienes afectados al fideicomiso no corren el riesgo comercial del fiduciante (el que transmite la propiedad de los bienes) ni del fiduciario (nuevo propietario de los bienes fideicomitados).

Es decir que este patrimonio objeto del fideicomiso no puede ser perseguido por los acreedores de ninguno de ellos, ni tampoco la quiebra de ambos o de alguno de ellos incide sobre estos bienes

### Beneficiarios

Son los titulares de los certificados de participación del patrimonio fiduciario o de títulos de deuda garantizados por los bienes fideicomitados.

Es que la función principal del fideicomiso financiero es actuar como vehículo en la «securitización o titularización» de las carteras de crédito transferidas por el fiduciante al fiduciario financiero (entidad financiera o sociedad habilitada), como patrimonio objeto del fideicomiso.

Los fondos fiduciarios originados en los fideicomisos financieros constituyen instrumentos relativamente novedosos, siendo esencialmente un depósito de bienes para un fin determinado (ver Fideicomisos Ganaderos en Colombia). *El que entrega en depósito (fiduciante o fideicomitente) pierde la propiedad de los bienes, el que los recibe (fiduciario) tampoco puede considerarlos de su plena propiedad ya que debe apartarlos del resto de sus bienes y destinarlos exclusivamente al fin acordado con el transmisor cumpliendo con lo estipulado en el contrato.*

El fiduciario dispone de algo que le pertenece (tiene el dominio) y cumple con un contrato lícito y previsto en la Ley<sup>17</sup>. Lo único que prohíbe expresamente la Ley es que el fiduciario adquiera para sí los bienes fideicomitados.

<sup>16</sup> En estudio parlamentario

<sup>17</sup> Ley de inversiones

En suma un Fideicomiso Financiero apuntala el proceso de «securitización o titularización de créditos», por el cual el titular utiliza los activos crediticios -el fideicomiso financiero- como respaldo de la emisión de títulos que le faciliten la obtención de fondos frescos. Técnica de financiación que consiste en un procedimiento por el cual se pueden transformar activos inmovilizados e ilíquidos en instrumentos financieros negociables.

### **3.2.2. FONDO AGRÍCOLA / POOL DE SIEMBRA** **Lic. Patricio Lanusse Frederich (Argentina)**

*Así como a mediados de la década del setenta la agricultura argentina formalizó una nueva etapa de modernización y crecimiento; los primeros años de la década de los noventa, la mostraron transitando por lo que muchos denominaron «el boom agrícola». Mientras que el principal actor del fenómeno de los setenta fue el contratista, en la actualidad la figura preponderante es el inversor extra-agropecuario, tanto directo como institucional. La aparición de este último fue anterior a la etapa política iniciada en 1989 y su ingreso se produjo, entre otras formas, a través de sociedades con algunas empresas contratistas. De esta alianza se deriva el antecedente más cercano de los modernos Fondos Comunes de Inversión Agrícola, que sin embargo, como toda estrategia socio-económica, posee una complejidad que no se agota aquí; sino que es un emergente de múltiples relaciones. Respecto de los Fondos Comunes de Inversión Agrícola, se podría destacar que su evolución nos indica no sólo una transferencia de capitales desde otras actividades a la agricultura sino que además pareciera haber acelerado el crecimiento de superficies abarcadas por la producción, es decir fueron continuadores y profundizadores del aumento de concentración de tierra. Si bien este proceso no es nada novedoso, presenta a nivel coyuntural una característica distintiva: los grandes concentradores de tierras son grupos extranjeros. El ejemplo más claro lo aporta la empresa argentina CRESUD quien contabiliza entre trescientas y cuatrocientas mil hectáreas principalmente ubicadas en la pampa húmeda. Si nos apartamos de la región pampeana, se verá que en la Patagonia el Grupo Benetton, contaría con aproximadamente novecientas mil hectáreas de su propiedad.*

En definitiva, cabe suponer que los únicos límites eficaces al acelerado crecimiento del capital, se los fue poniendo la naturaleza a través del deterioro de los recursos no renovables.

Desde otro ángulo, también se menciona otra problemática: la privatización del conocimiento una vez que el ámbito de lo privado como motor del crecimiento económico que incluye la producción agropecuaria, dirige la posesión o no, de un cierto tipo de conocimiento a partir de la identificación de los mismos como parte del posicionamiento estratégico de la empresa y por lo tanto, sin capacidad de difusión. Esto pareciera ocurrir cuando el estado se torna prescindente y al desligarse de su rol de incentivador de crecimiento económico con equidad social, promueve un saber fragmentario, no necesariamente extensivo a todo el cuerpo social.

Los Fondos Comunes de Inversión Agrícola abren una nueva perspectiva de análisis del concepto de economía de escala, concepto que si bien antiguo, parece tener la capacidad de reinscribirse, reinstalarse siempre bajo formas distintas. Lo jurídico transparenta, legaliza una modalidad que ya estaba presente en los pool de siembra: el trabajo a escala. Esta característica permite asimilar en cierta forma, los Fondos Comunes de Inversión Agrícola con el fenómeno del supermercado.

En el agro pampeano, fueron los pool de siembra quienes entendieron que para utilizar satisfactoriamente las nuevas tecnologías debían operar a escala, motivo por el cual, en cierto modo, motorizaron el proceso de concentración de tierras. En este punto, sería importante evaluar qué relación existe entre esta modalidad de gestión y el incesante deterioro de los suelos en la región pampeana a partir de la década de los ochenta.

## **Síntesis**

Como toda estructura de fondos comunes, los mismos consisten en una sociedad gerente que tiene como principal fin la administración de activos de distintos inversores, en este caso evidentemente con destino exclusivo referido a actividades productivas en el sector agrícola y ganadero.

Principalmente actúan como unidades de gerencia (del negocio y la actividad). Este tipo de figura les permite ser depositarios de la confianza de muchos inversores que de pronto nunca han tenido contacto con la tierra y que a través de este instrumento pueden disponer de las mejores tierras, la tecnología y el desarrollo del negocio en condiciones ventajosas. Aún cuando fuera un excelente negocio, la gran mayoría de los inversores no tiene la posibilidad de comprarse un campo para a partir de ahí iniciar el negocio agrícola.

Operativamente, los administradores de este tipo de fondos (generalmente ingenieros agrónomos combinados con economistas o licenciados en administración de empresas) tienen la información adecuada y la trayectoria profesional que les permite asociarse en cada uno de los lugares donde el fondo opera con personas.

Los grandes cambios tecnológicos y organizativos en la explotación agrícola han fundamentado y sostienen esa tendencia al crecimiento productivo, que compensa los vaivenes de precios que el sector presenta recurrentemente, para abastecer un mercado internacional firme demandante de alimentos.

Contrariamente de lo que muchos piensan, la actividad agrícola no es más riesgosa que inversiones en activos financieros. Los precios agrícolas presentan una mayor variación que el valor de las acciones, por ejemplo, pero el margen agrícola depende de los rendimientos y por lo tanto del manejo de la producción, cuya diversificación en cultivos y tecnología es la respuesta para disminuir la variabilidad indicada, y es la esencia de la administración de un fondo real de la actividad agropecuaria.

La operativa se realiza a través de las unidades de gerencia creadas para la administración de fondos de terceros con destino exclusivo de producción agrícola. El aporte de los inversores se establece en un monto mínimo al comienzo de cada campaña agrícola y con una fecha máxima para su integración.

La relación con el inversor se formaliza a través de un contrato en donde se establecen los compromisos mutuos. Luego de establecida la fecha del cierre de suscripción del fondo, la Sociedad Gerente informa el monto total del fondo y la cuota parte correspondiente a cada suscriptor.

Una vez que se constituye el fondo, se procede al arrendamiento de los establecimientos seleccionados y la locación de servicios, donde se llevará a cabo cada uno de los cultivos de acuerdo con un Plan de Producción previamente determinado.

**Este plan es el que decide la diversificación de cultivos y regiones con el objetivo primordial de disminuir los riesgos climáticos.**

**Aquí es donde empiezan a aparecer las ventajas de los fondos con respecto a realizar el negocio en forma individual.**

**Por un lado aparecen las ventajas de los costos. En forma individual un productor agropecuario tiene que pagar todos los años y antes de la cosecha los agroquímicos, fertilizantes etc. necesarios. Por lo general para acceder a estos productos tiene dos opciones: o bien compromete parte de su cosecha (arriesgándose a futuras deudas si los rindes no son lo que se esperaban) o toma un crédito en el banco con el consiguiente costo financiero.**

**El fondo soluciona esto ya que al recaudar todo el dinero a una fecha determinada antes del inicio de las actividades, permite conseguir mejores precios por pago contado. También cumplen uno de los primeros conceptos de la administración de activos ya que aplican una doble diversificación: en los cultivos por un lado y dentro del mismo cultivo, campos alejados entre sí.**

**De esta manera se compensan los riesgos relacionados a factores climáticos; en la práctica es muy improbable que fracase toda la cosecha de girasol o de trigo o de maíz en absolutamente todos los campos en el mismo año.**

**Dos ventajas extras se pueden añadir al hecho de que las administradoras disponen de una suma importante de capital al inicio. Una se corresponde con la posibilidad de obtener seguros multiclimáticos en aquellas extensiones que se consideren vitales para asegurar un buen rendimiento y otra es la operatoria en los mercados de futuro (es decir asegurarse un precio de venta con muchos meses de antelación) sobre la cosecha.**

**La recesión actual es un excelente aliado para las administradoras de fondos ya que al tener liquidez se aprovechan mejor las oportunidades que aparecen en lo que se refiere a los costos de arrendamiento, los cuales se encuentran muy por debajo de los que se manejaban hasta hace dos o tres años atrás.**

**Como desventaja cabe señalar que el capital ingresado al fondo no puede retirarse hasta que el mismo se liquide. Es decir que hay que definir muy claramente las necesidades financieras que se pueden obtener ya que por el período de un año no se podrá contar con el efectivo.**

**Si bien este tipo de fondos no tienen mucha historia como alternativa de inversión abierta, los últimos años han crecido exponencialmente de la mano de márgenes excelentes.**

**En la actualidad, y de la mano de las nuevas medidas económicas que favorecen las exportaciones, el sector agropecuario se ve beneficiado ya que recibe un dólar diferencial de alrededor de 7% más caro. Pero no todas son rosas en este tipo de inversiones.**

**Si bien los rendimientos se han mantenido también es cierto que en la mayoría de los casos esto se debe a que oportunamente han realizado buenas coberturas a futuro. Es por eso que si bien consideramos a este tipo de alternativas como válidas, también es cierto que hay que elegir aquellas que demuestren un profesionalismo manifiesto en el manejo de las inversiones.**

**Si esto se cumple, es una excelente manera de diversificar activos y de poder acceder a un negocio que hasta ahora estaba reservado a unos pocos**

### **3.2.3. LEASING**

#### ***Instituto Plan Agropecuario***

El Leasing es un préstamo que en lugar de estar representado por dinero, lo está por un bien donde el propietario transfiere el uso y goce al tomador en el momento de su entrega y por esa transferencia el titular recibe un precio que es el canon y le otorga al tomador (solicitante) una opción de compra al final de pago del canon, por un valor residual que fijan las partes como un porcentaje del costo del bien.

#### **Características**

El otorgante conserva el dominio del bien que es su garantía y el tomador utiliza el bien que le permitirá generar ganancias. De hecho pueden hacerse contratos de Leasing por equipos cuyo valor supere el patrimonio del tomador.

Es una forma de crédito que actúa como dinamizador de las empresas ya que una nueva inversión incorporada debería amortizarse con su propio rendimiento.

Se financia hasta el 100% del activo físico sin necesidad de inmovilizar capital de trabajo, ni recurrir al crédito aumentando el pasivo de la empresa.

En la compra directa de un bien se debe abonar la totalidad del IVA. En el Leasing se prorratea este pago en tantas cuotas de canon como se hubieran establecido en el contrato.

La empresa agropecuaria podrá financiarse a plazos sustancialmente mayores que los comunes en plaza para créditos sobre bienes de capital, a tasa de interés mucho menores y sin afectar garantías.

Durante el período de pago del canon, podrá sustituirse el bien transferido al tomador por otro de mayor tecnología o simplemente más moderno, de común acuerdo con el titular.

Se diferencia de un alquiler no solo por la opción final de compra, sino porque la ley permite el subarrendamiento del bien, es decir el subleasing, operaciones que en los últimos años se sucedieron en escala (por ejemplo para el caso de los transportes). Es una forma de compartir el riesgo.

Básicamente las empresas mediante el Leasing pueden adquirir maquinarias, equipos, informática (software) y telecomunicaciones, marcas y patentes, transportes de carga, automóviles e inmuebles.

El Leasing comenzó como un sub producto financiero de los Bancos, a partir de esta nueva etapa, se espera el desarrollo de compañías independientes ya sea de los propios bancos o de capitales privados, que lleguen a los tomadores a través de sistemas asociativos entre estas empresas que ofrecen su financiación con los proveedores de bienes de capital.

En función a lo expuesto, resulta útil remitirse a la práctica internacional que ha divulgado dos clases de Leasing:

#### **1) Leasing Operativo:**

La empresa que ofrece este tipo de leasing tiene en mira la explotación en alquiler de bienes y equipos de su propiedad para una duración variable.

El éxito del negocio supone varios alquileres sucesivos al mismo locatario o a distintos usuarios. Ellos conllevan a que la amortización del bien objeto del leasing operativo pueda repartirse entre varios alquileres sucesivos.

Las sociedades que practican este tipo de leasing alquilan bienes y equipos atendiendo a la vida física del bien que es aprovechable al máximo. Esto hace que los contratos sean de corto plazo, dado que interesa la renovación reiterada de la locación. (Ej. LACTAMAS - Alquiler de Vacas Lecheras)

El riesgo del desuso prematuro del bien recae en el locador, esta circunstancia hace aconsejable el uso del Leasing operativo.

El locatario sólo soporta la amortización parcial del bien, lo que hace complicado y por ende impracticable que este usuario tenga la facultad de convertirse en propietario mediante el pago de un valor residual.

El Leasing operativo no reconoce opción de compra a favor del locatario. Esta viene a ser la diferencia sustancial con el Leasing financiero,

## **2) Leasing Financiero:**

El negocio financiero del Leasing constituye una modalidad de financiación muy interesante para permitirle a la pequeña y mediana empresa, acceder a la obtención y/o modernización de su equipamiento operativo, en condiciones comparativamente muy ventajosas.

La empresa prestadora (ej., una entidad financiera), adquiere el bien previamente seleccionado por el cliente tomador y le facilita su utilización durante un período determinado de común acuerdo. Durante ese período el cliente debe abonar al prestador una cuota preestablecida en concepto de precio por el uso.

Paralelamente la empresa prestadora reconoce al cliente el derecho de adquirir el bien utilizado al vencimiento del período contractual, debiéndose pagar en ese acto una suma de dinero pactada de antemano y que constituye el valor residual de la operación.

Las características fundamentales de contratación del Leasing financiero son:

- El cliente tomador asume sobre sí la obligación de conservar el bien contratado.
- El seguro del bien es de exclusiva responsabilidad del cliente tomador.
- Se reconoce al cliente tomador una opción de compra irrevocable.
- La declinación de compra por parte del cliente tomador, sólo lo libera en la medida en que el dador considere recuperada la inversión realizada.
- El plazo del contrato tiende a coincidir con la vida económica del bien, por lo que resulta más extenso que el del Leasing operativo

El beneficio de la entidad prestadora en el Leasing financiero está dado por el plus emergente de la sumatoria del total de cuotas abonadas más el importe del valor residual, deducido el importe de la inversión original. Todo ello determinado en función de las tasas de interés vigentes en el mercado financiero al momento de la contratación y el plazo de duración.

El Leasing financiero demuestra que el dador actúa con vocación puramente financiera, proporcionando al tomador una forma de financiación diferente a las técnicas tradicionales. El derecho de propiedad no cumple su función propia sino que actúa como medio de garantía de la operación de financiamiento.

Como podrá apreciarse, las diferencias puntualizadas son bien sustanciales y no meramente formales. Ello obliga a replantear el rigor científico de ambas clases de Leasing, dado que es muy común que sean conceptuados bajo el mismo rótulo, atento a que se evalúa ligeramente las diferencias entre una y otra modalidad de contratación.

### **3.2.4 FONDO INMOBILIARIO y PACTOS de RETROVENTA (Bono Tierra)**

**Dr. Ec. Fernando Lorenzo & Bibiana Lanzilotta**  
**Centro de Investigaciones Económicas (CINVE)**

Impulsado por una serie de factores positivos respecto a incorporar al activo tierra como factor de inversión y financiamiento a la vez, se desarrolló en el Uruguay a cargo del Dr. Ec. Fernando Lorenzo CINVE / MGAP un estudio que plantea la posibilidad cierta de incorporar la tierra a las carteras de los inversores. Entre los fundamentos que lo promueven están:

- El precio de la tierra ha tenido un comportamiento positivo, con una tasa de crecimiento para la última década de 5-6% anual.
- Se ha observado una periodicidad de 10 años respecto a las cotizaciones de la tierra, lo que permite considerar a este factor como un índice de evolución y retroceso.
- El valor de la producción bruta viene teniendo cada vez mas incidencia en el valor final de la tierra, generando la posibilidad de mejorar el mismo a través de recursos tecnológicos.

#### **El Fondo Inmobiliario de Tierras**

Algunas consideraciones sobre aspectos que deberían ser tenidos en cuenta a la hora de diseñar un Fondo Inmobiliario de Tierras (FIT) en Uruguay. Las mismas se relacionan con:

- las características y magnitud de la cartera de activos del fondo
- el compromiso de recompra futura asumido por el propietario que vendió el inmueble al fondo
- el arrendamiento de los inmuebles adquiridos y su utilización con fines productivos por parte de empresarios del sector
- el tipo de aportes que podrían realizar las políticas públicas para viabilizar el desarrollo de una iniciativa de este tipo.

#### **La cartera de activos**

Los activos del fondo estarían constituidos por tierras adquiridas a un precio pactado entre administrador del fondo y el propietario de un inmueble agropecuario. Las tierras adquiridas deben ingresar al fondo con el valor establecido en el contrato de compraventa.

El administrador del fondo estaría habilitado para adquirir inmuebles o cuotapartes de inmuebles. Parece razonable, no obstante, que la administración del fondo opte por establecer una extensión mínima de los predios que compondrán su cartera (en hectáreas o en hectáreas CONEAT).

Esta sugerencia se justifica en que una acumulación de predios de reducida extensión podría provocar una atomización de la cartera del fondo, lo que podría traducirse en incrementos innecesarios de los costos de administración de la iniciativa.

En las fases iniciales del proceso de implementación de la iniciativa, deben tratar de minimizarse los efectos colaterales sobre el mercado inmobiliario de tierras y, quizás, sobre algunos de los mercados de productos agrícolas y ganaderos.

Por ejemplo, deben tomarse precauciones para que las adquisiciones realizadas por el fondo no provoquen un incremento (en el mejor de los casos transitorio) de los valores inmobiliarios. A corto plazo esto podría repercutir negativamente sobre la rentabilidad del sector agropecuario y sobre los rendimientos esperados del fondo.

Estas consideraciones no implican que las adquisiciones de tierras deban representar una parte marginal del mercado. Es más, para que la iniciativa tenga el impacto deseado, y para que los costos fijos de administración puedan ser absorbidos por el fondo, el volumen de la cartera del fondo debe alcanzar cierta significación. La información recabada en la elaboración de este informe sugiere que un nivel de operación adecuado podría alcanzarse con una cartera del orden de los 100 millones de dólares. Esto implica que el fondo estaría manejando una superficie de algo más de 150.000 hectáreas (aproximadamente el 1,5% del total de tierras disponibles para la producción agropecuaria en el país). La constitución de una cartera de esta dimensión implica adquirir inmuebles por una superficie aproximadamente igual al promedio de las "ofertas" recibidas por el Instituto Nacional de Colonización durante los últimos cuatro años.

Otro aspecto que incide sobre la dimensión del fondo se relaciona con la "escala mínima" para alcanzar un nivel adecuado de diversificación. Para una gestión eficiente de riesgos es necesario que la cartera de tierras se encuentre suficientemente diversificada, tanto en lo geográfico como en lo que respecta a las actividades productivas desarrolladas. Resulta imposible alcanzar un grado adecuado de diversificación si la cartera es reducida.

### **Pacto de recompra**

El contrato de compraventa entre la administración del fondo y el propietario del inmueble debería incluir un compromiso o una opción de recompra a fecha conocida en el futuro. El escenario en que se establece una opción de recompra tiene asociada una mayor incertidumbre sobre los rendimientos esperados del fondo.

En el contrato de compraventa debe fijarse el precio y el plazo de la recompra por parte del propietario original. Para determinar el precio de recompra habría que tener en cuenta la trayectoria de largo plazo del precio de mercado de la tierra. Las estimaciones aportadas en este trabajo indican que durante la última década la tendencia de largo plazo del precio en dólares de la tierra ha estado creciendo a una tasa acumulativa anual del 4%. Para una operación de compraventa realizada en el año  $t_0$  a un precio en dólares de  $P_{t_0}$ , el precio que el propietario hará efectivo en el año  $t_1$  ( $P_{t_1}$ ), cuando se materialice la recompra, debería ser igual a  $P_{t_1} = P_{t_0} (1+0,04)^{t_1-t_0}$ .

Nada impide que las partes se pongan de acuerdo y fijen un precio por debajo del "precio de mercado", en  $P_{t_0} < P_{t_0}$ . Los fundamentos de una opción de este tipo pueden ser diversos. Esta opción puede entenderse como un mecanismo de "cobertura" ante evoluciones del precio de la tierra por debajo de la trayectoria de crecimiento a largo plazo. Desde la perspectiva del propietario implica una reducción del costo del compromiso asumido.

Téngase en cuenta que el propietario deberá disponer en  $t_1$  de los recursos necesarios para hacer efectiva la recompra. Los inversores del fondo, por su parte, pueden entender que un precio inferior al de mercado incrementa la probabilidad de concreción de la recompra y que la diferencia de precios pactada ofrece una cobertura suficiente en caso que el propietario original finalmente opte por no hacer uso de la opción de recompra.

Un comentario aparte merece la alternativa de fijar un precio de compraventa inferior al de mercado,  $P'_{10} < P_{10}$ , pero manteniendo el mismo precio para la recompra, o sea  $P_{11}$ . Resulta evidente el interés de los propietarios del fondo (inversionistas) en que se establezca una alternativa de este tipo, ya que implica una mejora en la rentabilidad de los activos del fondo, pero su contrapartida es un incremento del costo de la operación de recompra del inmueble.

Para la definición del plazo debería tomarse en cuenta la fase del ciclo en que se encuentra el precio de la tierra al momento de realizar la transacción y la duración de sus fluctuaciones cíclicas más relevantes. A partir de las estimaciones expuestas en este informe se sugiere establecer el plazo para la recompra en 10 años, que corresponde a la duración de un ciclo largo del precio en dólares de la tierra (aproximadamente cuatro ciclos cortos completos). Si el fondo se lanzara durante el presente año, podría pensarse en ampliar el plazo en que debe hacerse efectiva la recompra hasta los 14 o 15 años, en la medida en que según las estimaciones realizadas en la actualidad el precio de la tierra estaría en el "valle" de un ciclo, y que, por ende, en 14 o 15 años estaría ubicado en un "pico". En estas circunstancias la ampliación del plazo ampliaría los incentivos del propietario original para hacer efectiva la recompra del inmueble.

### **Arrendamiento de los inmuebles en cartera**

Una vez que se ha concretado la operación de compraventa de un determinado inmueble, la administración del fondo deberá arrendar las tierras al productor agropecuario (empresario). El empresario es quien hará una explotación productiva del inmueble, por lo que pagará al fondo un arrendamiento. No es imprescindible que el empresario sea el propietario original del inmueble, aunque, si lo fuera, se reducirían los costos de transacción, fundamentalmente los relacionados con la búsqueda del arrendatario.

El contrato de arrendamiento tendrá la duración habitual de este tipo de operaciones en el sector agropecuario. En principio, el precio del arrendamiento se fijará a valores de mercado en dólares americanos. Las consultas a informantes calificados revelaron que el valor anual promedio del arrendamiento agropecuario se sitúa entre el 4 y el 6% del precio "de mercado" del inmueble.

No habría que descartar de antemano la alternativa de fijar un "indexador" distinto al dólar para el ajuste del arrendamiento. En concreto, la utilización de un mecanismo basado en la evolución de los precios efectivamente percibidos por los productores puede ser de interés. A través de la aplicación de un procedimiento de este tipo, el productor obtendría una suerte de seguro ante variaciones adversas del valor en dólares de su producción. Es de esperar que las autoridades gubernamentales reaccionen positivamente ante esta alternativa, en la medida en que se produciría una disminución del "riesgo cambiario" que enfrentan los empresarios agropecuarios.

Si la "desdolarización" de pasivos de los empresarios se elevara a la categoría de objetivo de política, hasta podría plantearse que el Estado garantizara al fondo la percepción de un mínimo en dólares por el alquiler. El Estado podría otorgar un subsidio explícito que cubra la diferencia entre lo que el fondo percibe en dólares por el alquiler de los inmuebles y una tasa de mercado que se considere relevante (por ejemplo, podría pensarse en una tasa de referencia para la captación de dólares en el mercado local o en mercados internacionales). No debe perderse de vista, por otra parte, que los pagos por los arrendamientos representan los únicos ingresos del fondo hasta el momento de la concreción de la operación de recompra y que los incumplimientos en el pago de los arrendamientos provocarían pérdidas financieras al fondo.

### **Objetivos gubernamentales**

El análisis de los objetivos y motivaciones que las autoridades gubernamentales podrían tener al impulsar la creación de un fondo de inversión cuyos activos fueran propiedades inmobiliarias susceptibles de ser utilizadas en actividades agropecuarias constituye un punto de referencia a tener en cuenta a la hora de diseñar el Fondo Inmobiliario de Tierras. A continuación, se realizan algunas consideraciones generales sobre el interés que podría tener el Estado al impulsar una iniciativa de este tipo.

**En primer lugar**, no debe perderse de vista que en la actualidad los instrumentos financieros orientados al sector agropecuario son, fundamentalmente, el crédito bancario y algunos seguros agrícolas específicos. Por ello, la creación de nuevas alternativas de financiamiento para los empresarios del sector constituye un objetivo razonable a perseguir por parte de los responsables de las políticas públicas. Téngase en cuenta, asimismo, que las circunstancias por las que está atravesando el sector justifican la conveniencia de ampliar y diversificar las fuentes de financiamiento disponibles.

**En segundo lugar**, debe prestarse especial atención a que, hoy en día, los productores agropecuarios no cuentan con instrumentos financieros que se adecuen a las características y requerimientos de las actividades del sector (ciclos largos en la producción y los precios, elevada volatilidad de la rentabilidad, desarrollo de procesos de reconversión e incorporación de nuevas tecnologías cuyos resultados se materializan en plazos relativamente extensos, etc.). A esto hay que agregar dos aspectos. Por un lado, debe tenerse en cuenta que durante los últimos años han comenzado a procesarse importantes transformaciones en el sector agropecuario de la economía uruguaya y que las mismas han impactado positivamente en las perspectivas a medio y largo plazo de algunos rubros. Por otro lado, debe considerarse que las trayectorias futuras de variables relevantes para el sector, por ejemplo, el tipo de cambio real, tendrán un efecto positivo sobre la rentabilidad de importantes rubros del sector. Previsiblemente, los nuevos escenarios requerirán un incremento del financiamiento que, en las actuales circunstancias, el sistema bancario no está en condiciones de atender.

**En tercer lugar**, los responsables de las políticas públicas pueden tener interés en ampliar el abanico de instrumentos financieros disponibles para inversores institucionales e individuales. En este contexto parece razonable impulsar la creación de fondos de inversión cuyos activos están respaldados por el desempeño productivo de sectores eficientes que cuentan con perspectivas muy alentadoras en los mercados internacionales.

**En cuarto lugar**, en la coyuntura actual, la creación de un Fondo Inmobiliario de Tierras contribuiría a ampliar el espectro de soluciones disponibles para manejar la problemática del pesado endeudamiento que tiene el sector y para mejorar las condiciones de liquidez de los créditos bancarios concedidos al sector.

## **Incentivos para los agentes intervinientes**

Los agentes que intervienen en la operativa del fondo serían básicamente:

- Propietarios de inmuebles adquiridos por el fondo
- Empresarios (productores) agropecuarios que arriendan las tierras
- Inversores que adquieren las cuotas partes del fondo
- Sociedad Administradora que toma a su cargo la administración del fondo. Para que la iniciativa prospere es importante que el diseño del Fondo Inmobiliario de Tierras ofrezca incentivos suficientes para cada uno de estos agentes.

Resulta fundamental que los propietarios de los inmuebles reciban el precio de mercado por la propiedad transferida al fondo y que dispongan del producido de la venta rápidamente. Asimismo, es importante que el precio para la recompra se fije de modo de minimizar el riesgo de incumplimiento del compromiso asumido. A tales efectos, la opción de fijar el precio de la compraventa original por debajo del precio de mercado puede ser un mecanismo idóneo para lograr dicho objetivo.

Los incentivos para los empresarios que arriendan las tierras deben cubrir dos aspectos. Por un lado, el precio y el plazo del contrato de arrendamiento suscrito con el fondo deben ser de "mercado". El valor del arrendamiento debe fijarse como porcentaje del precio de mercado del inmueble y no del establecido en la operación de compraventa. Por otro lado, los empresarios tendrían interés en que el reajuste anual del arrendamiento se realice en función de la variación de un índice que tenga en cuenta la evolución de los precios percibidos por su producción.

Cuando el propietario del inmueble coincide con el empresario agropecuario que arrienda el inmueble pueden realizarse algunas consideraciones adicionales. Para ingresar a la operativa del fondo el propietario-empresario debe considerar que la enajenación de la tierra con pacto de recompra representa una opción de financiamiento superior a otras alternativas. En particular, interesa la comparación con el recurso al crédito bancario. En este sentido, las condiciones que puede ofrecer el fondo pueden representar ventajas en lo que refiere a la extensión del plazo "del crédito", sin que se vea afectada la autonomía en materia de gestión productiva del establecimiento.

Por otra parte, debe tenerse en cuenta que el flujo de intereses que debería pagar el propietario-empresario por un crédito bancario sería superior al costo anual del arrendamiento. Los potenciales inversores deben encontrarse con un producto financiero que ofrezca una combinación adecuada de rendimiento esperado y riesgo. Téngase en cuenta que el rendimiento de los títulos del fondo tienen dos componentes. Uno de ellos es "líquido" y está directamente relacionado con los pagos de los arrendamientos. El segundo se percibe en el momento en que se concreta la operación de recompra por parte del propietario original del inmueble. En principio, sería conveniente que las cuotas partes del fondo devenguen un rendimiento superior a los títulos de deuda pública (bonos) de largo plazo emitidos por el gobierno uruguayo, aunque la parte "líquida" puede ubicarse por debajo de la tasa de rendimiento de los bonos de largo plazo.

Otra referencia importante para determinar el posible interés de inversores institucionales en los títulos del fondo es la rentabilidad de los fondos invertidos por las AFAPs. En la actualidad, podría decirse que el rendimiento esperado para los títulos del fondo podría alcanzar niveles similares a los rendimientos en dólares de las AFAPs.

Para los tenedores de los títulos del fondo puede resultar importante la posibilidad de transferencia de los mismos en mercados secundarios.

Los administradores del fondo deberían cubrir los costos operativos (fundamentalmente relacionados con la adquisición de los inmuebles, con la administración de los contratos de arrendamiento y con las operaciones de recompra) y obtener una ganancia empresarial razonable que podría ubicarse en el entorno del 3% o del 4% del valor anual de los alquileres.

Con una cartera de tierras de 100 millones de dólares americanos, la administración del fondo podría implicar un 5% de los montos de los arrendamientos.

### **3.2.5. TITULACION DE GANADO**

#### ***J. Arias (Bolsa Nacional Agropecuaria - Colombia)***

La ganadería colombiana comprende un 4% en el total del PBI, no somos grandes productores ni exportadores, pero su importancia radica en que ocupa todo el territorio nacional. Al igual que en Uruguay, en Colombia el financiamiento para la actividad pecuaria se había ido reduciendo de año en año. Necesitábamos buscar mecanismos que nos permitieran darle financiamiento a la actividad productiva, reemplazando un sector bancario en crisis, con el cierre de varios bancos Caja de Crédito Agrario, Industrial y Minero, la Caja Agraria que era la fuente de financiamiento oficial, que luego se reemplazó por el Banco Agrario que es nuestro Banco oficial hoy, con unas características distintas y con un blindaje muy grande para evitar las pérdidas provenientes de carteras no recuperadas.

Para nosotros entonces, que conocíamos la comercialización de productos, necesitábamos encontrar los mecanismos para fuentes alternativas de financiamiento. Y se hizo no solamente para el sector ganadero, sino que existe la posibilidad de financiar también la actividad agrícola sin la necesidad de tener todavía bolsas de futuros.

Las soluciones las teníamos que encontrar nosotros con nuestras propias particularidades en nuestro mercado local. Y en ese sentido yo quiero insistir que a ustedes no les va a llegar la solución de arriba, ni de frente. La solución la tienen que encontrar ustedes aquí, buscando que los instrumentos que se desarrollen le den a los inversionistas uruguayos la oportunidad de volver a crear, en particular en un mercado de capitales que tiene que empezar a desarrollarse sobre la base de la principal actividad del País, como es la agropecuaria y la agroindustria que es el sector exportador por excelencia y con instrumentos que tengan la seguridad y la rentabilidad suficientes para que esto llegue.

En la Bolsa Nacional Agropecuaria se empezó a trabajar en productos financieros hace tres años y medio. Negociamos 30 millones de dólares el primer año. Este año debemos terminar con alrededor de 200 o 250 millones de dólares en negociaciones de un total de transacciones de 1.800 millones de dólares que la Bolsa hace al año.

## ¿Qué es una titularización?

En Colombia se han llevado desde tiempo atrás procesos de Securitización o Titularización fundamentalmente sobre Cartera Inmobiliaria en la cual, las hipotecas o la Cartera Inmobiliaria de mejor clase se lleva a unos títulos que permiten que un producto que se recobra en el largo plazo, se pueda traer al costo a valor presente y emitir títulos sobre ello de tal manera que le dé a aquellos que tienen las hipotecas en sus manos, la oportunidad de tener liquidez.

Se ha hecho también sobre bienes inmuebles en la medida que compañías que ocupan bienes inmuebles necesitan el dinero porque están ocupando un activo que no les está dando ningún tipo de rentabilidad. En este caso lo titularizan y con el arriendo que le pagan al patrimonio autónomo que emitió esos títulos, obviamente le están reconociendo los intereses y el capital a aquellos que colocaron sus recursos allí.

Se titularizan también las concesiones, en particular las viales, en las cuales Colombia ha mejorado sustancialmente su sistema vial, entregándole a particulares la construcción sobre la base de que se paga con los peajes y lo que se titulariza son las fuentes de recursos provenientes de los peajes y se trae a valor presente, de tal manera que se le pueda pagar a los inversionistas.

## ¿Cuál fue nuestra experiencia?

En Colombia no había titularización sobre activos agropecuarios ni sobre flujos de caja provenientes de agropecuarios y lo que se pidió a la Superintendencia Nacional de Valores, fue que se incluyera un párrafo que dijera: «también se pueden titularizar activos agropecuarios y flujos de caja provenientes de subyacentes agropecuarios.»

Con esa sola frase, construimos la titularización que permite a los ganaderos acceder directamente a fuentes de recursos del mercado de capitales y de los ahorristas. La titularización entonces, es la emisión de título de contenido crediticio.

Hay tres tipos de posibilidades de emitir los títulos:

- **De contenido crediticio**, cuando se pacta la renta fija a pagar al momento de la emisión.
- **De participación**, usada en los fondos para invertir en ganado, con la participación de la utilidad final (corriendo con los riesgos del productor)
- **Mixto**, en el cual, se reconoce una renta fija pequeña y una participación de la actividad productiva final.

Los nuestros son de contenido crediticio, no son de participación ni son mixtos, son de contenido crediticio con cargo a un patrimonio autónomo. Y esto empieza a marcar las diferencias.

No es el ganadero el que emite los títulos. Es un patrimonio autónomo en el cual los bienes del ganadero se transfieren y se aíslan de su propio patrimonio. De tal manera que si el ganadero por alguna circunstancia, tiene sus bienes afectados en un proceso judicial por algún compromiso previo, estos quedan ajenos al proceso.

Esta diferencia, permite tener una seguridad jurídica distinta hacia el bien que está en propiedad de un ganadero que jura al comienzo que no están gravados y luego puede aparecer un gravamen previo y perder el inversionista sus recursos.

Se constituyen con los novillos y con derecho de pastura. No tienen nada que ver la tierra, ni la propiedad, ni las hipotecas con el patrimonio autónomo. La tierra para nosotros es muy importante porque produce, pero nos importa lo que tiene arriba. No nos importa como bien inmueble, nos interesa porque produce pasturas, y por eso lo que se registra en el patrimonio autónomo son los novillos flacos que van a empezar el proceso de engorde o el proceso de invernada y los derechos de pasturas para alimentarlos durante el período que dure el tema, cedidos por un originador mediante la firma de un contrato de Fiducia Mercantil Irrevocable.

Esa es la definición de un proceso de Titularización y aquí aparecen entonces todos los agentes. El originador que son los ganaderos, que ceden los novillos y los derechos de pasturas (pastoreo), el fideicomiso que recibe esos bienes que es la fiduciaria, y el resto del proceso está en el control de ese trabajo.

Los recursos son para la ganadería de engorde, no para un ganadero de engorde. Que también es una diferencia con los fondos de inversión. Creemos en los ganaderos, confiamos profundamente en ellos, pero los supervisamos. Y obviamente son activos agropecuarios y documentos de crédito los que entran en el proceso de Titularización

El patrimonio autónomo no es una persona jurídica independiente pero es sujeto de derechos y obligaciones y es el mecanismo de garantía y fuente de pago a las obligaciones adquiridas por la emisión de títulos

Es el patrimonio el que emite los títulos, el patrimonio el que los vende a los inversionistas y es el patrimonio que repaga las obligaciones al final una vez liquidado y que le devuelve los remanentes a los originadores.

No es que se tenga aversión al riesgo, es que vivimos tanto en el riesgo que por lo menos queremos que algunas de las cosas nuestras tengan algún grado de certeza. Y son de rentabilidad fija, definidas al momento de la emisión.

Aquí hay otra característica: los títulos son a un año, pero la rentabilidad se paga sobre la tasa que se determina el día de la emisión, no el día del vencimiento. De tal manera que el que asume los riesgos de variaciones en tasa es el inversionista, no el ganadero. El ganadero está recibiendo efectivo a una tasa fija que conoce desde el momento que se hizo la emisión y que se liquidan al finalizar la operación.

#### **Figuras Participantes:**

- **El originador**, es el ganadero que transfiere los novillos y la obligación de suministrarle la alimentación y el cuidado durante todo el proceso.
- **El estructurador**, que es la Banca de inversión de la Bolsa Nacional Agropecuaria y la Bolsa misma, encargados del diseño técnico, jurídico y financiero del proceso de titularización.
- **El administrador de los activos**, que es el ganadero, quien es el encargado de la custodia de los activos más la supervisión técnica y operativa de CEBAR (organización que tiene a cargo la gerencia del negocio) a su vez custodia los activos. Los transfiere pero los tiene que custodiar hasta el final.
- **El colocador**, que es una firma comisionista en la Bolsa de Valores que coloca, ofrece los títulos del mercado de capitales.

- **El administrador de la emisión**, que en el caso colombiano es el depósito centralizado de valores, porque los títulos no son materiales. Son títulos desmaterializados.
- **Una sociedad calificadora de valores**: la gran diferencia con fondos cerrados de inversión, o con cualquier otro fondo, es que se compra un papel con 100% de seguridad de cobro

Esto marca una diferencia enorme, en la medida en que no se es dueño de ningún novillo en particular, se es dueño de un título que da derecho a reclamar el capital mas los intereses al finalizar el proceso.

#### **Figuras necesarias para generar un fideicomiso:**

- Especialistas en el negocio ganadero
- Especialistas en comercialización ganadera
- Ingenieros financieros que no saben ni de lo uno ni de lo otro pero tienen que construir los flujos de caja de manera tal, que los títulos sean atractivos, que sean bien calificados, y que permitan el repago del capital más los intereses, y que le quede a los ganaderos un remanente importante. O sea, es la sumatoria de tres actores básicos.

Si no intervienen los que saben de ganadería, se monta cualquier cosa que no responde a los plazos. Si no intervienen los que saben de comercialización, una vez tenido el producto, ¿a quién se lo entregan y cómo los pagan?. Y si no intervienen los que saben de finanzas, ¿qué estamos construyendo en términos de títulos? Es absolutamente básico la presencia de tres figuras.

Los financieros no tienen que conocer las vacas, pero tienen que conocer el negocio que se lo entregan los técnicos que participan en el proceso, que finaliza en los operadores de bolsa

#### **¿Cómo es la Operativa?**

La firma operadora, selecciona los ganaderos por su moralidad comercial y porque saben hacer la tarea. Aquí no entran todos los que quieren, sino todos los que pueden. Aquí no entran ganaderos malos, entran los buenos.

Segundo se realiza la selección de las zonas aptas para engordar ganado Para cría tenemos otro producto.

Tercero se realiza la selección de los ganados y se pesan. Deben ser ganados aptos para el engorde. Se acompaña técnicamente a los ganaderos a definir un plan de manejo nutricional y sanitario. Los animales que entran al proceso se marcan con el hierro del patrimonio autónomo. Se les pone una caravana y si necesitamos ponerles chips, se les coloca. Se pesan mensualmente el 10% de los animales para saber que estén ganando el peso que se pactó.

Finalmente se comercializan los novillos y se elabora un informe de gestión sobre la evolución de los ganados para el fiduciario.

El ganadero cede la propiedad, adelanta el proceso de engorde, maneja técnicamente el ganado -tiene que tener una ganancia mínima promedio de 550 gramos por día-, suministra la información requerida, permite la visita de inspección y acompañamiento y acata las recomendaciones de manejo.

### **¿Qué pasa si durante una visita no se encuentra la ganancia de peso que se estaba previendo?**

Se visita a los 15 días siguientes. Y si sigue la ganancia deteriorada se le dice: señor sus ganados van a ser transferidos a otro predio, a costo suyo, para terminar de engordarlos en las condiciones previstas. O sea, el ganado es del patrimonio autónomo, y si el ganadero descuida su engorde, se le traspasa a otra finca y a costo suyo se terminan de engordar y se liquida la operación.

Todo esto lo hizo la Bolsa; que además de diseñar las condiciones, trabajar con el agente de manejo en la parte jurídica-técnica-financiera-operativa y recopilar la información, tiene otro papel que es básico: negociar en la Bolsa Nacional Agropecuaria, bien sea en negocios directos o en venta anticipada la totalidad de los papeles emitidos correspondientes a los novillos que están en el campo

Fiducolombia, es el agente de manejo, el fiduciario, firma los contratos de fiducia, administra el patrimonio, contrata la firma operadora, coordina el recaudo de dineros, invierte los excedentes y emite los títulos que se colocan en el mercado de los inversionistas.

Y la firma comisionista, hace lo que tienen que hacer las firmas comisionistas de bolsa: estructurar estrategias de posicionamiento, maneja el mercado, determinadas condiciones de precio y tasa, firma contratos, coloca y genera el mercado secundario para la liquidez de los inversionistas y elabora las estadísticas sobre el comportamiento de los títulos, y está buscando permanentemente nuevos inversionistas.

Entonces aquí estamos todos, los que participamos en este negocio: el ganadero que firma un contrato de fiduciaria mercantil irrevocable con Fiducolombia que emite los títulos y que con Comicol los vende en el mercado. Comicol recibe el dinero y se lo transfiere a Fiducolombia que fue la que emitió los títulos. Y al ganadero se le devuelve el valor de los animales flacos con una pequeña retención

### **¿Por qué se titulariza ganado?**

Los títulos nuestros son títulos que crecen. Se emiten sobre animales flacos. Todos los animales flacos para el efecto de los títulos son iguales. Todos pesan 300 kilos. Para eso se inventó una ciencia que se llama la estadística, que permite sumar uno de 270 más uno de 330 y da 300 en la media. Todos en la media pesan 300 kilos, ese es el primer elemento. Y cuando se venden pesan 450 kilos en promedio.

Entonces los títulos de ganadería por biología, son títulos que crecen. Yo compré 300 kilos y vendo 450.

Y adicionalmente, pueden haber variaciones de precios, positivas o negativas. Pero de hecho eso presenta la primera seguridad: hay 150 kilos de diferencia entre lo que se compró originalmente y lo que se va a vender.

Hay una alta rentabilidad en la ganadería nuestra, igual que en la de ustedes y en el mundo. Solo hay que saberla encontrar. En el sector agropecuario los ganaderos - decimos nosotros - viven como pobres y mueren como ricos, porque otros disfrutaban del negocio que terminan quedándose con un negocio, nunca lo fue. Otra característica es su alta liquidez. El ganado se comercializa siempre.

Fue un resultado excelente, pero lo que muestra es que el mejor negocio es ofrecerles renta fija a los inversionistas que les gusta y quedarse con la variable porque yo sé del negocio. Y eso fue lo que nosotros construimos. Los inversionistas están muy contentos porque hoy tienen una tasa mejor que la del mercado. Pero el que se queda con el negocio porque aprende a apalancar financieramente su actividad es el que es capaz de manejar utilidades sobre el capital invertido.

A manera de ejemplo puedo citar a un ganadero que cuando empezó el proceso era dueño de 2 mil novillos, y los titularizó; hoy tiene 20 mil novillos apalancados por la plata de los inversionistas. Y él está creciendo, su negocio arrendando tierras y comprándolas porque ya nadie le dice qué hacer con su plata. Hemos colocado en 2 años, algo más de 30 millones de dólares para la ganadería colombiana que no estaban en ninguna parte. Estaban en el bolsillo de los inversionistas del sector urbano. Y para Colombia trasladar recursos de los inversionistas de las ciudades al campo, ya de por sí es una tarea que tiene un gran impacto sobre la economía, porque se movilizan recursos de los ahorristas para atender las necesidades de los sectores reales y de un sector que es muy importante para la actividad colombiana.

Los Uruguayos tienen una excelente ganadería, tienen buenos financistas y tienen un producto exportable. Tienen todas las condiciones para construir algo cuya diferencia radica en que no son fondos cerrados de inversión, no es comprar la propiedad de los animales, sino adquirir papeles.

Tienen aquí todas las oportunidades para armar esta historia siempre y cuando no se equivoquen con el tema de las fiduciarias. Tienen todo el conocimiento técnico para la ganadería.

Y tienen el dinero; que no está en los Bancos, está en los bolsillos de los inversores y en los bolsillos de todas las personas que están caminando hoy por Montevideo, la plata para que ustedes recuperen la actividad productiva.

Por lo tanto creo que la tarea que les queda es hacerlo sin repetir los errores que nosotros cometimos

## **Titulación en Colombia**

### **1) Ganado de engorde**

Desde Junio de 2000 se ha impulsado con éxito una novedosa alternativa de financiación para el sector agropecuario en Colombia como lo es la Titularización de Ganado de Engorde. Alternativa que le permite a los ganaderos del país acceder directamente a nuevas fuentes de recursos del mercado de capitales.

#### *Patrimonio Autónomo*

- Conformado por el ganado de engorde y los derechos de pasturas, cedidos por el ganadero.
- Constituido mediante un Contrato de Fiducia Mercantil
- Sujeto de derechos y obligaciones.
- Mecanismo de garantía y fuente de pago de las obligaciones adquiridas por la emisión de los títulos valores.

#### *Características de los títulos*

De Contenido Crediticio, los de mayor tradición y aceptación dentro del mercado colombiano.

**Rentabilidad Fija**, definida en el momento de la emisión.

**Agente de manejo:** Es Fiducolombia, quien como vocero del Patrimonio Autónomo emisor de los valores, recauda los recursos provenientes de la emisión de títulos y se relaciona jurídicamente con los inversionistas en virtud de tal vocería.

**Administrador de los activos:** Es el ganadero, quien es el encargado de la custodia de los activos bajo la supervisión técnica y operativa de CEBAR.

**Colocador:** Es la Firma Comisionista de Bolsa encargada de ofrecer en el mercado de capitales los títulos emitidos.

**Administrador de la emisión:** Es el Deposito Central de Valores que se encarga de la custodia, registro y administración de los títulos.

**Sociedad calificadora de valores:** Es la entidad que adelanta el estudio de riesgo de la emisión, con el fin de otorgar una calificación que sirva como referencia para los inversionistas.

**Inversionista:** Es el Agente que suscribe y adquiere los títulos.

## **VENTAJAS**

### **Para los originadores:**

- Obtención de recursos a bajo costo
- Adecuación entre las condiciones del proceso productivo y los plazos de las obligaciones financieras.
- Reducción de las presiones de capital sobre el balance de la empresa.
- Diversificación de las fuentes de financiamiento.
- Eficiencia en la financiación del crecimiento de la compañía.

### **Para los inversionistas:**

- Novedoso instrumento de inversión.
- Ampliación de las oportunidades de inversión.
- Alta rentabilidad
- Evaluación independiente de los riesgos del proceso.
- Diversificación del riesgo de las inversiones.
- Instrumento rentable y seguro que involucra múltiples actores
- Instrumento líquido en el mercado

## **2) Ganado de Doble Propósito (carne y leche):**

### **Objetivos**

Generar liquidez a la actividad de cría, caracterizada por tener como fundamento un activo ilíquido como es una hembra adulta.

Ofrecer recursos de capital para el desarrollo de nuevas inversiones a los ganaderos que desarrollan la actividad de cría.

Ofrecer recursos a un costo razonable a los ganaderos, ajustando los pagos a capital e intereses al flujo de caja de la actividad.

Ofrecer nuevas alternativas financieras en el mercado de capitales, atractivas principalmente para inversionistas institucionales.

### **Agentes Participantes**

Estructurador: Commodities & Banca de Inversión.

Originadores: 9 ganaderos con tradición en la actividad de cría, producción de leche y levante.

Agente de manejo: Fiducolombia.

Agente Colocador: Comisionista de Colombia.

Calificadoras: Bankwatch Ratings de Colombia

Administrador de la emisión: Deceval.

Empresa operadora: Cebar.

### **3.2.6. CRÉDITOS INDEXADOS**

***Ec. Daniela Alfaro (ARU - Instituto de Economía)***

El Gobierno nacional está impulsando reformas estructurales en el área financiera de la economía para buscar soluciones a la crisis bancaria y crediticia que tiene el país. Una de ellas tiene como objetivo revertir el grado de dolarización del sistema financiero uruguayo debido al potencial de incobrabilidad que ha generado el «descalce» de monedas (ingresos en pesos versus créditos en dólares) y plazos (financiamiento crediticio a corto plazo versus realización de ingresos en mayor plazo) que recae sobre las empresas en particular y los consumidores en general.

Uno de los instrumentos que propuso fue la creación y utilización de una nueva unidad de cuenta indexada a la que se denominó Unidad Indexada (UI).

Asimismo, el proceso inflacionario que tuvo la economía uruguayo y la amenaza latente del mismo conllevan a pensar en el uso de instrumentos de financiamiento indexados ya que pueden ser una alternativa oportuna y viable al financiamiento en moneda extranjera.

Hasta el momento el debate se ha centrado en la utilidad de la misma para el gobierno y para las empresas que cotizan en el mercado de valores. Así, mientras que para el primero la creación de la UI le permitiría emitir títulos de deuda pública de mediano y largo plazo indexados a esta unidad de modo de diversificar su estructura de pasivos por monedas; a las segundas, aproximadamente 30 empresas que cotizan en el mercado de capitales, le darían la posibilidad de emitir obligaciones negociables en moneda nacional indexadas mejorando su estructura financiera. Además, este instrumento permitiría canalizar mayores fondos de las AFAPs hacia éstas al encontrar nuevas oportunidades de inversión con menor riesgo.

En este contexto, parece oportuno ampliar el debate a la posibilidad de utilizar esta unidad en el sector agropecuario o el de crear otros instrumentos financieros indexados de aplicabilidad al mismo.

## **¿Qué es la indexación?**

La indexación o indización es un mecanismo automático de reajustabilidad de precios. La presencia de indexación implica la existencia de un precio nominal cuyo nivel varía obedeciendo a una regla determinada ya sea explícita o implícita. La indexación como práctica de reajustabilidad de precios ha surgido en diferentes economías por diversos motivos, en algunos casos espontáneamente por la acción del mercado y en otros a través de la imposición por parte de las autoridades económicas. Se puede citar el caso de la indexación de los mercados laborales en la Europa de la pos guerra o la indexación cambiaria difundida en la década de los noventa en América Latina. Chile es uno de los ejemplos más exitosos en cuanto a indexación financiera a través de la Unidad de Fomento (UF).

La indexación suele aparecer en aquellas economías que presentan algún grado de inflación debido a que la indización financiera permite establecer contratos en el que el valor de los pagos nominales involucrados se sujeta a la variación de algún precio o índice. Este mecanismo permite crear un instrumento financiero prácticamente libre de riesgo.

Es sabido que la existencia de inflación deriva en que los agentes económicos abandonen o sustituyan paulatinamente el uso del dinero fiduciario como medio de cuenta para establecer los precios y las magnitudes involucradas en los contratos. Un ejemplo de ello en Uruguay es la utilización generalizada del dólar como moneda de referencia en los acuerdos contractuales. En este caso se estaría utilizando el tipo de cambio como índice implícito de referencia, cuya aceptación generalizada se ve estimulada por la disponibilidad diaria de información sobre su valor.

Finalmente, los mecanismos indexatorios se pueden diferenciar según el mercado al que sean aplicados. De este modo se puede considerar separadamente la indexación del mercado laboral, del financiero y el cambiario. En cada mercado la indexación es una respuesta a una necesidad específica surgida como consecuencia de la existencia de inflación o inestabilidad de precios. Se tratará la indexación financiera debido al objetivo de búsqueda de alternativas de financiamiento de este trabajo.

## **¿ Se ha utilizado la indexación en el Uruguay?**

En términos generales se puede decir que la indización en Uruguay ha sido aplicada en forma moderada por la cantidad de variables a las que se aplicó y en forma imperfecta debido a la progresiva difusión de activos denominados en dólares en detrimento de otros instrumentos indizados.

Las principales variables indexadas en Uruguay fueron los precios de los alquileres, algunos préstamos hipotecarios, los salarios y activos fijos. El mayor alcance de este instrumento se produjo en el ámbito de la promoción del financiamiento habitacional, cuando se crean las Obligaciones Hipotecarias Reajustables (OHR), título de valor indexado a una nueva unidad de cuenta denominada UR (Unidad Reajutable). El propósito de las OHR era promover el ahorro en vivienda al amparo de las fluctuaciones de la inflación. Así, el Banco Hipotecario prestaba y captaba fondos indizados como requisito previo para acceder a los préstamos hipotecarios. La unidad de indización UR evoluciona de acuerdo al Índice Medio de Salarios, el cual es "representativo de los ingresos corrientes de los trabajadores comprendidos en los grandes sectores de la actividad pública y privada".

Por su parte, el proceso de liberalización financiera desarrollado en Uruguay a partir de los años 70 determinó una expansión de captaciones y colocaciones en dólares donde la utilización de esta moneda surge como un mecanismo de indexación implícito adoptado por los agentes económicos.

Con relación al sector agropecuario, el antecedente más importante es el promovido por el Plan Agropecuario con fondos del Banco Mundial canalizados a través del Banco República. Esta modalidad intentó promover una importante transformación del sector agropecuario uruguayo. Así, en la década de los setenta se comenzaron a otorgar créditos indizados. La unidad de indización elegida dependía del subsector al que pertenecía el demandante de los fondos. Por ejemplo se creó el Índice de Precios Ganaderos, que medía la evolución de los precios de una canasta representativa de los principales productos del sector como ser carne vacuna, carne ovina, lana y cuero. Los referidos créditos se ofrecían a una tasa real que oscilaba entre el 3% y el 5%, y luego fue evolucionando hasta el 7% con el correr de los años. También existió una canasta de productos agrícolas y otra de productos derivados de la lechería, donde la evolución de los precios de los integrantes de cada una de ellas alimentaba la evolución del índice que reajustaba los créditos de cada subsector. Mientras tanto y para atender una cartera de deudores propia como eran los granjeros, el BROU crea en 1990 una canasta de precios de productos de granja a los efectos de otorgar por su cuenta créditos indizados. Hacia 1993 y con la desaparición de los recursos provenientes del Banco Mundial el BROU abandona el otorgamiento de créditos indexados.

La incertidumbre implícita en la evolución de los precios del sector agropecuario dificultaba la acertada evaluación del riesgo de estas carteras, por lo cual la rentabilidad del banco canalizador de fondos resultó muchas veces inconveniente. Ello, sumado a algunos problemas de diseño de los referidos índices, relacionados no sólo con la volatilidad de los precios sino con la propia operativa y aplicación de los reajustes, determinaron que esta experiencia indexatoria culminara definitivamente sobre mediados de la década de los noventa.

De todas formas, para los sectores productivos y en especial para el sector lechero, esta modalidad de crédito significó una importante experiencia que permitió realizar un proceso de inversiones con menor riesgo crediticio. No sucedió así para la contraparte bancaria, quien a la falta de fondos externos, decidió discontinuar esta alternativa.

### **¿Es posible la creación de instrumentos financieros indexados para el sector agropecuario en el contexto financiero actual?**

Para responder esta pregunta es conveniente analizar cada subsector agropecuario. Así para aquellos sectores cuyo ingreso es en moneda nacional fundamentalmente, la contratación de crédito en moneda nacional indizado en vez de tomar deuda en dólares le permitiría acceder u optar por una estructura financiera más equilibrada.

Una de las alternativas posibles es la de crear un indexador de deuda sectorial óptimo para el crédito bancario o para otros instrumentos financieros que puedan ser desarrollados a efectos de canalizar fondos al sector.

Desde el punto de vista de cualquier empresa, el óptimo en materia de deuda indexada estaría dado por la existencia de un indexador específico para su tipo de actividad, que contemplara tanto la evolución de sus ingresos como la de sus costos. Una unidad de indexación de este tipo le permitiría compartir riesgos de cambios de precios en su estructura productiva con sus acreedores.

Así, indexando su deuda de acuerdo a un índice de precios que contemplara la evolución del margen operativo estaría en mejores condiciones de hacer frente a sus obligaciones. Cuando el valor de sus ventas sube más que el de sus costos, aumenta su margen y mejora su capacidad de hacer frente al pago del principal, bajo el supuesto de arbitraje de tasas de interés reales de los diferentes instrumentos financieros disponibles.

Sin embargo, el diseño de un indexador óptimo para la empresa tiene varias aristas a considerar. En primera instancia su construcción implicaría la existencia de mercados perfectos en los que se conocieran todos los precios relevantes de la economía y a nivel de empresa. En aquellos casos donde no fuera así, surgirían claramente situaciones de riesgo moral. Por ejemplo, si la empresa pudiera manejar alguno de sus precios (tanto de ingresos como de costos), ya no habría independencia en el cálculo del indexador, requerimiento indispensable para la credibilidad del mismo.

Por lo anterior se podría pensar en crear un indexador óptimo por subsector, los cuales deberían contemplar en cada caso la evolución de los márgenes operativos sectoriales sobre la base de la evolución de los índices de precios relevantes para cada rubro de los insumos así como de los productos. Para ello existe la opción de recurrir a indicadores de precios más genéricos calculados en forma independiente por instituciones especializadas. Entre ellos se pueden mencionar los diferentes subíndices que componen al Índice de Precios Mayoristas (IPM) o el precio del dólar elaborados por el BCU; el Índice de Precios al Productor de Productos Nacionales o el Índice de Precio al Consumo (IPC) elaborados por el Instituto Nacional de Estadística.

Un estudio realizado por Conti. C. et. al (2002) desarrolla un indexador óptimo de deuda para tres industrias uruguayas: Hilanderías y Tejedurías, Molinos y Abonos y Plaguicidas. Se buscaron ramas que estuvieran representadas en el espectro de empresas que actualmente cotizan deuda en la Bolsa de Valores, bajo el supuesto de que éstas serían las primeras en emitir deuda indexada ante la posibilidad de hacerlo. Se calculó un índice que recogiera la evolución margen operativo y que fuera susceptible de ser comparado con los índices agregados de uso más difundido como ser el IPC, IPM y el precio del dólar. La conclusión a la que arriban es que los modelos utilizados para evaluar el comportamiento de los márgenes sectoriales aportan evidencia de que efectivamente los indexadores tradicionales tales como el precio del dólar y el IPM tienen capacidad explicativa. Sus variaciones afectan las variaciones en el margen operativo de las ramas estudiadas y su efecto es de signo positivo.

Finalmente, es de destacar que durante el atraso cambiario de la década del noventa, los productores padecieron una pérdida de competitividad principalmente cuando se analizaba la misma incorporando los costos y no simplemente la relación de precios entre los productos uruguayos y los del resto del mundo. Es así que parece oportuno no dejar de considerar la introducción de indexadores que contemplen dicha relación de precios y en particular la evolución de los balances sectoriales ingresos-costos como un complemento a la creación de instrumentos financieros más idóneos.

## CAPÍTULO 4

### **4.1. Características del riesgo en el sector agropecuario.**

**Ing. Agr. (M. Comm. Agr.) Vicente Plata (UPCT - MGAP)**

El término riesgo se utiliza para expresar diferentes conceptos. Es conveniente entonces establecer la definición del término riesgo a los efectos de estas consideraciones.

El término riesgo se puede utilizar para expresar tanto (i) la probabilidad de pérdidas, (ii) la variación en el retorno, o (iii) la dimensión de la máxima pérdida posible. Además, el riesgo se puede basar en las expectativas subjetivas de aquel que decide, o en medidas objetivas computadas de datos históricos o experimentales. Los analistas aceptan que para el mismo concepto de riesgo frecuentemente se usan diferentes procedimientos de cálculo para medirlo.

La característica común a toda forma de expresión de riesgo es un resultado que significa una amenaza al bienestar del que decide.

Las empresas agropecuarias deben enfrentar riesgos por diferentes razones, algunas de ellas particulares de la actividad agropecuaria y otras comunes a cualquier actividad empresarial.

#### **4.1.1. Clasificación de los Riesgos**

Los riesgos que enfrentan las empresas agropecuarias clásicamente se clasifican en

- 1) riesgos de la actividad
- 2) riesgos financieros.

Los riesgos de la actividad son aquellos particulares de la actividad propuesta. Son fuentes de variación del resultado que surgen de las características de la actividad agropecuaria que se esté analizando.

1) Los riesgos de la actividad son:

- (a) de producción o riesgos técnicos
- (b) de mercado o riesgos de precio
- (c) tecnológicos
- (d) legales y sociales
- (e) humanos

**Los riesgos de producción o riesgos técnicos** son aquellas fuentes de variación propias del proceso de producción agropecuario. Ejemplos clásicos de riesgos de producción o riesgos técnicos son los riesgos climáticos (heladas, exceso de lluvias, sequía, fuertes vientos), los riesgos sanitarios, o todo aspecto productivo que pueda generar diferentes resultados en el producto final, tanto en cantidad como en calidad.

**Los riesgos de mercado o riesgos de precio** es tanto la variación que puede ocurrir en los precios de productos o insumos como la posibilidad de no poder comprar los insumos necesarios o de no poder vender productos logrados. Estos riesgos tienen su origen en la dificultad de predicción de precios de productos y en las modificaciones que ocurren en el mercado en el período que se requiere para lograr un producto agropecuario.

**Los riesgos tecnológicos** ocurren cuando la tecnología que se decide utilizar resulta obsoleta en el futuro por la ocurrencia de mejoras tecnológicas. Este tipo de riesgos deben considerarse por ejemplo en los procesos de post-cosecha del producto (enfriado de la leche, almacenaje de granos)

**Los riesgos legales y sociales** provienen de los cambios que pueden ocurrir en la política impositiva, la política comercial, la política crediticia o la política ambiental. Las variaciones en la política impositiva deben ser siempre atentamente observadas para que la empresa pueda elegir la forma más conveniente de verter sus impuestos. Las variaciones en la política comercial tanto del país como de las empresas comercializadoras del producto generado por la empresa influyen fuertemente en el precio que recibe el productor. Considerando esto, el empresario no debe estar desinformado de las políticas comerciales para poder evaluar como esas lo pueden afectar. La política crediticia afecta a la empresa directamente y en forma permanente. La política ambiental está en permanente evolución y desarrollo en Uruguay y en el mundo. Debe entonces ser observada atentamente por el empresario para conocer la forma en que puede impactar en la actividad de la empresa y tomar las medidas pertinentes.

En este conjunto se pueden incluir nuevos riesgos que provienen de la creciente integración entre empresas en el sector agropecuario, tanto a nivel nacional como internacional. La integración tanto horizontal, entre empresas del sector primario, como vertical a nivel nacional o internacional, pone de relieve la importancia de las habilidades de negociación y los aspectos que hacen a la construcción de relaciones duraderas y satisfactorias para todas las empresas involucradas. Deben considerarse aquí entonces aspectos de agencia (esto se refiere a la diferente información con que cuenta cada parte de la negociación, entre otros aspectos), costos de transacción, aspectos que determinan la durabilidad de las alianzas, que permiten comprender los estímulos que tiene cada parte para formar parte de la actividad integrada. Esta es un área relativamente nueva en el sector agropecuario uruguayo.

**Los riesgos humanos** son aquellos que se originan en el conjunto de personas que llevan adelante la actividad. Dentro de estos riesgos se deben considerar problemas de salud de los trabajadores y aún de sus parientes más próximos que afecten el desempeño de esos trabajadores en la actividad, así como cambios en los objetivos de los que toman decisiones (miembros de la familia en una empresa familiar, integrantes de la empresa en diferentes etapas de la vida). Estos aspectos, demasiadas veces no considerados al menos explícitamente, pueden alterar sustancialmente el desarrollo de una actividad agropecuaria planificada en el mediano y largo plazo.

2) Los riesgos financieros son aquellos que se originan en la estructura financiera de la firma, es decir en la estructura de la hoja de balance de la empresa que desarrollará la actividad. Los riesgos financieros son:

- (a) de iliquidez
- (b) de insolvencia
- (c) de carecer de reservas crediticias

**El riesgo de iliquidez** es el riesgo que la empresa no pueda cumplir a partir de sus activos corrientes con sus deudas de corto plazo. Esto, de volverse recurrente, puede provocar un paulatino endeudamiento a largo plazo que en un momento determina la liquidación comercial de la empresa.

**El riesgo de insolvencia** es el riesgo de no poder atender sus deudas u obligaciones financieras mediante la venta de sus activos. Esto provoca la no disponibilidad de crédito lo que obliga a la empresa a desarrollar la actividad exclusivamente en base a sus saldos de caja diarios, pero además no permite que los decisores puedan optar por una reestructuración de la hoja de balance de la firma mediante la liquidación parcial de los activos para atender la totalidad de las deudas contraídas, y continuar la actividad con una hoja de balance con un menor grado o nulo endeudamiento.

**El riesgo de carecer de reservas crediticias** es el riesgo que debe enfrentar toda actividad comercial de no disponer de crédito en un momento dado debido a tener todas sus garantías ya comprometidas. Esta situación, si bien tiene la misma consecuencia que la anterior ya que la empresa debe desarrollar la actividad exclusivamente basada en sus saldos de caja diarios, el empresario puede decidir reestructurar su hoja de balance para atender parte o todas sus obligaciones financieras y entonces tener disponibilidad de crédito para continuar la actividad en forma normal.

#### **4.1.2. Formas de Cálculo de los Riesgos.**

El riesgo en las actividades agropecuarias, una vez que se ha definido a que se está refiriendo cuando se dice riesgo, se puede medir o calcular de diferentes formas. Las diferentes formas en que se puede medir el riesgo en las actividades agropecuarias se pueden agrupar en **cálculos determinísticos y cálculos probabilísticos**. Para el análisis de riesgo con estos cálculos es necesario elaborar un modelo matemático. Un modelo matemático es el conjunto de relaciones matemáticas entre variables que explican el resultado final de la actividad a analizar.

Los cálculos determinísticos son aquellos que se realizan tomando un valor de cada variable, es decir en el "mejor valor" estimado de cada variable del modelo para determinar el resultado de la propuesta. Los cálculos probabilísticos son similares a los anteriores pero dan un paso más al considerar efectivamente todos los posibles valores que cada variable puede tomar y considera cada escenario posible según su probabilidad de ocurrencia.

**Los cálculos determinísticos** son cuatro:

- 1) Punto de equilibrio
- 2) Análisis del mejor y del peor caso
- 3) Análisis de escenarios
- 4) Análisis de sensibilidad.

##### **1) Punto de equilibrio**

Este cálculo da un conocimiento respecto al mínimo valor que una variable puede tomar dado el valor de otra, para que no ocurran pérdidas. La ventaja de este tipo de análisis es que es fácil de hacer. Pero su limitación es que no dice nada de la distribución de los posibles valores, ni sobre la posibilidad de ocurrencia de los diferentes escenarios.

##### **2) Análisis de Mejor/ Peor**

Cuando no se sabe nada sobre las probabilidades de los valores de las variables más importantes de un cálculo o modelo, se pueden asignar el valor más probable, el más optimista y el más pesimista para las variables que se quieran tener en cuenta. Esto permite ver el resultado del caso más posible, el más optimista y el más pesimista. La ventaja de este tipo de análisis es que es fácil de hacer. Pero esto no dice nada de la distribución de los posibles valores, ni sobre la posibilidad de ocurrencia de los diferentes escenarios.

### 3) *Análisis de Escenarios*

En este tipo de análisis se asignan valores a las variables en estudio para ver el resultado final. Haciendo una serie de este tipo de cambios el decisor puede conocer cuan sensible es el resultado a los cambios realizados. Tiene tres debilidades importantes: (i) si los valores elegidos para las variables son solamente elegidos por el decisor, los resultados pueden ser sesgados; (ii) cientos o miles de escenarios de este tipo pueden ser necesarios para crear una representación válida de cómo varía el resultado, y esto no es factible hacerlo manualmente; y (iii) al igual que los cálculos anteriores tampoco permite conocer la distribución de los resultados.

### 4) *Análisis de sensibilidad*

El análisis de sensibilidad permite saber la variación en el resultado final de un proyecto según la variación de los valores de hasta 2 variables. Al igual que el caso anterior no dice nada de la distribución de los resultados, pero permite conocer la dependencia del resultado respecto a las variables estudiadas. También es fácil de hacer y en poco tiempo se puede tener un conocimiento primario sobre el proyecto.

**Los cálculos probabilísticos son dos:**

- (a) la simulación Monte Carlo
- (b) los árboles de decisión

#### *a) Simulación Monte Carlo*

El análisis de riesgo usando simulación Monte Carlo es similar a análisis de escenarios porque genera una cantidad de escenarios posibles. Da un paso más ya que asigna a cada variable considerada una distribución de probabilidad de los valores que puede tomar, por lo que efectivamente calcula cada posible valor para cada variable y calcula la probabilidad de cada escenario. La estructura de un modelo matemático de análisis cuantitativo de riesgo probabilístico es muy similar al de un modelo determinístico, con todos los vínculos matemáticos entre las variables, con la característica particular de que en el modelo probabilístico cada variable es representada por una función de distribución de probabilidad en vez de por un valor determinado.

El objetivo de una simulación de este tipo es calcular el impacto combinado de las diferentes variables del modelo para determinar la distribución de probabilidad de los posibles resultados.

Esta técnica utiliza el muestreo aleatorio de cada distribución de probabilidad del modelo para producir cientos o miles de escenarios (también llamados cálculos o pruebas). Cada distribución de probabilidad es muestreada de forma de reproducir la forma de la distribución del resultado. La distribución de los valores calculados como resultados del modelo por lo tanto reflejan la probabilidad de los valores que pueden ocurrir. Algunas ventajas particulares de esta técnica son: (a) se pueden modelar correlaciones y otras interdependencias, (b) el nivel matemático requerido para realizar una simulación Monte Carlo es muy básico, (c) mayores niveles de precisión se pueden lograr simplemente aumentando el número de pruebas que se calculan, (d) matemáticas complejas pueden ser incluidas (logaritmos, sentencias condicionales y otros.) sin dificultades adicionales, (e) la simulación Monte Carlo es reconocida ampliamente como una técnica válida por lo que sus resultados son aceptados, (f) un más amplio comportamiento del modelo puede ser investigado con gran facilidad.

Un aspecto que no debe desconocerse cuando se consideran los cálculos probabilísticos es que se pueden considerar probabilidades desde el punto de vista frecuentista o desde el punto de vista subjetivista.

Una probabilidad se define como el cociente que expresa la frecuencia relativa de ocurrencia de un evento respecto a un número de casos.

Esta no es una definición muy práctica para la toma de decisiones. Pocas veces en la gestión de empresas hay una cantidad de datos relevantes suficientes con los cuales calcular las probabilidades de una opción. Además, aunque los datos históricos en general son relevantes, ellos por sí solos no pueden reflejar el comportamiento de la variable en las situaciones actuales y futuras. Estos problemas que no pueden ser abarcados por el enfoque frecuentista se pueden considerar desarrollando un enfoque "subjetivista" de la probabilidad, en el cual una probabilidad es definida como el grado de credibilidad que un individuo tiene respecto a una situación particular.

Al considerar la asignación de probabilidades subjetivas a valores de variables no deben desconocerse los posibles sesgos en que se puede incurrir como, entre otros los siguientes: evitar la incertidumbre, disponibilidad de experiencia previa, representatividad de la información considerada, anclaje y ajuste, o sesgo motivacional.

#### *b) Árboles de Decisión*

Cuando las decisiones de hoy influyen en lo que se puede hacer mañana, entonces las decisiones de mañana hay que analizarlas antes para que se pueda actuar racionalmente hoy.

Un árbol de decisión es un diagrama que muestra las decisiones y eventos de un problema y sus relaciones cronológicas.

Se utilizan árboles de decisión para analizar proyectos que implican decisiones secuenciales. Se asignan probabilidades para cada punto de decisión, y se calcula el resultado de cada terminal considerando la secuencia. Luego se marca en cada bifurcación la opción deseable para poner en relevancia los caminos óptimos.

Si bien el problema es decidir que hacer hoy, se soluciona el problema pensando primero que se haría el año próximo.

El propósito de analizar un árbol de decisión es resolver la decisión inmediata, no desarrollar una estrategia de decisiones para el presente y todas las circunstancias futuras. Luego que la primera decisión ha sido tomada, el árbol puede ser reformulado si esto es lo apropiado para decidir que hacer luego. Esto quiere decir que la representación del problema de decisión tiene que ser lo suficientemente buena como para permitir solamente que la decisión inmediata sea hecha correctamente.

En muchas ocasiones los problemas reales de decisión son complejos en su estructura y un gran esfuerzo se puede requerir para entender y describir esa estructura, y rápidamente pueden derivar en árboles de decisión muy complicados y de poca utilidad. En la etapa inicial puede ser útil representar la decisión a través de un esbozo de árbol de decisión en donde algunos o todos los puntos son representados como puntos a decidir por el empresario, y puntos dados, cada uno ofreciendo solo una de las muchas ramas posibles.

Un esbozo de un árbol de decisión permite clarificar la estructura del problema de decisión en cuanto a la secuencia de actos y eventos. Después se puede desarrollar el árbol completo de decisión.

Cualquier previsión de flujo de fondos se apoya en supuestos sobre futuras inversiones y estrategia operativa, supuestos que muchas veces son implícitos. Los árboles de decisión obligan a hacer explícita la estrategia subyacente. Al exponer las relaciones entre las decisiones de hoy y mañana ayudan a encontrar la estrategia con el mejor resultado. El inconveniente de los árboles de decisión es que rápidamente llegan a ser extremadamente complejos.

La principal ventaja de los árboles de decisión es que permiten hacer explícito el análisis de los posibles acontecimientos futuros y de las decisiones. Deberían ser juzgados no por su facilidad para ser entendidos, sino por si muestran los enlaces más importantes entre las decisiones de hoy y de mañana.

Siempre los árboles de decisión presentan (deben presentar) solo una pequeña parte de los futuros acontecimientos y decisiones. De hecho, los árboles de decisión no dicen ni siquiera como valorar las opciones, simplemente son una forma adecuada de resumir las secuencias de flujos de fondos.

La gran ventaja de los cálculos formales de riesgo es que permite comparar la situación original con la situación luego de establecer una estrategia de manejo de riesgo que incluya una o más medidas complementarias, conociendo y controlando los sesgos que contiene. El cálculo informal de riesgo contiene el peligro de incluir diversos sesgos de distinta magnitud. Además al no ser realizado con una metodología explícita no es posible comparar el cálculo inicial con aquel que se le haga a la situación luego de desarrollar una estrategia de manejo de riesgo.

El cálculo formal de riesgo no implica una elaboración demasiado complicada, sino más bien una metodología clara y lógica que permite conocer resultados con significado sólido.

#### **4.1.3. Enfoques y Estrategias para Manejar el Riesgo.**

Una vez que se conocen los riesgos que pueden afectar a una propuesta se debe definir la estrategia o el conjunto de estrategias para manejar el impacto esperable.

Los riesgos se pueden encarar con diferentes enfoques. Un riesgo se puede evitar, por ejemplo no realizando esa actividad o no incluyendo esa variable en la propuesta. Un riesgo se puede reducir mediante una estrategia. Un riesgo se puede absorber, decidiendo que se puede convivir con él. O un riesgo se puede compartir con otra empresa.

Las estrategias para minimizar el riesgo pueden ser productivas, comerciales o financieras.

**Las estrategias productivas** más comunes para manejo del riesgo son:

- (a) selección de la actividad productiva,
- (b) selección de la zona donde se desarrollará la actividad,
- (c) diversificación de actividades,
- (d) diversificación geográfica de la actividad productiva,
- (e) mantener insumos excedentarios (maquinaria extra, reservas nutricionales, medidas sanitarias precautorias, fechas de siembra, riego),
- (f) sustitución de trabajo por capital
- (g) incentivos en el pago del trabajo,
- (h) uso de tecnologías probadas,
- (i) selección de las prácticas tecnológicas,
- (j) sistemas de producción 'flexibles' para poder responder a situaciones riesgosas,
- (k) mejoras en el rendimiento.

**Las estrategias comerciales** utilizadas para el manejo de riesgo son:

- (a) selección de actividades con baja variabilidad en los precios,
- (b) acopio de producto y venta en diferentes momentos,
- (c) producción escalonada para vender durante el año,
- (d) fijación de precio de los productos con anticipación (contratos, mercado de futuros),
- (e) compromisos de venta escalonada,
- (f) contratos para la compra de insumos,
- (g) sistemas de producción 'flexibles' para poder responder a situaciones riesgosas,
- (h) producto con múltiples usos finales,
- (i) integración vertical,
- (j) desarrollo de "marca".

**Las estrategias financieras** desarrolladas para el manejo de riesgo son:

- (a) la disminución de costos (tanto fijos como variables),
- (b) tener una mayor proporción de los activos como activos líquidos,
- (c) hacer coincidir pago de deuda con generación de ingresos,
- (d) financiamientos a largo plazo (cuotas anuales menores),
- (e) disponer de margen de endeudamiento,
- (f) incrementar el patrimonio respecto a la deuda,
- (g) alquilar activos (maquinaria, equipo, tierra),
- (h) contratación de seguros para diversas contingencias,
- (i) diversificación del capital fuera del establecimiento.

#### **4.2. LOS SEGUROS AGRARIOS**

**Ing. Agr. Fernando Vila (OPYPA -MGAP)**

Las reflexiones presentadas pretenden contribuir a la discusión de los diversos instrumentos existentes para la gestión de riesgos en los agronegocios en general y de los seguros agropecuarios en particular.

Desde nuestro punto de vista, una de las mayores dificultades para abordar este tema radica en el escaso conocimiento de los distintos agentes vinculados a los negocios agropecuarios, en lo relativo a todo lo que implica la gestión de riesgos en general y a la industria aseguradora como actividad proveedora de un servicio financiero en particular. Se debe tener presente que esta industria tiene como negocio principal la compra de riesgo a través de la venta de seguros, persiguiendo con ello fines de lucro, de modo de mantener su actividad en el tiempo y satisfacer las expectativas de sus accionistas.

Es en este contexto que surge la necesidad de identificar y diseñar nuevas modalidades de financiamiento que vinculen el ahorro interno con los requerimientos de recursos de las diferentes actividades productivas del sector agropecuario.

Para poder avanzar en la concreción de este propósito, uno de los temas de mayor relevancia en la toma de decisiones del eventual inversor consiste en la seguridad que se le otorgue al retorno de las colocaciones que realice.

En un ambiente de incertidumbre y riesgo generalizado, los agentes inversores -individuales o institucionales - con capacidad de ahorro, privilegian aquellas inversiones con atributos de máxima seguridad, incluso por encima de sus expectativas de obtener una rentabilidad razonable.

De ello se deriva que el diseño de instrumentos que disminuyan los riesgos en la actividad agropecuaria adquiere un carácter determinante en la generación de un ambiente adecuado para promover y facilitar la decisión del inversor con ese destino.

Para que ello acontezca, los riesgos del negocio deben estar acotados, medidos y, en lo que sea posible, transferidos a entidades solventes que respondan ante eventuales desvíos de los resultados esperados.

### **Consideraciones generales**

Como es sabido, la exposición al riesgo en la actividad agropecuaria proviene de dos fuentes principales: los riesgos de pérdida de producción por eventos fuera de control de los productores y los riesgos de mercado.

A efectos de compensar los efectos negativos de una u otra fuente de riesgo, los productores agropecuarios adoptan, en general de modo implícito, determinadas estrategias empresariales y técnicas para mitigar los mismos, de modo de proporcionarle atributos de continuidad a su actividad empresarial.

Ejemplo de ello es la diversificación de actividades productivas con diferentes ciclos y/o en distintas zonas, de modo de dispersar los riesgos en el tiempo y en el espacio, o bien la combinación de actividades, como por ejemplo los sistemas agrícola-ganaderos de probada sustentabilidad en el tiempo.

En referencia a los riesgos de mercado, provenientes básicamente de la variabilidad de los precios y de los procedimientos comerciales (formas de contratos, seguridad de cumplimiento en los pagos, etc.), los productores buscan aquellos esquemas y agentes que le otorguen las mayores garantías.

Ahora bien, estos instrumentos que persiguen minimizar los riesgos pueden ser suficientes desde la perspectiva de un productor agropecuario individual pero, cuando se trata de acceder a fuentes externas de crédito o promover la participación de inversores, dichos instrumentos son notoriamente insuficientes.

Para corregir esta situación se requieren otros instrumentos que, formal y sustancialmente, le den al negocio agropecuario la mayor garantía posible de obtener el resultado económico y financiero esperado.

La síntesis adecuada del binomio rentabilidad-riesgo del negocio es determinante en la decisión del inversor para participar en el mismo. En ciertas circunstancias adquiere mas relevancia uno u otro componente de la ecuación. Por ejemplo, en situaciones como las actuales, el peso específico del componente riesgo es de la mayor relevancia.

A esos efectos es que existen, en varios países y parcialmente en el Uruguay, diferentes instrumentos de cobertura dirigidos a compensar o prevenir las posibles desviaciones en el resultado esperado.

En referencia a las coberturas derivadas de posibles variaciones negativas en los procesos productivos, el instrumento más difundido es el seguro agrícola.

Por su parte, en materia de riesgos de mercado existen diferentes modalidades, las que van desde los contratos de entrega de la producción -con o sin precio predeterminado-, hasta los más sofisticados como lo son los mercados de futuros y opciones.

En esta entrega nos concentraremos en los aspectos, a nuestro juicio de mayor relevancia, relativos a las coberturas para pérdidas de producción ocasionadas por eventos fuera de control de los empresarios agropecuarios: los seguros agropecuarios.

### **Aspectos genéricos de la industria aseguradora agraria**

El tema de los daños en la producción agropecuaria está indisolublemente unido a las características propias de esta actividad.

Quien participa en la misma persigue objetivos económicos, mediante la obtención de productos biológicos, cuya performance, en términos de productividad, está determinada por las características de los recursos naturales utilizados y la tecnología aplicada.

Esta condición determina una particular exposición a variaciones del clima que pueden afectar en distinto grado los resultados esperados.

Cuando ocurren eventos climáticos adversos fuera del control del productor, las pérdidas de producción pueden alterar significativamente la capacidad económica y financiera de las empresas.

Más allá de las estrategias que individualmente pueda seguir cada agricultor para minimizar sus riesgos de producción, se debe tener en cuenta que la eficiencia y suficiencia de las mismas pueden no ser de recibo para un agente de crédito o un inversor.

Por otra parte, existen entidades especializadas en comprar ese tipo de riesgos: las empresas aseguradoras.

Estas empresas, generalmente conforman sus carteras de negocios participando en distintos ramos de los seguros, de modo tal de dispersar sus riesgos y compensar sus carteras, buscando maximizar sus beneficios.

A su vez, existen diferentes modalidades de compartir el riesgo con agentes de similar naturaleza. Ejemplo de ello son los reaseguros, en los que participan empresas de gran porte, que operan en el mercado internacional, comprando porciones de riesgo con los mismos criterios señalados anteriormente y haciéndose corresponsables bajo distintos esquemas -proporcional o por exceso de pérdidas- de la cobertura de daños, conjuntamente con el asegurador primario.

Otra modalidad de dispersión de riesgos es el coaseguro, figura por la cual dos o más empresas aseguradoras se hacen cargo de compartir las consecuencias de un determinado siniestro, con similar o diferente grado de participación en las pérdidas y beneficios del negocio específico.

Por su parte, para asumir las responsabilidades derivadas de la contratación de coberturas, las empresas de seguros deben contar con suficientes reservas como para poder afrontar los compromisos contractuales contraídos.

De ello se desprende, que este tipo de compañías debe poseer una particular solvencia y, además, estar dispuestas a exhaustivos controles por parte de los organismos competentes que corroboren tal condición. En el caso del Uruguay, esta responsabilidad recae en la Superintendencia de Seguros y Reaseguros del Banco Central de Uruguay.

En referencia a los ramos del negocio del seguro se pueden distinguir aquellos que, por su relación costo/beneficio, pueden resultar más atractivos, como por ejemplo lo son los seguros de vida o automotores, donde en general la siniestralidad proviene de sucesos independientes, con relativa alta frecuencia, pero bajo impacto en cuanto al capital involucrado. Como medida de ello es que, en general y como orden de magnitud, las primas se cotizan en tanto por mil.

En el otro extremo tenemos, por ejemplo, los siniestros provocados por la naturaleza, los que generalmente involucran a extensas áreas e importante cantidad de capital asegurado a ser indemnizado de verificarse un siniestro.

Estos siniestros son catalogados de catastróficos y la expresión de estos negocios se refleja en los valores de las primas, las que se fijan en un tanto por ciento del capital asegurado. Dentro de esta última categoría de riesgos catastróficos, es que precisamente se encuentra la rama de los seguros agropecuarios.

El bajo atractivo de este mercado se refleja en la participación de las ventas de las compañías aseguradoras que cubren riesgos agrícolas y cuentan con una cartera diversificada. En estos casos, y en lo que se refiere a esta actividad en la región, la rama agrícola representa entre el 2 y el 3% de las ventas totales de esas compañías.

Estas consideraciones permiten inferir que para asumir las responsabilidades derivadas de la compra de esos riesgos se requiere de un particular respaldo económico y financiero con el cual, ante la ocurrencia de un siniestro de estas características, se pueda responder en tiempo y forma con las indemnizaciones correspondientes, estipuladas en los contratos respectivos.

Los puntos centrales a considerar para un adecuado esquema de seguros agropecuarios son:

- 1) **primas técnicas** debidamente respaldadas
- 2) **primas comerciales** accesibles que integren costos de administración (ventas, peritajes, etc.) razonables
- 3) adecuadas **formas de dispersar los riesgos** en cuanto a la composición, cantidad y calidad de las carteras.
- 4) **formas apropiadas de distribución de los compromisos asumidos** (seguro, coaseguro, reaseguro).

Por su parte, las coberturas ofrecidas deben mantener un equilibrio adecuado entre riesgos cubiertos, responsabilidades derivadas y necesidades de la demanda; como así también responsabilidad y profesionalismo en el momento de la evaluación de daños y en el pago oportuno de las indemnizaciones acordes a los mismos.

En referencia a la dispersión de riesgos por eventos climáticos adversos en la actividad agropecuaria, entendemos que la forma más adecuada de encararlo está relacionada con el abordaje simultáneo de los siguientes aspectos:

- Definición de zonas homogéneas en cuanto a su aptitud agronómica y riesgo climático.
- Desarrollo de las actividades productivas en función de las características agroclimáticas, que permitan la mejor performance con el menor riesgo.

- Diseñar, implementar y adoptar tecnologías reductoras de riesgo para los distintos sistemas de producción (ejemplos: reservas de forraje, riego, sistemas de control de heladas, etc.)
- Estructurar ofertas de seguros que contemplen una adecuada distribución geográfica y ciclos productivos diferentes, de modo tal de conformar carteras en que los eventuales riesgos se compensen. (correlaciones negativas de ocurrencia de siniestros).
- Construir bases de datos conteniendo esta información de modo funcional con las necesidades de la actividad aseguradora, para que ésta pueda estimar la probabilidad de pérdidas con suficiente respaldo técnico y realizar el seguimiento de los impactos de los eventos con recursos tecnológicos apropiados. El Uruguay cuenta con avances significativos en esta área. En el ámbito del sector público, el MGAP (OPYPA, DIEA Dirección de Recursos Naturales Renovables), el INIA y la Dirección Nacional de Meteorología son claros ejemplos de ello; mientras que en el ámbito privado varias entidades de asistencia técnica y agroindustrias poseen información relevante a estos fines. Específicamente, en el tema de seguros agrícolas, la experiencia de las denominadas «mutuas» para coberturas de daños por granizo en cultivos de invierno y de verano, particularmente en el arroz, más la experiencia del INAVI en el marco de la Ley de protección integral de viñedos, constituyen una fuente de alto valor, no sólo por su aporte en cuanto a datos de siniestralidad, sino también por constituir experiencias exitosas de cooperación, con baja antiselección y limitado riesgo moral.

Por su parte, y desde la perspectiva de la actividad aseguradora, los elementos centrales a ser tenidos en cuenta deberían ser:

- Diseñar coberturas de riesgo que contemplen los puntos anteriormente mencionados, los que deben ser recogidos en el valor de las primas a cobrar. En tal sentido, del estudio de las probabilidades de ocurrencia de los eventos adversos y sus efectos económicos, tiene que surgir que aquellos con probabilidad tendiente a 0 tienen una prima menor, mientras que los que tienen una probabilidad tendiente a 1 una prima mayor.
- Propender al desarrollo del mercado asegurador de modo de conformar carteras que en el tiempo y en el espacio compensen los eventuales riesgos, minimicen la antiselección y contemplen mecanismos de prevención de riesgo moral. El sustento básico radica en que la ocurrencia de fenómenos climáticos adversos se da con determinada frecuencia e intensidad en distintas zonas y en diferentes momentos, con variados efectos sobre los distintos rubros de producción. No obstante ello, existen eventos de carácter sistémico que afectan amplias zonas de producción e involucran, por tanto, a varios rubros pero, en general, tienen como característica destacada una menor frecuencia relativa en su ocurrencia, como lo es por ejemplo la sequía, para los cuales la actividad aseguradora, en su más amplia concepción, debe contar con las reservas suficientes para afrontarlos.
- Dispersar los riesgos que asumen los aseguradores a través de la cooperación empresarial, mediante la conformación de cuadros de coaseguro y reaseguros. Eventualmente, para ciertos eventos de alto impacto, explorar las nuevas figuras existentes en el mercado internacional relacionadas al negocio de compraventa de derivados climáticos o bonos catástrofes. Ejemplo de ello, es la presencia de operadores que adquieren bonos catástrofe por sequía y lo compensan adquiriendo bonos catástrofes por inundaciones en otras zonas del planeta, asumiendo la responsabilidad de la cobertura previo cobro de la prima respectiva.

· Implementar esquemas de peritajes de daños equidistantes del asegurador y asegurado que le confieran atributos de total transparencia y equidad al sistema, siendo que la confianza en los procedimientos es el sustento básico en el que se apoya esta actividad.

En este sentido, pensamos que el ramo de los seguros agropecuarios se debe construir sobre la base de un esquema de cooperación interinstitucional e interempresarial, en un marco de sana competencia entre las empresas aseguradoras sobre la base de servicios agregados. Ello relacionado, particularmente, con las posibilidades que ofrecería un esquema de esta naturaleza, facilitando el desarrollo de un mercado ampliado para otros ramos de la actividad aseguradora (vida, incendio, responsabilidad civil, vehículos, etc.)

Por tanto, construir un cuadro de coaseguro para coberturas en el sector agropecuario, con la participación activa de productores y técnicos independientes, la cooperación técnica y económica del Estado, facilitaría un mayor y mejor relacionamiento con el reaseguro internacional, todo lo cual habilitaría un proceso de desarrollo de un Sistema de Seguros Agropecuarios sobre bases sólidas.

### **La importancia de la información en la actividad aseguradora**

Como ya ha sido mencionado, para el cumplimiento adecuado de la actividad aseguradora en general y en el ramo agropecuario en particular, se requiere de un soporte técnico suficiente y un importante caudal de información histórica de los diferentes eventos y sus efectos económicos, de modo tal de poder calcular la probabilidad de ocurrencia de un determinado siniestro.

Esta información, que relaciona el capital asegurado con la probabilidad de ocurrencia de los eventos que provoquen daños que afecten al mismo, se sintetiza en lo que se denomina la prima técnica.

En el ambiente asegurador existe una máxima que dice: «todo vacío de información se llena con prima».

En la medida que se incorporen eventos que pueden provocar daños a la producción, la prima se incrementa en una proporción que refleja la incidencia de la cobertura agregada y la información que se posee para estimar la misma. A su vez, a ello se le debe agregar la disposición del reaseguro internacional en acompañar tal o cual cobertura, lo que en muchos casos, su negativa se traduce en la imposibilidad de ofrecer ese producto, pues excedería la capacidad del asegurador primario en asumir la responsabilidad total de esa cobertura.

Estos son parte de los elementos que se desconocen y por tanto corresponden con las demandas del sector agropecuario cuando desde el mismo se solicitan seguros contra todo riesgo.

Es, entre otros, por este motivo que los seguros agrícolas más extendidos son los que cubren daños por ocurrencia de granizo. Este evento tiene ciertas características que lo hacen relativamente «atractivo» para la actividad aseguradora, como ser: su aleatoriedad geográfica; efectos concentrados en zonas relativamente pequeñas y daños que pueden ser evaluados de modo bastante preciso.

En cambio, otros eventos o conjuntos de eventos, resultan de menor interés por parte de la actividad aseguradora.

Ello responde a la magnitud que pueden tener en cuanto a: el área afectada; el nivel de daño provocado; el capital involucrado o, bien, por las dificultades que surgen en la evaluación de los daños y/o sus efectos colaterales o derivados.

Ejemplos de ello son: la sequía, determinadas condiciones climáticas que reúnen varios eventos (exceso de lluvia, persistencia de días con alta humedad relativa y temperatura), los que a su vez inciden en el desarrollo de enfermedades; los tornados y las epizootias, entre otros.

En la siguiente matriz se presentan las diferentes opciones que surgen de la relación entre la frecuencia de los eventos y los niveles de intensidad de los daños que pueden provocar los mismos.

Intensidad	Frecuencia		
	Baja	Media	Alta
Leve	Riesgo asumible	Riesgo asumible y transferible	Riesgo asumible y transferible
Grave	Riesgo transferible	Riesgo reducible y transferible	Riesgo asumible y transferible
Catastrófico	Riesgo transferible	Riesgo reducible y transferible	Actividad inviable

A efectos de manejar ordenes de magnitud, y de acuerdo a estimaciones realizadas por OPYPA, las pérdidas agregadas de los distintos sectores de la actividad agropecuaria que provocó la sequía del 1999-2000 se ubicaron, en una hipótesis de mínima, en los U\$S 120 millones.

Las indemnizaciones realizadas por los aseguradores en el ejercicio 2001-2002 a raíz de los daños provocados en los cultivos de trigo y cebada superaron los U\$S 10 millones y las pérdidas estimadas por el tornado del 10 de marzo de 2002 en la zona sur fueron de más de U\$S 14 millones.

Por su parte, el nivel de pérdidas registradas el año pasado en trigo y cebada, tenía una probabilidad de ocurrencia de solamente el 2%, medido a través de la distribución de rendimientos. Eso no quiere decir, como ha ocurrido en el presente ejercicio, que no se repitan los mismos eventos.

### **El papel del Estado y de otros actores**

La problemática de los daños a la producción agropecuaria por fenómenos climáticos adversos, es recurrente en el país.

Así, con frecuencia creciente, el Estado ha debido realizar importantes erogaciones por concepto de indemnizaciones que, además de dañar las finanzas públicas, generan señales negativas hacia los empresarios que contratan diversas formas de cobertura de riesgo y hacia la propia actividad aseguradora, pues esto desestimula la adopción de seguros, lo que encarece las primas, y retroalimenta la situación de partida.

A título de ejemplo, el tornado ocurrido el 10 de marzo pasado, implicó indemnizaciones por parte del Estado del orden de los U\$S 8 millones, cifra ésta que representa aproximadamente el doble de facturación de todo el ramo de seguros agropecuarios del Banco de Seguros del Estado. Ello, incluyendo seguros en forestación y la obligatoriedad por parte de la actividad financiera de contar con seguros para acceder a créditos en, por lo menos, los cultivos de trigo y cebada cervecera.

La creciente dimensión del problema en el Uruguay, no responde solamente a la mayor frecuencia de accidentes climáticos sino también al tipo y nivel de las inversiones realizadas y, en la actualidad, a las exigencias que puede plantear el agente de crédito o el inversor.

En este contexto corresponde destacar que gran parte del endeudamiento del sector con el sistema financiero, tiene su origen en las pérdidas de producción debidas a acontecimientos climáticos adversos que no contaban con la cobertura adecuada.

El efecto de los daños por eventos de la naturaleza sobre la actividad agropecuaria, reflejado en los valores que tienen las primas, ha llevado a muchos países, como de modo incipiente lo está realizando el Uruguay, a buscar formas de cooperación económica y técnica con la industria aseguradora y el sector agropecuario, de modo de hacer más accesible la contratación de coberturas.

A esos efectos, hay que tener presente cómo se construye la ecuación básica de la actividad aseguradora y, sobre esa base identificar, según las posibilidades fiscales, las posibles formas de cooperación por parte del Estado.

Dicha fórmula es:

$$\text{Valor del Premio} = \text{Valor de la Prima Pura} + \text{Recargo por catástrofe} + \text{Recargos por Reservas} + \text{Costos de Administración} + \text{Margen de Ganancia}$$

Identificados los componentes de costos de la actividad, se pueden analizar posibles acciones por parte del Estado tendientes a contribuir en el descenso de los mismos. Ejemplo de ello, puede ser el aporte en información que organismos especializados del sector público podrían brindar como soporte para la actividad.

En la medida que se logre articular el caudal de información existente de modo funcional a la actividad aseguradora, estimamos que es la mayor contribución que puede hacer el Estado.

Si a este aspecto se le suman aportes del Estado, que pueden tomar la forma de subsidios a las primas o la constitución de fondos de emergencia vinculados a quienes contraten seguros, o bien participar en la adquisición de reaseguro o derivados climáticos para situaciones extremas, se estaría contribuyendo de modo decisivo al desarrollo de la industria aseguradora agraria.

Concomitantemente se estaría evitando dañar las finanzas públicas ya que esos aportes serían acotados y presupuestados.

Con relación a este aspecto, se debe tener en cuenta que este tipo de participación del Estado está previsto en la denominada caja verde de los acuerdos de la Organización Mundial de Comercio.

Por último, tanto para el cobro de las primas como en el pago de indemnizaciones es posible establecer acuerdos, entre otros, con organizaciones de agricultores (ventas colectivas), agroindustrias, intermediarios financieros, proveedores de insumos y asociaciones profesionales, con el fin de reducir los costos operativos y administrativos de los seguros.

### **Los seguros agrarios como instrumento de gestión de riesgos**

De acuerdo con J.M.Sumpsi<sup>18</sup>, se pueden distinguir entre riesgos ordinarios y riesgos extraordinarios. Para enfrentar los primeros se identifican dos tipos de instrumentos: de carácter privado y de carácter mixto.

#### *Instrumentos de carácter privado*

En la gestión de los riesgos naturales se pueden distinguir las siguientes estrategias no excluyentes:

- Estrategia técnica. Mediante la aplicación de determinadas prácticas agrícolas que permiten reducir el riesgo y los daños.
- Estrategia económica: Mediante la diversificación de actividades.
- Estrategia financiera. A través de la creación de un fondo de manobra con el excedente generado en las buenas zafras, lo que le permitiría al productor hacer frente a las pérdidas en otras. Esta estrategia puede seguirse de modo individual o colectivo.
- Estrategia internalizadora. Mediante la suscripción de una póliza de seguro, cuya prima de riesgo es integrada a los costos de producción respectivos.

#### *Instrumentos de carácter mixto*

Los instrumentos de carácter mixto, consisten en el cofinanciamiento por parte del sector público de los costos de las estrategias privadas, particularmente aquella relativa a la prima de riesgo.

#### *Beneficios del seguro agropecuario*

En referencia a los beneficios que un apropiado sistema de seguros agropecuarios puede aportar a los agricultores y demás agentes vinculados a los agronegocios, como así también al propio Estado, son de destacar los siguientes:

- Para el agricultor constituye un instrumento financiero, ya que las indemnizaciones funcionan como un estabilizador de ingresos. De esta manera el agricultor que ha sufrido una pérdida en su explotación percibe, mediante la indemnización, un ingreso que le permite continuar en el ciclo productivo sin tener que recurrir a endeudamiento.
- Constituye una garantía adicional para la obtención de créditos y para el inversor.
- Permite una mayor especialización en el desarrollo de la actividad, sin un aumento del riesgo implícito de la empresa agraria.
- Es un instrumento complementario y de respaldo en los programas de fomento de la producción y de la productividad.

<sup>18</sup> «Ing. Agr. Profesor de Economía Agraria de la Universidad Politécnica de Madrid»

- Como consecuencia de esa estabilización de rentas en el sector, la sociedad, en su conjunto, se dota de un instrumento que favorece la cohesión y estabilidad social en las zonas agrarias.
- La administración pública dispone de un sistema más equitativo y justo de compensación de los daños tras la ocurrencia de un siniestro. El agricultor afectado no tendrá que solicitar el establecimiento de programas extraordinarios de ayudas, ya que al tener suscrito su seguro es titular del derecho a ser indemnizado, por la entidad aseguradora contratante, en función de los daños sufridos.
- La administración pública no tendrá que recurrir a medidas presupuestarias extraordinarias, tras la ocurrencia de catástrofes, ya que conocerá su aporte financiero al sistema de seguros agrarios.

### La inserción de los seguros agrarios en los esquemas de financiamiento sectorial

En este apartado se presentan de modo esquemático las características principales de las posibles relaciones entre diferentes alternativas, no exhaustiva, de financiamiento sectorial y los seguros agropecuarios.(\*)

Instrumento financiero	Característica principales	Riesgos	Estrategias para mitigar riesgos	Efectos de los seguros agropecuarios
Financiamiento bancario	No existe conexión entre los depositantes y quienes reciben el crédito.	Riesgo del depositante: Riesgo del banco. Riesgo del banco: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Riesgo de crédito</li> <li>• Riesgo de descalce.</li> </ul>	Obligar a contratar seguros agropecuarios	Cobertura de los créditos, que puede derivar en una baja de la tasa de interés en su componente de riesgo de cliente y actividad.
Crédito de proveedores	La misma institución origina el crédito, estructura la operación, absorbe el riesgo, financia los activos y administra la cobranza del principal y de los intereses	Riesgos: de precios, de producción, de desvíos de la entrega de la producción comprometida (riesgo moral)	Contratos de entrega de la producción. Contratos de seguros: agropecuarios, de crédito y de costos fijos por falta de abastecimiento. Compra de futuros y opciones	Cobertura de los créditos.
Fondos Agrícolas de Inversión Cerrada. En el caso del sector agropecuario se puede dar la participación integrada de proveedores de insumos, proveedores de servicios, productores agropecuarios e inversores, bajo una gerencia independiente y profesional, con administración de recursos supervisados con participación de un agente financiero sujeto a los controles respectivos.	Los fondos de inversión son intermediarios financieros que venden al público acciones, participaciones o cuotas y invierten el producido de esta venta en un portafolio diversificado de valores. Las formas jurídicas que puede adoptar son: Sociedad de inversión. Fideicomiso. Patrimonio de afectación	Riesgos sistémicos que afecten amplias zonas de producción y puedan comprometer al fondo en su conjunto.	Dispersión espacial y temporal de las actividades productivas. Autoseguros compartidos, "mutuas" Contratos de entrega de la producción. Contratos de seguros: agropecuarios, de crédito y de costos fijos por falta de abastecimiento. Compra de futuros y opciones	Respecto al productor: Mayores garantías que permiten continuar en la actividad  Respecto al inversor: Reducción del riesgo por diversificación y coberturas suficientes. El aporte del inversor, debería contar con las mayores garantías posibles.

(\* Algunos conceptos fueron tomados de la publicación de *Securitización de Activos y Fondos de Inversión*. Cra. Margarita Roldós. UPAE-FCEyA

## **Conclusiones**

- Contar con coberturas adecuadas es condición necesaria para promover la participación de inversores en el sector agropecuario. Independientemente de la figura financiera que aporte recursos para la actividad agropecuaria, el hecho de contar con seguros agropecuarios que le den garantía a su inversión es determinante en su toma de decisión de participar o no en el negocio que se le ponga.
- Las estrategias de los empresarios agropecuarios para minimizar los riesgos y la actual oferta de seguros no son suficientes para transmitir seguridad al inversor.
- En seguros agropecuarios hay que explorar diseños basados en la cooperación interinstitucional e interempresarial, que permitan asumir las responsabilidades derivadas de las coberturas contratadas de modo suficiente para los diferentes agentes intervinientes y que las tarifas respondan a un análisis objetivo de toda la información disponible.
- En este orden de ideas, entendemos que, una vez definida la cobertura y suscrito el contrato, el asegurado debe tener la tranquilidad que, en el momento de mayor sensibilidad para las partes involucradas y con intereses contrapuestos, la evaluación de los daños denunciados sea realizada por un perito tasador con dominio suficiente del tema y, preferentemente, en un esquema equidistante del asegurado y del asegurador, poniendo en juego su prestigio profesional. Así también, implementar ámbitos de arbitraje donde las partes puedan presentar sus demandas.
- De acuerdo a las características de los daños en la agricultura y a la experiencia internacional, la participación del Estado en Sistemas de Seguros Agropecuarios, es la forma más eficiente de utilizar recursos públicos escasos, contribuyendo con un elemento sustancial en esta actividad como lo es el aporte de información proveniente de organismos altamente especializados y sin intereses comerciales.
- Se debe tener en cuenta que potenciales inversores institucionales, también son las propias compañías aseguradoras, las que obviamente poseen el mayor dominio del tema riesgo para decidir en torno a las diferentes opciones de inversión que se le presenten. Sus colocaciones deben contar con atributos de máxima garantía y liquidez.
- La posibilidad de ampliar la participación de varias empresas aseguradoras en el ramo agropecuario, de origen nacional e internacional, facilita el acercamiento al sector de otros agentes con capacidad de inversión –banca/seguros e inversores individuales de esas compañías-
- Transparencia, equidad y profesionalismo, son los atributos principales que deben distinguir a cualquier actividad financiera.

### **4.3. Mercado de Futuros y Opciones** **Instituto Plan Agropecuario**

Que vivimos tiempos de cambio no es ninguna novedad; en menor o mayor grado todos hemos sido partícipes de modificaciones radicales, la mayoría de las cuales nos sorprendió. El mundo competitivo en que nos toca vivir exige que seamos actores activos (no pasivos) de la mayoría de los fenómenos que nos rodean y nos condena (con pérdida de competitividad) si retardamos nuestra adaptación a esos cambios. Ahora bien, está claro que estas transformaciones hay que aceptarlas, pero ¿puede un productor rural, sumarlas a las variaciones de los mercados, la adversidad climática, y el encarecimiento de los costos? Si bien se insiste en la capacitación como eje del cambio, las transformaciones para que sucedan, además de la capacitación requieren de un umbral de certeza, que permita a quien las lleva adelante avanzar con solidez e invertir con menor riesgo. Riesgo y certeza son palabras antagónicas que a diario se presentan en las empresas. Convivir con ellas significa entender, que son parte de la gestión empresarial y que depende de cada uno el minimizar uno y aumentar la otra. Esta dinámica coloca a las empresas en una situación bastante desprotegida y obliga necesariamente a cambios en las condiciones de desempeño. La producción agropecuaria movilizadada por esta corriente de cambio, puede enfrentar los efectos adversos a través de disminuciones de riesgo (a aumentos de certidumbre) utilizando coberturas de riesgo. Ya no se puede errar. Nunca se pudo errar; pero hoy fallar, tomar una decisión equivocada, hacer una previsión errónea, deriva en trastornos económicos / productivos que difícilmente se puedan superar. Cubrir un precio (cultivo, ganado) significa determinar un valor futuro de ese bien, permitiendo (independientemente de los valores) tener una idea aproximada del valor a recibir a futuro por el mismo

#### **4.3.1. Preguntas más frecuentes:**

##### **¿Qué son los mercados de futuros?**

Son mercados con una organización de referencia, que avala los contratos que se realizan. No se negocian las existencias físicas, sino se compran y venden contratos de futuros y de opciones de productos.

##### **¿Por qué se realiza un contrato de futuros?**

Los contratos de futuros son obligaciones contractuales por las cuales el comprador se obliga a pagar un precio negociado por la mercadería y el vendedor se obliga a entregarla por ese precio al momento de vencimiento del contrato.

Los términos que están estandarizados en el contrato son la calidad, cantidad, tiempo y lugar de entrega de cada producto. Lo único a determinar por las partes es el precio, el cual se negocia libremente entre compradores y vendedores.

##### **¿De que tipo puede ser un contrato?**

Existen dos tipos de contratos de futuros: los contratos que implican entrega de mercadería al vencimiento y los contratos que al vencimiento ajustan en dinero (cash settlement) y que no implican entrega de mercadería.

### **¿Qué mercados a futuro hay en la región?**

En Argentina hay dos mercados operando:

- El Mercado a Término de Buenos Aires (MTBA). En el mismo se negocian contratos de futuros sobre Soja, Maíz, Trigo y Girasol. Este mercado es el más grande de la Argentina y el más grande del mundo en cuanto a volúmenes operados en Girasol.
- El Mercado a Término de Rosario (ROFEX) Aquí se negocian futuros de Soja, Trigo, Maíz y Girasol. También se negocian en este mercado dos importantes contratos como son el índice de Soja Rosafé y el índice de Novillo Argentino, los cuales tienen la particularidad de ser contratos sin entrega, es decir, que se ajustan al vencimiento por diferencias de efectivo o cash settlement.

### **¿Qué mercados son utilizados como referencia en el mundo para productos agropecuarios?**

El Chicago Board of Trade (CBOT). Este es el mercado de futuros de commodities agrícolas más grande del mundo. Este mercado es el de referencia mundial para el precio de la Soja, el Trigo y el Maíz.

El Kansas City Board of Trade (KBOT): este es un mercado importante para el trigo de la región porque opera un contrato del tipo Hard Red Winter que es el mismo trigo que se produce en Uruguay y Argentina, por lo tanto es un mercado de referencia para nosotros en cuanto al precio.

### **¿En que se diferencia con un mercado de contado o de disponible?**

En los mercados de contado (también denominados mercados físicos o disponibles) tiene lugar la transferencia física de un producto en forma inmediata. En estos mercados los acuerdos de venta en cuanto a la calidad, la cantidad y las condiciones de entrega del producto varían de operación a operación y deben ser aceptadas tanto por el vendedor como por el comprador.

### **¿Qué utilidad tiene un mercado de futuros?**

Los mercados de futuros cumplen dos funciones económicas principales:

1. Generan una referencia válida del precio futuro de un producto. De esta forma por ejemplo el productor que siembra un cultivo, sabe al momento de sembrar cual será el precio esperado al cual podrá vender su cosecha. Este efecto mas allá de la cobertura, aporta un beneficio adicional en cuanto a la transparencia en el proceso de formación de precios, otorgándole al productor una información esencial que le permite defender mejor su producto
2. Permiten realizar transferencias de riesgo: los llamados cubridores (o hedgers) pueden mediante una cobertura transferir los riesgos de fluctuaciones de precios a agentes especuladores que estén dispuestos a asumirlos. De esta forma los mercados de futuros permiten lograr una distribución eficiente del riesgo entre cubridores y especuladores. Este punto es esencial ya que la transferencia del riesgo muchas veces determina la obtención de mejores márgenes por la simple reducción de las tasas de interés.

### **¿Cuál es el mecanismo de formación de precios?**

Los oferentes y demandantes del mercado lo hacen con cierta información específica acerca del mismo. En la medida que el mercado recepciona nueva información durante el día de operaciones la traduce en una señal clara y confiable: el precio de mercado al que compradores y vendedores están dispuestos a comerciar un contrato. En la medida que el mercado tiene más operadores en precio de referencia se aproxima más al precio real. La confiabilidad de la plaza de negocios no sólo está dada por quienes operan, sino además por como el mercado genera ese precio de referencia.

### **¿Qué antigüedad tiene los mercados de futuros?**

Los mercados de futuros existen en EEUU desde 1850. En Uruguay han habido algunas experiencias, mas que nada intentos de formar un mercado, pero no se habían generado las condiciones necesarias como para que el mismo prosperara. Actualmente se han desarrollado varios mercados a futuros agropecuarios en el mundo tanto en la faz especulativa como en la de coberturas.

### **¿Qué negocian los mercados de futuros agropecuarios?**

Hoy en día existen una gran cantidad de contratos de futuros y opciones que se operan en los mercados de todo el mundo. Estos contratos van desde productos agrícolas hasta bonos del Tesoro, petróleo, oro, fertilizantes, índices bursátiles y tasas de interés.

En Argentina, principalmente por la importancia del sector, se operan contratos de futuros sobre commodities agrícolas en los mercados de futuro de Buenos Aires y de Rosario. En Brasil se negocian contratos de futuros financieros, sobre cereales, oleaginosas y también sobre otras commodities. En Uruguay no hay operativa.

### **¿Quiénes son los operadores del mercado?**

Los participantes del mercado pueden clasificarse según el objetivo que persiguen en: cubridores (hedgers) y especuladores.

1. Los llamados cubridores (hedgers) son aquellos que acuden al mercado para realizar una cobertura, es decir eliminar o cubrir un riesgo que tienen por su actividad principal. Así un productor agrícola o ganadero, que enfrentan el riesgo de no saber a que precio van a vender su producción pueden cubrir ese riesgo en un mercado de futuros fijando ese precio anticipadamente, y eliminando de esta manera esa incertidumbre.

2. Los especuladores: son inversores que quieren lograr una ganancia anticipando los cambios de precios de la mercadería. Son quienes están dispuestos a asumir el riesgo que los cubridores desean eliminar y por lo tanto proporcionan la liquidez necesaria para que los cubridores puedan vender y/o comprar grandes volúmenes con facilidad y al mismo tiempo ayudan a la formación de los precios.

### **¿Puede funcionar un mercado sin especulación?**

No. Los cubridores y los especuladores tienen roles bien definidos y complementarios. Mientras los cubridores buscan deshacerse del riesgo de precio, los especuladores lo asumen, tratando de beneficiarse con el cambio de los precios. Los especuladores, en definitiva, son los que facilitan las operaciones de cobertura brindando liquidez al mercado.

## ¿Qué garantías tienen las operaciones?

La operativa la garantiza el propio Mercado. Este se convierte en la contraparte de los compradores y vendedores. Existen sistemas de aval bancario y una serie de garantías adicionales exigidas por el propio ámbito donde operan. Cada país es diferente en ese sentido

Generalmente los Mercados exigen las siguientes garantías en los contratos:

- Un margen mínimo por contrato firmado.
- El depósito de diferencias diarias a la parte que va perdiendo.
- Un depósito en el mercado, por un monto acorde a la utilidad.
- El monto depositado por márgenes le será devuelto a las partes cuando cancelen la posición que tienen abierta en el mercado de futuro.

El margen que deben depositar el comprador y vendedor cuando realizan un contrato lo calcula cada mercado de acuerdo al producto y al tamaño del contrato que se negocia. En el caso de contratos de opciones sobre futuros, los únicos que están obligados a depositar márgenes son los vendedores o lanzadores. El comprador de opciones tiene la única obligación de pagar la prima, y por lo tanto no implica riesgo para el mercado.

## ¿Qué requiere un mercado de futuros para operar?

Para que funcione un mercado de futuros debe existir un mercado disponible transparente con precios en base a ofertas y demandas voluntarias de vendedores y compradores. Paralelamente, debe existir una dinámica arbitrada que garantice una paramétrica en función de un sistema estándar (y objetivo) de tipificación.

## ¿Qué información se extrae y como se analiza?

**Máximo:** es el precio más alto al que registró una operación durante el día.

**Mínimo:** es el precio más bajo registrado en el día.

**Ajuste:** es el precio de cierre diario. Generalmente es el precio de ajuste promedio entre la última cotización compradora y vendedora del día.

**Variación:** es el cambio que sufrió el contrato desde el cierre de ayer al del hoy, es decir es la diferencia entre el ajuste de ayer y el de hoy. Puede ser expresado en valor absoluto o en porcentaje.

**Interés abierto o posiciones abiertas (Open Interest):** se refiere al número de contratos que permanecen abiertas (que aún no han sido cancelados) al cierre del día anterior

**Volumen:** es el total de contratos registrados en el día.

## ¿Qué son las opciones sobre futuros?

Una opción es un contrato que le brinda a su poseedor el derecho, y no la obligación, de comprar o vender algo, bajo condiciones específicas, a cambio del pago de una prima. En el caso de las opciones sobre futuros el comprador de la misma tiene derecho a comprar o vender contratos de futuros.

### **¿Qué es un Put?**

El tenedor de un put tiene el derecho, pero no la obligación de vender contratos de futuros a un precio determinado durante el período de vida de la opción.

### **¿Qué es un Call?**

El poseedor o tenedor de una opción call, tiene el derecho, pero no la obligación de comprar un contrato de futuros específico, a un precio determinado, durante el período de vida de la opción.

### **¿Un Call es la contraparte de un Put?**

Las opciones de compra (call) y de venta (put) son diferentes contratos y cada uno requiere un comprador y un vendedor. No son lados opuestos de una misma transacción.

### **¿Cuánto cuesta una opción?**

El valor de las opciones (prima), depende de varios factores:

-El tiempo de vida de la opción: Lo que falta para su vencimiento. A mayor tiempo para el vencimiento mayor valor de la prima, tanto para opciones de venta como de compra.

-El precio de ejercicio de la opción: A mayor precio de ejercicio de un put más cara será la prima, y de la misma forma cuanto menor sea el precio de ejercicio de un call más cara será su prima.

-La volatilidad de los precios del mercado: A mayor volatilidad mayor es el precio de las opciones.

-El valor del contrato de futuro subyacente: Esto es cuanto más cerca se encuentre el futuro del precio de ejercicio de la opción, es decir, cuanto más cerca de ser ejercida está la opción, más cara será su prima. Además a medida que cambia el precio del contrato de futuro, cambia el precio de la opción. Cuando baja el precio aumenta el valor de los puts y disminuye el valor de los calls, y cuando sube el precio pasa lo contrario. Por lo tanto cuanto más tiempo falta para el vencimiento de la opción, más cerca de la cotización del futuro estará el precio de ejercicio y cuanto más volátil sea el mercado más cara será la opción.

### **¿Qué es la volatilidad?**

La volatilidad mide la velocidad a la que se mueven los precios, por lo tanto cuanto mayor sea la misma más incertidumbre existe con respecto a la dirección del mercado y cuales van a ser los precios futuros.

Por lo tanto la volatilidad mide el riesgo del mercado, y cuanto mayor sea la misma mayor será el precio de las opciones.

Así es que el comprador de una opción, lo que está comprando es volatilidad y el vendedor de una opción lo que está vendiendo es volatilidad.

Por lo tanto para determinar si una opción es cara o barata, no es el valor absoluto de la prima lo que debemos observar, sino la volatilidad que se está considerando en la misma.

### ¿Cómo medir la volatilidad del mercado?

- Una es realizar el cálculo de la misma, aplicando una fórmula sobre una serie histórica de precios. Esto es lo que hacen muchos operadores del mercado, y el resultado es la volatilidad histórica que tuvo el producto.
- Otra forma es averiguar que volatilidad se está operando en un determinado momento en el mercado. Este dato lo publican algunas consultoras o se puede averiguar en la prensa y/ o el sitio de Internet de cada mercado.

#### 4.3.2. Futuros:

Son contratos prefijados, para vender o comprar un determinado commodity (o instrumento financiero), a una fecha determinada y a un precio establecido.

De esta forma, el vendedor (short) acuerda entregar un determinado producto (o activo), conforme lo establecido en el contrato, y el comprador (long) acuerda comprarlo.

Los términos **long** y **short**, son utilizados como sinónimos de **comprado** y **vendido** respectivamente. Por ejemplo, un productor hace un contrato (compra) a una fecha futura, y se compromete a comprarlo a una determinada fecha, de acuerdo a las condiciones del contrato. Esto es diferente en el caso del mercado spot (disponible) en el cual, junto con el pago se recibe el bien.

Algunas características de los contratos de futuros.

- La transacción no se realiza al momento de cerrar el negocio
- Se opera en el ámbito bursátil con garantías arbitradas
- Se cierran contratos estándares

#### Precio futuro y precio contado (Spot).

En la medida que se acerca el mes de entrega, el precio contado y el precio futuro tienden a converger a un mismo valor. Teóricamente estos dos valores deberían ser iguales el día del vencimiento. Una diferencia anormal entre las dos cotizaciones promovería a operar en el mercado en el que los precios fueran más bajos y vender en el que fueran más altos.

Estos arbitrajes, provocan un alza de la cotización del mercado con el precio bajo y una baja de la cotización en el que fuera más elevado, lo que devolvería las cotizaciones a una situación normal.

La convergencia determina que aquellos participantes que tienen posiciones abiertas en los mercados de futuros las liquiden días antes de la fecha de vencimiento y tomen una posición inversa en el mismo contrato, lo que evita tener que hacer entrega o recepción del producto / activo deprimido.

#### 4.3.3. Opciones

Las opciones son contratos que permiten al tenedor el derecho de comprar o vender un producto a un precio determinado por un periodo dado. Dentro de la amplia variedad de los contratos de opciones, el más usual es el call option, mediante el cual se tiene el derecho de comprar un activo a un cierto precio y a una determinada fecha. Por el contrario, la variedad de put option le da al tenedor el derecho de vender un activo a un cierto precio en una determinada fecha.

### **Factores que afectan el precio de las Opciones sobre acciones**

- El precio actual de las acciones
- El precio de ejercicio.
- El tiempo de expiración.
- La volatilidad del precio de las acciones.
- El tipo de interés libre de riesgo
- Los dividendos esperados durante la vida de la opción.

### **Precio de las acciones y precio de ejercicio**

Las opciones de compra tienen más valor cuando su precio aumenta y menos valor cuando el precio de ejercicio aumenta. Las opciones de venta tienen menos valor cuando el precio de las acciones aumenta y más valor cuando aumenta el precio de ejercicio.

### **Tiempo de expiración**

Las opciones de compra y de venta tienen más valor cuanto mayor es el tiempo que falta para el vencimiento. Esto se debe a que el tenedor de una opción con un plazo de vencimiento mayor tiene más oportunidades de ejercer su derecho que el tenedor de una opción con un plazo menor.

Una opción de compra tiene valor cero cuando el tiempo que le falta para su vencimiento es cero, ya que si tuviera valor positivo un arbitrista podría vender call, cobrar la prima y comprar el activo subyacente. Si bien este análisis es teóricamente correcto, en la práctica las situaciones de arbitraje de este tipo son casi inexistentes.

### **Volatilidad**

La volatilidad es una medida de nuestra incertidumbre sobre los movimientos futuros del precio de las acciones. Cuando la volatilidad aumenta, la posibilidad de que las acciones vayan muy bien o muy mal, aumenta. Para el propietario de acciones, estos dos resultados tienden a compensarse entre sí; pero el propietario de una opción de compra se verá beneficiado con un aumento de la acción, habiendo limitado su pérdida al valor de la prima, en el caso de una baja en el precio de las acciones. En el caso de un tenedor de un put, este se vería beneficiado con un descenso de las cotizaciones y perjudicado con un aumento.

### **Tipo de interés libre de riesgo**

El tipo de interés afecta al precio de una opción de forma menos clara. Cuando los tipos de interés en la economía aumentan, la tasa de crecimiento esperada del precio de las acciones tiende a subir. Sin embargo el valor actual de cualquiera de los flujos de caja futuros recibidos por el propietario de la opción disminuye. Estos dos efectos tienden a disminuir el precio de una opción de venta. De ahí que cuando la tasa libre de riesgo sube el precio de la opción de venta baja, mientras que en el caso de las opciones de compra, el precio aumenta cuando aumenta el tipo de interés libre de riesgo

#### **4.4. WARRANT AGROPECUARIO**

##### **Instituto Plan Agropecuario**

La operatoria consiste en que una empresa propietaria de stocks de bienes y productos (agrícolas, ganaderos, forestales), puedan obtener asistencia crediticia procediendo a depositar los mismos en empresas de depósitos debidamente autorizadas para tal actividad.

Es un medio ágil que posibilita a productores agropecuarios acceder a financiamiento garantizando la operatoria con mercaderías o materias primas que se mantienen en depósitos hasta el vencimiento pactado. A los inversores les permite colocaciones financieras a corto plazo, con una alta seguridad dada por el derecho real que se constituye sobre los productos objeto de warrant.

Se trata de una herramienta de crédito que consiste en la colocación primaria y secundaria de títulos a través de un mercado de valores. Este mercado genera un mercado primario y secundario de Warrants contribuyendo así al financiamiento de las empresas.

##### **4.4.1. Preguntas más frecuentes**

###### **¿Qué son los Warrants?**

Es un mecanismo por el cual se accede a préstamos garantizados por mercaderías. El tomador del préstamo entrega la mercadería a una empresa autorizada para operar como depositaria, y ésta otorga simultáneamente dos documentos: el certificado de depósito y el warrant.

El Certificado de depósito acredita la existencia y propiedad del bien o mercadería depositada en los almacenes autorizados. Funciona como un instrumento comercial, permitiendo transferir el dominio de la mercadería mediante endoso.

El Warrant es un instrumento de crédito que documenta el derecho real sobre la base de un préstamo.

###### **¿Quiénes intervienen en la operatoria?**

Básicamente las partes intervinientes son tres:

- El Productor o Propietario de la Mercadería, quien la deposita.
- La Institución Depositaria (Sociedad de Warrant), quien custodia la mercadería y constituye la garantía mediante el otorgamiento de los documentos.
- Institución Financiera o Inversor otorgante del préstamo.

###### **¿Sobre qué mercaderías se puede emitir un Warrant?**

El Warrant puede ser emitido sobre materias primas de origen agropecuario que represente un valor estable, sea de fácil realización y comercialización, y no presente un alto riesgo de obsolescencia.

Lo ideal es que se trate de productos tipificables, de almacenamiento fácil, de precio público (cotizaciones de pizarra) suficientemente estable o predecible y de comercialización posible en el estado en el que se encuentran en depósito. Generalmente el Warrant Agropecuario se emite sobre commodities tales como cereales y lanas

Es fundamental que los bienes sean de propiedad del depositante, que estén asegurados (por el dueño o depositario), y que estén libres de gravámenes o embargo judicial.

## ¿Dónde se deposita la mercadería?

El propietario deposita los productos a «warrantear» en un depósito habilitado y controlado por la Sociedad de Warrant, con el objeto de garantizar la operación. Éstos pueden ser de su propiedad, del depositante o de un tercero.

### 4.4.2. Características de la Operativa

#### **Emisión del Warrant:**

Contra la entrega de los bienes ya depositados, la empresa depositaria emite a la orden del depositante los dos documentos mencionados (el certificado de depósito y el warrant), bajo las siguiente características y condiciones:

- La moneda de emisión del Warrant puede ser nacional o extranjera.
- Ambos tipos de documentos deben ser nominativos.
- Los productos depositados deben ser asegurados ya sea por su dueño o por la empresa depositaria.
- Los bienes depositados deben encontrarse libres de todo gravamen o embargo judicial.

#### **Circulación del Warrant:**

Tanto el certificado de depósito como el Warrant son títulos negociables mediante endoso extendido al dorso del documento respectivo.

Pueden endosarse ambos documentos al mismo endosatario o a endosatarios distintos. Uno será el adquirente de los bienes o productos depositados, el otro será el acreedor otorgante del crédito.

El primer endoso debe necesariamente registrarse en la empresa depositaria, los endosos subsiguientes no requieren de registración (inscripción). Todos los firmantes del certificado de depósito o del Warrant son solidariamente responsables ante el último tenedor legítimo.

Los depósitos de esta operatoria pueden ser:

- **Fiscales:** aquellos que se encuentran ubicados en zonas aduaneras.
- **Particulares:** los más importantes en la actualidad. Requieren de la aprobación del Poder Ejecutivo para funcionar como tales y obtenida ésta debe publicarse en el Diario Oficial.

### 4.4.3. Ventajas de la operativa con Warrants

a) Para el tomador de fondos:

- Agilidad en la obtención de crédito y financiación del capital de trabajo. Empresas con grandes inventarios de materias primas, que no van a ser utilizadas por algún tiempo, pueden utilizar el warrant como forma de financiar este stock. De igual forma, cuando existan productos terminados o mercaderías que son producidas o compradas en cantidades importantes como forma de disminuir costos, pueden depositarse hasta que sean vendidas, obteniéndose financiamiento con ellas hasta que se concrete su venta.

- Dada la índole de la garantía real, permite que las tasas de interés sean significativamente menores a otras opciones de crédito.
- Sobre los productos depositados se constituye una garantía real que es la que se transmite con el endoso del título de warrant. De esta manera, se disminuyen los costos de obtener financiamiento, ya que el riesgo del préstamo no está dado por la solvencia de la empresa o productor, sino por la naturaleza de la garantía.
- Admite el fraccionamiento de las cantidades depositadas consignándose los productos por lotes, pudiéndose emitir Warrants por cada uno, con distintos vencimientos.
- Puede utilizarse como un mecanismo de resguardo ante la inestabilidad de precios.
- Este mecanismo permite evitar la venta de mercaderías en etapas de caída de precios, dada por sobreoferta de productos o por suba en el precio de algunos servicios, como el transporte en épocas de mayor demanda de los mismos.

Las mercaderías pueden retirarse antes del plazo estipulado mediante la cancelación anticipada del warrant. Por ley, el tomador del préstamo, tiene el derecho de cancelar anticipadamente el warrant, computándose los intereses convenidos hasta la fecha en que se concrete dicha cancelación. Esto permite al productor o comerciante concretar operaciones en las mejores condiciones que se le presenten.

#### b) Para el inversor

- Mayores tasas con bajo riesgo. Las mercaderías una vez «warranteadas» no pueden embargarse y ante la falta de pago son rematadas aún en caso de quiebra, incapacidad o muerte del deudor.
- En el caso que el warrant al vencimiento no fuese cancelado, el inversor pedirá a la Sociedad de Warrant el remate de las mercaderías depositadas. Este remate es extrajudicial y no se suspende por muerte del depositante, ni por concurso o quiebra, ni por otra causa que no sea por orden judicial escrita, previa consignación de los fondos adeudados.

El producido del remate será entregado por la Sociedad de Warrant al acreedor del préstamo. El Mercado de Valores es el encargado de la operación (Ej. Bolsa de Valores) registra, custodia y liquida las operaciones, siendo los costos menores a los del sistema financiero.

Una vez introducido el warrant a la negociación bursátil, el Mercado de Valores se realizan las registraciones y liquidaciones correspondientes a cada operación, y el título quedará depositado y custodiado, hasta su vencimiento o cancelación anticipada, dentro del sistema bursátil. Estos depositarios emiten dos tipos de documentos negociables, a saber:

- **El «certificado de depósito»**, que otorga a su tenedor el reconocimiento de la propiedad de los bienes depositados.
- **El Warrant**, que representa un derecho de crédito equivalente al valor de los bienes depositados y una garantía prendaria sobre esos bienes.

Si la empresa depositante desea:

- Vender los bienes depositados, debe entregar ambos títulos (certificado de depósito y Warrant).

- Obtener fondos líquidos, negociar únicamente el Warrant mediante endoso a favor del acreedor que lo asista crediticiamente.

Ambos títulos funcionan en forma independiente uno de otro. La sola negociación del Warrant, provoca la indisponibilidad de los bienes depositados, atento a que ellos quedan en garantía del crédito obtenido.

En resumen, la utilización del Warrant presenta entre otros, los siguientes beneficios:

- Facilita la administración de stocks, evitando su acumulación y sus costos financieros.
- Facilita la comercialización de los bienes depositados (mejor planificación comercial)
- Permite el acceso al crédito ya que el acreedor cuenta con una garantía real que no se encuentra alcanzada por situaciones personales o patrimoniales del deudor (fallecimiento, concurso o quiebra).

## CAPÍTULO 5

***Ec. Ana Inés Zerbino (República AFAP)***

### ***Introducción***

En primer lugar explicaremos el funcionamiento del sistema, y luego abarcaremos los siguientes aspectos:

- Breve descripción del sistema
- Las inversiones permitidas a las AFAPs.
- La composición actual de los fondos previsionales.
- Los requisitos formales para que las AFAPs puedan invertir en el sector privado.
- Los límites para invertir en este sector.
- El proceso de gestiones de inversión en el sector privado en este caso específico de República AFAP que es de lo que podemos hablar
- La posibilidad cierta de que las AFAPs puedan invertir en el sector agropecuario
- El concepto de un fondo de inversión cerrado y criterio básico de evaluación de un fondo de inversión cerrado.
- Finalmente la estimación de los costos que este tipo de inversiones puede tener cuando se acerca a los inversores institucionales o cuando se puede decir que se transforma en un instrumento financiero.

### ***5.1. Funcionamiento del sistema de capitalización individual***

Básicamente el funcionamiento del sistema, es una empresa con trabajadores que realizan sus aportes al BPS tanto los patronales como los personales, el BPS mensualmente vierte a las cuatro AFAPs en torno a los doce millones de dólares, ese dinero es invertido por las AFAPs en lo que se llama Fondos de Ahorro Previsional. Actualmente los fondos suman alrededor de los novecientos trece millones de dólares y esos fondos luego de ser invertidos, se realiza la acreditación en cuenta a través del valor cuota de los afiliados que haciende a 604.000 personas.

El fondo de ahorro previsional del sistema hace a la sumatoria de las cuatro AFAPs, y alcanza a los mil millones de dólares más o menos a diciembre, lo que representa un 4% del PBI y tiene una proyección de alcanzar en dieciocho años los diez mil millones de dólares lo que va a representar en torno al 40 % del PBI.

## 5.2. Inversiones permitidas a las AFAP (Ley 16.713)

Las inversiones permitidas a una AFAP están reglamentadas en el art. 123 de la ley 16.713 y básicamente se componen de seis literales:

- El literal A) que son los valores del Estado que tienen un límite máximo de 60 %, y luego lo que se conoce como Sector Privado, aunque no es solamente el sector privado lo que encontramos.
- El literal B) que son los valores emitidos por el BHU hasta un 30 %, depósitos en banco hasta un 30 % también, valores de empresas publicas o privadas y cuota parte de fondo de inversión, todos los cuales deben cotizar en un mercado formal hasta un 25 %, valores representativos de inversiones en sectores productivos hasta un 20 %, y préstamos al consumo garantizados por empresas hasta un 15%.
- Aquí una salvedad es que la sumatoria de los literales del B al F suman 120 %, o sea el máximo pero en realidad no podríamos optimizar cada uno de ellos, porque el máximo que autoriza la ley en este momento es que pueden sumar 60 %. Es decir se podía dar el caso de que las AFAPs hubiéramos invertido un 40% en valores del Estado y 60 % en valores de sector Privado.

## 5.3. Composición actual de los fondos previsionales.

Esta es la composición de los fondos previsionales del sistema al 31 de Mayo, aquí se encuentran los valores en millones de dólares y la participación respecto al total. El literal A es el que se encuentra mas cerca de su límite máximo, que son los valores del Estado Uruguayo, los otros literales se encuentran bastante más abajo de su máximo, por ejemplo BHU con un 15 % frente a un 30 % de posibilidad, depósitos a plazo también 18 % frente a 30 % y los otros bastante por debajo de lo que podría ser su potencial. Para esto hay distintas razones, pero entre ellas pueden citarse que el sistema es nuevo todavía, el mercado de capital se está desarrollando poco a poco y las alternativas de inversión no son todavía lo suficientemente variadas como para poder optimizar los límites privados.

Composición del Activo de los Fondos de Ahorro Previsional al 31/05/2002			
		MILLUS\$	Particip. Máximo
Literal A)		529	57,7%
Literal B)	Valores emitidos por el BHU	136	14,8% 30%
Literal C)	Depósitos a plazo fijo	168	18,3% 30%
Literal D)	Valores de empresas publicas o privadas y cuotas partes de fondos de inversión. Todos deben cotizar en un Mercado Formal	27	3,0% 25%
Literal E)	Valores representativos de inversiones en Sectores Productivos		0% 20%
Literal F)	Préstamos al consumo garantizados por empresas	14	1,5% 15%
	Disponible		4,8%
	<b>Total</b>	<b>918</b>	

Nos ocuparemos del Sector Privado, que son las acciones, obligaciones negociables de empresas públicas o privadas y las cuotas partes de fondo de inversión cerrados. Cerrados, no quiere decir que no cotizan en bolsa, si no justamente fondos que nacen con un capital definido y si un inversor se quiere salir necesita ir a una bolsa para vender su cuota parte, o sea no hay rescate por parte de la sociedad administradora.

#### **5.4. Requisitos formales para que las AFAP puedan invertir en el sector privado**

Dentro de los requisitos legales que impone la ley se encuentra **la calificación de riesgo** y el segundo gran requisito es **la oferta pública de cotización en un mercado formal**. Mercado formal viene a ser una bolsa de valores, están las dos bolsas, la Bolsa de Montevideo y la Bolsa Electrónica.

#### **5.5. Límites para invertir en instrumentos privados**

Habíamos dicho que el límite para este capítulo de inversión en el sector privado podía llegar a sumar el 25% del fondo previsional sin embargo existen también límites por emisor y en el sentido de que la sumatoria de todas las inversiones. Estos literales pueden llegar al 25 % pero por cada emisor existen límites propios, entonces, en éste caso estos límites por emisor están compuestos por dos partes, y opera la menor de las dos que puede ser el 3 % de Fondo Previsional de cada AFAP, o el 10 % del capital en el caso de las acciones. El 30 % de la emisión en el caso de Obligaciones Negociables, y el 30 % de la emisión en el caso de cuota parte de Fondos Cerrados.

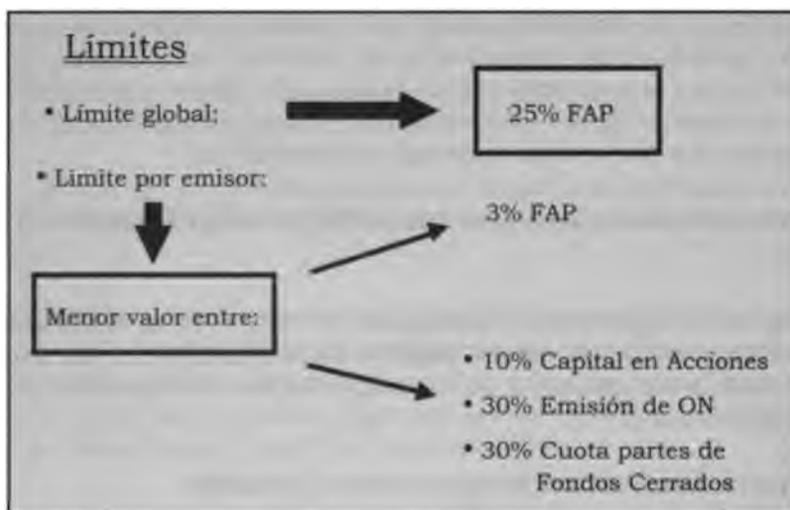
Margen global del sistema al 31/05/2002

25% FAP	Inversión Lit. D	Margen Lit. D
US\$ 229:	US\$ 27:	US\$ 202:

Margen por emisor al 31/05/2002

	Monto emisión (en millones de US\$)		
	5	10	30
Margen Sistema	US\$ 5:	US\$ 10:	US\$ 21:

Cuando miramos el margen por emisor, al ser un límite compuesto y operar el menor valor, con los cuatro ejemplos de acuerdo al monto de la emisión, y de acuerdo a las características de las cuatro AFAPs que existen en el mercado, nos daría que para una emisión de 5 millones de dólares las cuatro AFAPs podrían comprar 5 millones como máximo, o sea toda la emisión y en el caso de 10 millones también podrían llegar a tomar toda la emisión y en el caso de una emisión de 30 millones de dólares entre las cuatro AFAPs podrían tomar como máximo 21 millones, por lo cual habrían 9 millones que tendrían que colocarse entre otros inversores.

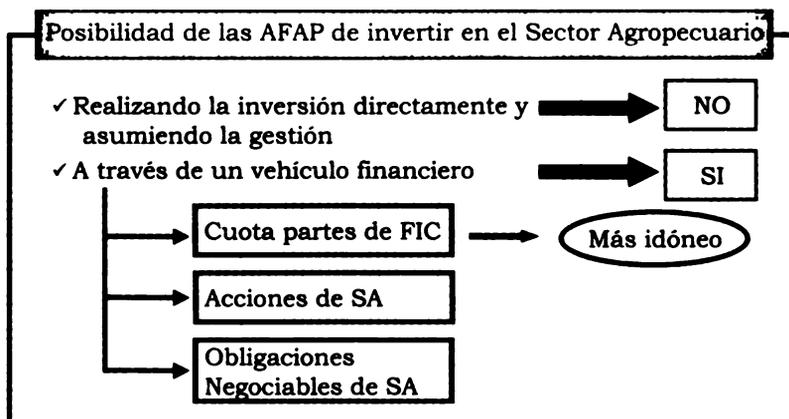


### 5.6. El proceso de decisión de inversiones en el Sector Privado de República AFAP

Dentro del sector privado marcamos cual es el proceso básico de decisión de inversiones de República AFAP. Consta de tres etapas, una primera donde el Departamento de Inversiones realiza y analiza la propuesta y realiza la recomendación al comité; el comité aprueba o desaprueba la recomendación, y en el caso de aprobar, pasa a directorio donde nuevamente el directorio tiene el poder de vetar o de ratificar la decisión de inversión.

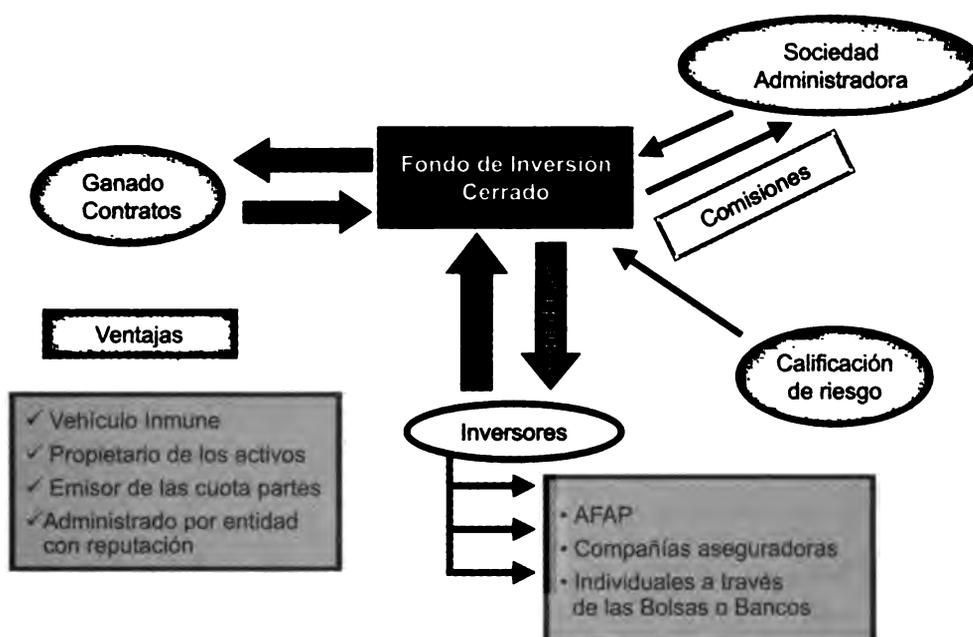
### 5.7. Posibilidad de las AFAP de invertir en el sector agropecuario

Acerca de la posibilidad que las AFAPs inviertan en el sector agropecuario, la única manera de hacerlo es a través de un Vehículo Financiero. Este vehículo financiero podría ser cualquiera de estos tres: cuota parte de FIC; Acciones de una S.A. y obligaciones negociables de una S.A. Una cuota parte de un fondo de inversión o comprando acciones en una Sociedad Anónima que sea explotadora de un negocio ganadero, o a través de obligaciones negociables de la Sociedad Anónima, es decir financiando una empresa. Nosotros creemos que **el vehículo más idóneo es el Fondo de Inversión Cerrado.**



### 5.8. Concepto de Fondo de Inversión Cerrado

Para que haya un Fondo de Inversión Cerrado tiene que existir primero una sociedad administradora que son sociedades controladas por el BCU. Esta sociedad es en general una institución vinculada a alguna institución financiera, pero no necesariamente. La sociedad administradora gestiona el fondo para lo cual el fondo le abona una comisión. Este fondo va a tener una calificación de riesgo. El fondo va a emitir la cuota parte adquiridas por inversores, por ejemplo las AFAPs, compañías de seguros, o inversores individuales a través de las bolsas de valores o el banco, los inversores aportan el dinero a cambio de la cuota parte. Con éste dinero se realizan las inversiones en ganado, los contratos, y todo lo que sea necesario para la gestión. Lo que entra al fondo son los activos que viene a ser en este caso el ganado.



Como decíamos nosotros entendemos que es el vehículo más idóneo, para que la AFAPs lleguen al sector agropecuario y aquí citamos cuatro ventajas que las pueden resumir:

- el fondo es un vehículo inmune, es decir que es un vehículo inembargable, o sea es independiente de la situación de los socios,
- el fondo es propietario de los activos, en este caso el ganado. Por lo tanto los inversores son propietarios del activo, lo cual es muy importante,
- el fondo es el emisor de las cuotas partes,
- el fondo está administrado por una entidad que tiene reputación, si es una sociedad administradora, es una entidad controlada por el BCU lo cual para los inversores es muy importante porque es quien les garantiza que el dinero va a ser aplicado a lo que se planeó en un principio.

## **Criterio básico de evaluación de un Fondo de Inversión Cerrado**

Brevemente vamos a analizar cual es el criterio básico de evaluación de un fondo cerrado que podríamos realizar en una AFAP. El objetivo es «estimar la rentabilidad esperada y el riesgo de la inversión determinando los factores que afectan los flujos del negocio». Tiene varias etapas:

### *Análisis del Negocio*

En primer lugar deberíamos analizar el negocio. Para nosotros es muy importante la idoneidad de la sociedad administradora y la evaluación del operador. Este viene a ser quien va a gestionar, y administrar el negocio. Será contratado, entendemos por la administradora, siendo fundamentales la transparencia y la seguridad jurídica dadas por los contratos y auditorías.

También debemos a analizar la calificación de riesgo que debe ser realizada por una calificadora, registrada en el BCU y finalmente el análisis del instrumento en sí, su riesgo y su retorno, comparándolo con otras alternativas de inversión que tenemos en ese momento.

### *Aspectos a tener en cuenta:*

- Situación del sector: crecimiento, estabilidad o declinación
- Grado de fluctuación del sector: variabilidad de ventas y utilidades ante cambios en el ciclo económico
- Grado de regulación y control por el Gobierno
- Factores de Demanda: expectativas, mercados, estacionalidad, factores sanitarios
- Factores de Oferta: competitividad del sector, capacidad actual y futura, barreras a la entrada

Muy rápidamente el análisis del negocio va a implicar analizar el sector, el grado de fluctuación del sector, si es un sector regular y controlado por el gobierno, que factores afectan en la demanda. Aquí están los factores sanitarios que en realidad los agregué para éste caso en particular, no lo teníamos dentro de los genéricos del análisis de inversiones. Los factores de oferta, la competitividad del sector, como está la capacidad actual, como es la capacidad futura.

### *Idoneidad de la administradora*

En segundo lugar queríamos referirnos a la idoneidad de la administradora: su capacidad de administrar, su respaldo el cual puede llegar a ser una exclusión financiera si le da permanencia al administrador, y su reputación.

### Aspectos a tener en cuenta:

- Capacidad de Administrar: experiencia
- Respaldo: institución financiera
- Reputación: entidad aceptable para los inversores
- Características: rentabilidad, plazo, salida del fondo
- Relación riesgo-retorno: comparación con otras alternativas
- Garantías: resguardos específicos de la emisión

### 5.9. Estimación de los costos de este tipo de herramienta financiera

Finalmente hubo mucha gente que nos dijo «en las AFAPs no pueden invertir porque agrega muchos costos, el producto no puede llegar a los inversores institucionales», tratamos entonces de hacer una estimación de cuales serían éstos costos que los requisitos legales y los inherentes a los inversores institucionales le agregarían a éste tipo de inversión, estimamos aquí los costos que identificamos como básicos y para distintos montos de emisión, o sea para una emisión de un millón, cinco o para una emisión de diez millones de dólares.

Concepto	Costo según monto de la emisión		
	US\$ 1:	US\$ 5:	US\$ 10:
Agente Fiduciario, de Custodia y Pago	0,30%	0,30%	0,30%
"Escrow Account"	0,05%	0,05%	0,05%
Sociedad Administradora	0,50%	0,50%	0,50%
Costo por cotización	0,12%	0,05%	0,05%
Calificación y Auditoría (Costo Fijo: US\$ 25.000)	2,50%	0,50%	0,25%
<b>TOTAL</b>	<b>3,47%</b>	<b>1,40%</b>	<b>1,15%</b>

Son todos costos puestos en puntos porcentuales anuales, entonces dijimos el agente fiduciario de custodia y pago le agregaría un costo de 0,30 % por año sin necesidad de tener una cuenta en la cual se acrediten los fondos, pero luego será aplicado un 0,05 %, la sociedad administradora un 0,50 % y el costo por cotizar en un mercado, éste es un costo que va variando. Todos los anteriores son costos porcentuales por lo tanto varían en función del monto, los que vienen ahora son aportes que si bajan a medida que aumenta el volumen de la emisión, y el costo cotización pasa de 0,12 % a 0,05 % y finalmente la calificación de auditoría la estimamos en 25.000 dólares por año que representa entre un 2,5 % y un 0,25 % según el monto, hicimos un total y realmente nos parece que para montos superiores a 5 millones de dólares no parece un costo que no se pueda soportar dada las buenas rentabilidades que prometen los proyectos.

### **Dr. Manuel Otero** **Representante del IICA en Uruguay**

Un quinquenio ininterrumpido de contracción económica, es un indicador por demás elocuente para sintetizar la profundidad de la crisis que afecta al Uruguay en su conjunto, a la vez que reafirma la necesidad impostergable de iniciar una fase sostenida de reactivación y crecimiento económico.

Para un país con una población de reducidas dimensiones y con su poder adquisitivo diezmado por la prolongada recesión, cualquier análisis que se realice concluye con claridad que el comercio internacional, a través de una agresiva política de exportaciones, constituye casi la única senda a transitar para generar un nuevo período de acumulación y riqueza.

A la hora de seleccionar las diferentes opciones para fortalecer la participación uruguaya en el contexto mundial, el eje compuesto por los productos agropecuarios y agroindustriales, representa el 75% de las exportaciones totales, cifra que refleja el protagonismo casi absoluto de este sector y el papel que está llamado a desempeñar para liderar cualquier estrategia exportadora.

Dos hechos positivos parecen apuntalar esta esperanza a partir del crecimiento del sector agropecuario de casi un 10% durante el primer semestre del año pasado y un mejoramiento de las exportaciones de más de un 5% durante igual período. Ambos indicadores confirman una tendencia que es preciso profundizar. Diversos estudios econométricos confirman que un incremento del 10% en las exportaciones tiene un efecto multiplicador que se traduce en un crecimiento del 1 % a nivel del PIB, a la vez que motoriza rápidamente la generación de empleos.

La concreción del nuevo esfuerzo que deberá hacer el sector agropecuario del Uruguay requerirá superar una serie de escollos entre los que sobresale, en primer término, el financiamiento del agro.

El país, como se señala a lo largo del libro, vive una situación inédita ante la mejora de la competitividad generada por la devaluación del peso uruguayo y la mejor rentabilidad de algunos rubros estratégicos debido al alza de los precios internacionales, coyuntura ésta que se hace difícil capitalizar en el corto plazo por los problemas de endeudamiento y la dificultad para acceder al crédito que confrontan las empresas agropecuarias. La falta de capital de giro les impide incorporar nuevas tecnologías que debe llevarlos a aumentar su oferta productiva y a mejorar los estándares de calidad, para estar a tono con las exigencias de la demanda de los mercados.

El endeudamiento que se triplicó en el curso de la última década equivale según cifras oficiales de 2001 al 110% del PIB agropecuario, y representa una deuda promedio de algo más de US\$ 20,000 por explotación agropecuaria, contraída principalmente en dólares y concentrada a nivel del BROU.

La crisis bancaria desatada a mediados del año pasado, que afectó tanto a bancos públicos como privados, cortó la cadena de pagos en el sector y echó por tierra cualquier posibilidad de financiamiento por la vía tradicional.

Para poder enfrentar con decisión este problema es necesario, en primer término, superar la visión tradicional del financiamiento concebido como el acto de aportar capital a una empresa, o el simple costeo de gastos para una actividad. La misma reconoce a los productores como únicos demandantes, al crédito como único producto, y a la banca pública y privada como únicos oferentes.

Hoy día la reactivación y mejor aún, la reconversión necesaria para intensificar y diversificar la oferta productiva exportable, así como ampliar el número de mercados a los cuales el Uruguay exporta, requiere, además de financiamiento, acceso a capital fresco. Aún abstraídos del problema de endeudamiento, la dotación de capital de las empresas agropecuarias y la necesidad de articular alianzas estratégicas más sólidas con otros eslabones de la cadena, plantea con claridad la necesidad de incorporar capital para innovación, para fortalecer los procesos complejos y articularlos dentro de la cadena, y para prospectar, acceder y mantener nuevos clientes y mercados.

El tema así dimensionado, demanda un enfoque mucho más complejo que el tradicional, dado que en él convergen un amplio espectro de oferentes bancarios y no bancarios, éstos últimos vinculados preferentemente al sector de provisión de insumos y comercialización, a lo que debe agregarse una gama de inversores institucionales y privados, no vinculados al sector. Dentro de esta nueva concepción, los productores no son más los únicos demandantes, siendo necesario incluir también a los restantes actores de la cadena agro productiva cuya articulación y sinergia es fundamental para promover su competitividad. Por último, se reconoce una amplia gama de instrumentos orientados, en algunos casos a reducir la percepción del riesgo y en otros a desarrollar nuevas formas de financiamiento directo no bancario. Todo esto, enmarcado en un espectro de instituciones, leyes y regulaciones.

Mientras se recupera la confianza de los ahorristas en el sistema bancario y se restituye la reputación del sector como prestatario, el acceso al mercado de capitales, surge, en consecuencia, como un objetivo ineludible.

En EEUU se estima que el 75% del financiamiento a empresas proviene del mercado de capitales; en Uruguay esta articulación es mucho más endeble y con un amplio campo para mejorar. El monto de recursos a este nivel, de acuerdo a algunos sondeos oficiales rondaría los US\$ 2000 millones, sumando los ahorros privados y los fondos previsionales.

De la mano de la necesidad, el gobierno ha procurado impulsar, de manera gradual y progresiva un proceso de cambios e innovaciones, a través de la aparición de nuevas herramientas financieras que canalicen el ahorro a la inversión en el sector.

Más allá de todos estos esfuerzos, parece ser evidente que el capital fluirá al sector agropecuario sólo en la medida que los tenedores de esos ahorros -institucionales o privados- vean en el agro oportunidades de inversión, seguras y rentables.

La visión tradicional de un agro a la defensiva, con recurrentes problemas de rentabilidad y expuestos a una serie de riesgos ajenos a su control, debe ser reemplazada por la de una imagen empresarial agropecuaria, con capacidad de respuesta productiva, tecnológica, de gestión, de integración en cadenas de valor y de acceso a mercados, y con el conocimiento e idoneidad suficientes en el manejo de instrumentos que minimicen los riesgos.

¿Cuales serían, entonces, algunos de los desafíos a enfrentar por los distintos actores comprometidos con esta nueva visión del financiamiento agropecuario a efectos de concretar el ingreso de un importante flujo de capitales que permitan al sector expresar todo su potencial?

**Poder Ejecutivo:**

- Profundizar el rumbo en el diseño de políticas sectoriales por rubros, para la generación y ejecución de propuestas que tengan en cuenta las características intrínsecas de cada uno de ellos.
- Propiciar una salida de largo plazo en el tema de endeudamiento.
- Asegurar continuidad en las políticas para transmitir una clara señal de estabilidad y credibilidad a los inversores.
- Asegurar el acceso a mercados, especialmente en el ámbito sanitario.
- Estimular y promover las exportaciones.

**Poder Legislativo:**

- Acelerar el debate y posterior promulgación de aquellas leyes que den seguridad jurídica a los inversores y flexibilidad en el manejo de los instrumentos.

**Productores y empresarios agropecuarios:**

- Fortalecer conductas empresariales promoviendo la apertura de las empresas para asociarse, recibir nuevos inversores y desarrollar alianzas con otros eslabones de la cadena agro productiva.

**Gremios representativos del complejo agroindustrial:**

- Transmitir tanto a nivel del Poder Ejecutivo como del Legislativo la impostergable necesidad de diseñar y aplicar leyes que favorezcan la adopción y uso de instrumentos innovadores de financiamiento.
- Transmitir ante la opinión pública la imagen de un sector agrícola y agroindustrial que, por sus márgenes de rentabilidad y seguridad, es una óptima alternativa de inversión.
- Crear dentro de las instituciones gremiales instancias profesionales de asesoramiento técnico/jurídico sobre aspectos de financiamiento a productores y empresarios agropecuarios.

**Organismos internacionales de financiamiento:**

- Ayudar a superar cuellos de botella u obstáculos institucionales para el acceso a capitales, tanto públicos como privados, con recursos estratégicos de cooperación aplicados a removerlos, o como disparadores de nuevos procesos, o fórmulas institucionales novedosas que promuevan la articulación de las cadenas productivas.

- Aportar recursos de crédito para mejorar la competitividad del sector y la integración de las cadenas, focalizando su aplicación a estos objetivos a partir de planes de producción y de negocios.

**Organismos de Cooperación Técnica:**

- Articular y compartir experiencias exitosas de financiamiento de otros países, con el fin de acelerar la adopción de nuevos instrumentos en el Uruguay.

- Actuar como "incubadora" para el acercamiento de oferentes y demandantes en la identificación de nuevos productos para el financiamiento agropecuario.

- Colaborar con el gobierno en la realización de estudios que hagan a la viabilidad de los instrumentos en proceso de diseño.

La definición de una nueva institucionalidad para el financiamiento rural será el detonante para las transformaciones que requiere el sector agropecuario a efectos de iniciar un proceso sostenido de crecimiento y mayor proyección en el comercio internacional.

- ABELLO, J.; OLLER, J. & VILA, J. (1996): «Introducción a las opciones financieras». EADA GESTION.
- ADELL, R. & KETTERER, J. A. (2000): Gestión de tesorería con futuros financieros. Editorial Gestión.
- ADELL, R.; ROMEO, R. (2000): Opciones y futuros financieros. Pirámide.
- BIERWAG, G. O. (1999): «Análisis de la duración. La gestión del riesgo de tipo de interés». Alianza Economía y Finanzas.
- BORJA J. (1995), «I rapporti internazionali delle città». Conferenza della Internazionale Socialista: Il governo delle sinistre e la città, 28-29 gennaio, Bologna.
- BORRELL, M. & ROA, A. (1996): Los mercados de futuros financieros. Ariel Economía.
- CASANOVAS, M. (1992): Opciones financieras. Pirámide.
- COMAS, J. (1992): Les opcions i futurs financers. Tbidabo. Commission of the European Communities - Directorate-General for Development: "Decentralized Cooperation. Objectives and Methods", Bruxelles.
- CORDONNIER, P.; CARLES, R. & MARSAL, P. Economía de la Empresa Agraria. Madrid, Mundi Prensa. (1973), 506 p.
- CUERVO GARCÍA, A., (1994). «Análisis y Planificación Financiera de la Empresa». Civitas. Madrid.
- DE LAS CASAS, & OTROS. (1997). Modernización de la institucionalidad de la agricultura y el medio rural. Instituto Interamericano de Cooperación para la Agricultura. San José, Costa Rica. Serie Desarrollo Sostenible de la Agricultura. 127 pags.
- DRUCKER, P. (1996) La administración en una época de grandes cambios. 252 p. Ed. Sudamericana. Buenos Aires.
- FERNANDEZ BLANCO, M. & otros autores (1991): Opciones, activos, mercado y valoración. Instituto OM y IEAF.
- FERNANDEZ, P. (1995): Opciones y valoración de instrumentos financieros. Ediciones Deusto.
- FERNÁNDEZ BLANCO, M. & OTROS, (1992). «Dirección Financiera de la Empresa. Pirámide. MADRID.
- FRANCIA, A. & GAVIDIA, R. (1982) Manual de Economía General. Buenos Aires. Hemisferio Sur. 407 p.
- FREIXAS, X.: Futuros financieros. Alianza Economía y Finanzas. FyO Futuros & Opciones. Web Site: [www.fyo.com](http://www.fyo.com)
- KETTERER, J. A. & LARRAGA, P. (1993): El mercado de futuros financieros. Papeles de Economía Española, núm. 29. Suplemento del Sistema Financiero.
- KOOPMAN, S.J.; HARVEY, A.C ; DOORNIK , J.A. & SHEPPARD, N. (1995). STAMP (Structural Time Series Analyser, Modeller and Predictor), version 5.0. Chapman & Hall.
- LAMOTHE, P. & PRIETO, F. (1992): Los activos de renta fija. Valoración y principios de gestión. Bolsa de Madrid.

- LAMOTHE, P. (1994): Opciones financieros. Un enfoque fundamental. Mc Graw Hill.
- LARRAGA, P. & otros autores (1998): Futuros sobre Índice. Ediciones Cinco Días.
- MARTIN, J. L. & RUIZ, R. J. (1993): El inversor y los mercados financieros. Ariel Economía.
- MARTINEZ ABASCAL, E. (1997): Futuros y opciones en la gestión de carteras.
- MARTINEZ FERRARIO, E. (1995) Estrategia y Administración agropecuaria. , Buenos Aires, Ed. Troquel SA, 647 p.
- MARTINEZ R. (1998). «Las transformaciones de la agricultura y la nueva institucionalidad». En: Agricultura, medio ambiente y pobreza rural en América Latina. Compilado por Lucio G. Reca.
- MAULEON, I. (1997): Inversiones y riesgos financieros. Espasa Calpe.
- MENEU, V.; NAVARRO, E. & BARREIRA, M. T. (1999): Análisis y gestión del riesgo de interés. Ariel Economía.
- NATENBERG, S. (1995): Option volatility and pricing strategies. Probus.
- ONTIVEROS, E. & BERGES, A. (1997): Mercados de futuros en instrumentos financieros. Pirámide.
- OSTROWSKI, B. (2000) Aspectos económicos y financieros de la producción ganadera. Buenos Aires. Facultad de Agronomía. CAR No. 26.
- OSTROWSKI, B. (1995) Formulación opciones financieras para sistemas ganaderos. Buenos Aires, Facultad de Agronomía - UBA, Cátedra de Administración Rural, (CAR No. 38).
- OSTROWSKI B. (1996.) Evaluación de la unidad económica de una explotación mixta de aptitud agrícola - tambera en el oeste de la Provincia Buenos Aires por el método de Programación Lineal. AAEA. XXVII Reunión Anual.
- PIRIZ, J. C. (1987) "Valores venales de la tierra. Aproximación a sus variables explicativas" Ministerio de Ganadería Agricultura y Pesca (MGAP), DGRNR, CONEAT.
- PUIG ANDREÚ, J.V. (1983). «Tratamiento y Planificación de Inversiones en las PYMES». Ibérica Europea de Ediciones. Madrid.
- SARSA LOPEZ, D. (1987): Manual de derivados financieros para las PYMES. Vicens Vives.
- SUÁREZ SUÁREZ, A.S. (1995). «Decisiones de Inversión y Financiación en la Empresa. Pirámide. Madrid.
- VALERO, F. J. (1990): Opciones e Instrumentos financieros. Ariel Economía.

## ANEXO 1

Fondos de tierras: una alternativa para el financiamiento de la producción agropecuaria.  
 Ing. Agr. Dr. Alfredo E. Picerno (OPYPA-MGAP)  
 Extraído del anuario de OPYPA, 2002.

### 1. Introducción

Desde mediados de 2001 el MGAP, en particular a través de la OPYPA, desarrolló una serie de acciones tendientes a, en primera instancia, generar información básica que permitiera explorar la factibilidad de la constitución de un Fondo de Tierras y, en un segundo momento, avanzar en la constitución de algún instrumento de esta naturaleza.

### 2. Objetivo de la Propuesta

El concepto básico pasa por "volver líquido" el principal activo de las empresas del sector - la tierra - aplicando esta liquidez a la mejora de su perfil financiero, sea porque se aplican los fondos generados por la enajenación de tierras al financiamiento de largo plazo de inversiones, o bien parcialmente al abatimiento de pasivos. Así, desde el punto de vista del sector se trata de generar una alternativa de financiamiento para la producción agropecuaria que se ajuste en costos, plazos y otras condiciones a las características generales de la misma (duración de los ciclos de producción, riesgos y rentabilidades esperados, garantías disponibles en las empresas, etc.) y al escenario de restricción de financiamiento en el mediano plazo definido a partir del nivel de endeudamiento bancario existente y de las escasas posibilidades de acceso a nuevos financiamientos bancarios (fuente de fondos tradicional del sector). Es evidente que el desarrollo de la crisis bancaria en 2002 no hizo más que reafirmar la vigencia de esta línea de argumentación.

Pero, la importancia de la propuesta se acrecienta al considerarse que también tiene por objetivo generar un instrumento para que inversores extra sectoriales, en particular de tipo institucional, encuentren una vía de acceso atractiva para la aplicación de fondos en actividades del sector en un contexto en el que han encontrado dificultades para orientar sus fondos fuera del circuito de la deuda pública.

### 3. Alcance de la propuesta

Cualquier iniciativa en la dirección que se viene planteando no debe introducir distorsiones de significación, ni en los mercados sectoriales ni en los extra sectoriales. En su origen es antes que nada, una alternativa para captar nuevos fondos (que superen las restricciones del financiamiento bancario) que financien nuevas inversiones. Podría vincularse sólo parcialmente a la resolución de algunas situaciones puntuales de endeudamiento, en particular si esto implica mejorar las condiciones de liquidez de la banca. Más allá de que en su gestación el Fondo pueda estar vinculado a la iniciativa pública, es imprescindible para su propia viabilidad que en el menor tiempo posible opere plenamente en el ámbito privado. Es esta un señal importante para los diferentes agentes involucrados, en particular en el sentido de que el cumplimiento de los contratos (compra venta y arrendamiento de activos) no será interferido. Para tener un impacto mínimo debe pensarse en un volumen de operación de significación. Asimismo, alcanzar este volumen mínimo de operación permitirá optimizar la estructura de costos fijos.

### 4. Aspectos básicos de funcionamiento del Fondo

Los estudios básicos realizados, así como diferentes iniciativas desarrolladas por agentes interesados en este tipo de propuestas, han evidenciado que así como no existe una única fórmula para llevar adelante un "Fondo de Tierras", también es cierto que tal tipo de iniciativa no necesariamente es adecuada para cualquier empresa agropecuaria. Tal como sucede con otros nuevos instrumentos de financiamiento que han estado en la discusión pública en los últimos tiempos, se trata de generar una alternativa novedosa, cuya conveniencia cada empresario deberá evaluar de acuerdo a sus condiciones particulares. La idea principal se centra en la venta de tierras (sin o con opción de recompra, en éste último caso para ser ejercida en un plazo seguramente no inferior a los 10 años) y en el inmediato arrendamiento a sus propietarios originales. De esta forma la empresa agropecuaria mantiene su escala original y obtiene fondos nuevos, probablemente a costos inferiores a los tradicionales y, con certeza, un importante desahogo financiero por un periodo muy extenso de tiempo.

Por su parte los inversores obtienen como renta por sus fondos el flujo de arrendamientos y el diferencial entre el precio de compra y de venta de las tierras.

Se trata por tanto de un Fondo dedicado a canalizar recursos extra sectoriales para operar en la compra-venta y arrendamientos de tierras. El Fondo adquiere de la empresa agropecuaria, propietaria de tierras, una fracción de las mismas. Esta fracción además de contemplar el valor de las inversiones a realizar y/o eventualmente deuda a amortizar, puede agregar un "plus" destinado a la constitución del propio Fondo. El "Fondo" y el propietario de la tierra pueden firmar un contrato de opción de re compra de la tierra. Por este contrato el propietario tiene la opción de comprar la tierra vendida en un lapso a determinar, en principio no inferior a los 10 años.

Pueden desarrollarse diversas modalidades de determinación de los precios, en particular en lo atinente al de la segunda compraventa. Paralelamente, el Fondo y el vendedor de la tierra firman un contrato de arrendamiento, por el que el último continúa trabajando las tierras que acaba de vender hasta que ejerza o no la opción de recompra. De esta forma el flujo de ingresos del Fondo tiene dos componentes: el flujo de arrendamientos cobrados anualmente por las tierras compradas y la valorización de la tierra (diferencial entre el valor de compra y el de venta, no importando desde este punto de vista si finalmente el comprador de tierra al Fondo es su propietario original o no).

Los estudios realizados sobre el comportamiento del precio de la tierra en el Uruguay evidencian que se atraviesa una coyuntura particularmente favorable para la concreción de iniciativas de este tipo en tanto la valorización de la tierra es la principal variable clave en la determinación de los resultados del sistema, por encontrarse esta variable en un "valle" y por ser favorable a su valorización el comportamiento esperado de las dos variables relevantes en la determinación del comportamiento de su precio. Por otra parte, se ha demostrado, en diversos análisis, que existe un margen razonable de rentabilidad como para pensar que el Fondo sea un instrumento factible y conveniente tanto para inversores como para receptores del financiamiento, siendo posiblemente necesarias mínimas modificaciones del marco regulatorio (ej. exoneración de ITP a las enajenaciones vinculadas a este tipo de operativa).

Para finalizar conviene insistir en que así como este tipo de iniciativa no se ajusta necesariamente a cualquier empresa agropecuaria, también puede formularse bajo diferentes tipos de planes de negocios, de forma tal que los contratos a celebrar se ajusten a las particularidades de diferentes situaciones.

## ANEXO 2

**Fondos de financiamiento de la actividad lechera (FFAL)**  
 Ing. Agr. Juan Peyrou & Ec. Mayid Sáder Neffa (OPYPA-MGAP)  
 Extraído del anuario de OPYPA, 2002.

### Introducción

Las posibilidades de desarrollo de un mecanismo de financiación en el sector lácteo mediante la securitización de un flujo de ingresos futuros han cobrado notorio destaque en los últimos meses, a partir del interés mostrado por algunos inversores institucionales, por el Banco de la República, por actores del sector privado nacional, también acompañado desde el sector público a través del Ministerio de Ganadería Agricultura y Pesca. Dicho interés se verifica en un contexto caracterizado por: (a) la cuasi inexistencia de crédito de corto plazo para financiar gastos del establecimiento y (b) el excesivo endeudamiento existente en la agropecuaria en general y la lechería en particular.

### Definición y Objetivos

El Fondo de Financiamiento de la Actividad Lechera (FFAL) es un instrumento para atender los problemas de financiamiento inmediato y de abatimiento del endeudamiento de la actividad Lechera. La securitización del FFAL garantiza el ingreso de recursos frescos de forma de obtener financiamiento en el corto plazo y abatir endeudamiento con el BROU (si existe). Como mínimo, el 60% de los fondos securitizados se destinarán para solucionar parte del problema de endeudamiento mediante la operativa de canje de deuda por bonos de deuda pública mientras que el restante 40% se destinarán a solucionar el crédito de corto plazo (para libre disposición). Se crea sobre la base del mercado de leche para el consumo. Se afecta una parte de este mercado en forma temporal (por un periodo estimado de entre 5 y 7 años), generando un flujo de fondos con destino explícito de apoyo a la producción lechera.

El FFAL se crea por ley y el flujo de ingresos provendrá de 0.84 pesos por litro de leche fluida destinada al consumo interno. El precio de la leche pasteurizada destinada al consumo es determinado administrativamente cada seis meses en el marco de un sistema de fijación, que se mantiene desde hace veintitrés años y se basa en la variación de los costos de la producción de leche en el establecimiento. Con el fin de evitar distorsiones en los precios dentro del mercado de leches fluidas para el consumo, el aporte también afectaría a las leches fluidas "no pasteurizadas" (la más representativa es la leche larga vida).

### Instrumentación del FFAL

#### Descripción del flujo de fondos

Mensualmente las empresas industrializadoras de leche depositarán la cifra de 0.84 pesos por litro de las ventas de leche destinada al consumo en el mes anterior. Las plantas actuarán como agente de retención, volcando al FFAL el monto retenido. Dicho monto se reajusta semestralmente utilizando como indexador la devaluación pasada. Las ventas son relativamente estables a lo largo del año, con una pequeña estacionalidad que determina mayores ventas en el invierno. En el año 2001 las ventas totales alcanzaron los 238 millones de litros, correspondiendo 218 millones de litros al consumo de leche pasteurizada y alrededor de 20 millones de litros al consumo de otras leches fluidas.

### Securitización del FFAL

Con el objetivo de obtener financiamiento para el sector lácteo, el flujo de fondos de los próximos cinco años destinado al FFAL podrá ser securitizado. De este modo se busca convertir una parte de los ingresos futuros, derivados de la remisión de leche con destino al consumo de leches fluidas, en valores negociables que serán vendidos a inversores institucionales. Por intermedio de las plantas industrializadoras de leche destinada al consumo se consolidará la venta inobjetable de dicho flujo de fondos, que pasará a ser propiedad de los inversores. El monto de financiamiento a obtener es de 25 millones de dólares, los aportes al FFAL se fijarán en alrededor de 3 centavos de dólar por litro de leche al consumo remitida mensualmente en un periodo entre 5 y 7 años. El motivo de flexibilizar el periodo de la inversión es para asegurar la tasa interna de retorno (TIR) convenida con el inversionista.

### Descripción del Negocio

Por intermedio de una Ley el MGAP sería el beneficiario del FFAL y estaría autorizado a cederlo en beneficio de un tercero. El MGAP abriría una cuenta en pesos en el BROU en la que las industrias depositarían las retenciones (aporte al FFAL) Un Banco Privado emitiría – por orden de los inversionistas – un certificado representativo de participación en la cesión (CRPC). Dicho Banco actuaría en nombre de los inversionistas entregando los 25 millones de dólares y el MGAP le entregaría la cesión del FFAL. El banco privado le entregaría al inversionista el CRPC (quedando en su custodia).

### Descripción de los flujos de dinero

1. En un primer momento los inversionistas entregan 25 millones de dólares al Banco emisor del CRPC.

1.1 El banco emisor le entrega al MGAP (a una cuenta en el BROU) los 25 millones de dólares obteniendo la cesión del FFAL (que es otra cuenta del BROU)

1.2 Una comisión formada por los productores y el MGAP dictamina de que forma se destinarán los fondos para cada productor remitente

2.1 En un segundo momento y con periodicidad mensual; la industria deposita las retenciones en pesos en la cuenta del Fondo en el BROU que fue securitizada por el MGAP.

2.2 Los fondos serán girados al Banco emisor del CRPC – en un periodo de tiempo estipulado – quien los cambiará a dólares o no según dispongan a los inversionistas



### Flujo de Fondos

El flujo de fondos estimado supone estabilidad en el consumo de leche fluida, una devaluación anual de 50% para el primer año, 40% para el segundo, 30% para el tercer, 20% para el cuarto, 10% para el quinto y sexto año. También se calculó un costo de administración del Fondo de 1% del total recaudado.

Por último, se estimaron las TIR (Cuadro 1) para un periodo de 5 y 6 años con indexación del aporte al Fondo de forma cuatrimestral y semestral.

## TIR del Flujo de Fondos en dólares

Tiempo (años)	Inversión Inicial (millones de U\$S)	TIR (%) Indexaciones cuatrimestrales	TIR (%) Indexaciones semestrales
5	25	11.8	10.8
5 y ½	25	15.2	14.2
6	25	17.6	16.8

**Riesgos****Riesgo Consumo**

El consumo de leche fluida es un flujo virtualmente estable, observado por un bajo coeficiente de dispersión. No existiría riesgo de sustitución entre leches nacionales o importadas dado que el aporte afectaría a todas por igual. Por otro lado, la sustitución del consumo de leche por otros productos se da en escenarios de aumentos del ingreso de las familias dado que son productos de mayor elasticidad ingreso.

**Riesgo cambiario**

Afectaría como máximo los flujos de fondos correspondiente a seis meses (por ser el plazo entre los ajustes) y equivaldría al diferencial entre la devaluación efectiva y la estimada en las proyecciones realizadas en la estimación (ver IV. Flujo de Fondos). Existiría la posibilidad de acortar los periodos de ajuste en escenarios en los que de forma persistente las tasas de devaluación e inflación fueran significativamente superiores a las estimadas.

**Riesgo Agente de Retención (industria láctea)**

Sería como máximo el monto de la retención de un mes dado que se le prohibiría vender leche en el mercado interno además de los castigos penales por apropiación indebida de fondos.

**Riesgo Banco**

Sería como máximo la recaudación de un mes dado que el MGAP tendría la libertad de que los fondos sean depositados en otra cuenta ante inconvenientes de cualquier índole con BROU.

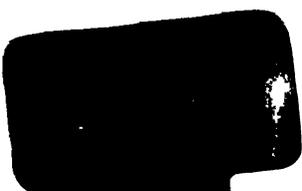
**Riesgo de "evasión"**

El consumo de leche fluida se ha mantenido estable en las últimas dos décadas con leves variaciones en algunos años. Por otra parte, los envases de la leche son elaborados principalmente con productos importados. De esta forma se contrastaría las ventas de leche realizadas por la industria y las importaciones de film de poliuretano o envases de tetra - pack realizadas.

**Riesgo Político o "Normativo"**

Es el riesgo de mayor magnitud. El negocio se sustenta en normativas elaboradas por el gobierno. El riesgo esta centrado en el Poder Legislativo dado que el FFAL se sustenta en la Ley 17582 del 2 de noviembre de 2002.







Instituto Plan Agropecuario

