

Financiamiento tradicional y la oportunidad del mercado de capitales

La cadena productiva del agro ha aumentado en forma importante su nivel de actividad, por lo que requiere realizar inversiones y su correspondiente financiamiento. A las tradicionales fuentes de fondos, en los últimos tiempos parece agregarse la alternativa de obtener recursos del mercado de capitales.

● **Escribe: Darío Andrioli**

Las decisiones de financiamiento, al igual que las decisiones de inversión, tienen como objetivo maximizar el valor de la empresa en el largo plazo.

Las inversiones, que en general son menos reversibles, se desarrollan en los mercados reales, mientras que las decisiones de financiamiento lo hacen en el mercado financiero.

Una de las funciones de los mercados financieros es transferir fondos de unidades económicas con excedentes, a unidades económicas con necesidades de financiar inversiones, ya sea de activo fijo o capital de trabajo. Existen dos formas de transferir recursos: con participación de un banco (intermediación

financiera), o en forma directa entre ahorristas y empresas emisoras de valores en el mercado de capitales (mercado denominado "desintermediado"). En general, en todas las empresas existe interrelación entre las decisiones de inversión, financiamiento y distribución de utilidades, pero en los agronegocios, por las características y riesgos de la actividad, esta interrelación aumenta.

Otra particularidad del sector es el importante requerimiento de inversión para reponer la capacidad productiva, incrementar la eficiencia, aumentar la escala o innovar incorporando tecnología. El Índice de Inversión de Maquinaria Agrícola (Idima), que elaboramos y publicamos en esta revista, continúa creciendo y alcanzando máximos históricos. Ese incremento de inversión, como lo muestran diferen-

tes estudios, genera aumento de productividad que contribuye positivamente a la competitividad del sector.

Existen, además, condicionantes en la política de distribución de utilidades, dados principalmente por la variabilidad de los resultados por factores climáticos y volatilidad de precios del agro, por las necesidades de inversión antes referidas y por la disponibilidad de crédito.

En general, el orden del financiamiento de los agronegocios ha seguido la teoría financiera denominada "pecking order", primero fondos internos, luego deudas y por último nuevos aportes de capital.

¿Cómo se ha financiado el agro en los últimos años?

Hace poco más de diez años, la crisis financiera de 2002 afectó severamente el crédito bancario

de las empresas de todas las actividades, incluido el agro que venía con un sobreendeudamiento importante, ya que sus préstamos superaban el valor de su PIB anual.

En los años 2003 y 2004, los Fondos Arroceros y Lechero, con la inversión de las Administradoras de Fondos de Ahorro Previsional (AFAP), contribuyeron con financiamiento para estos sectores y también el agro recibió los fondos de "inversores externos", tanto del exterior del país como de fuera del sector.

En los años siguientes, el sector se financió con ganancias retenidas provenientes de sus operaciones, con el mejoramiento del crédito de proveedores y con el inicio de la recuperación de los préstamos bancarios, principalmente en la agroindustria exportadora.

Por su parte, a partir de 2007



mejora en forma significativa la oferta de crédito de los bancos, principalmente por las Licitaciones de Financiamiento de proyectos del BROU y con los contratos de préstamos a largo plazo de los bancos privados. Adicionalmente, en 2008 se comenzaron a utilizar los beneficios tributarios brindados por la reglamentación de la Ley de Promoción de inversiones como fuente de financiamiento parcial de las incorporaciones de máquinas y equipamiento. Y es a partir del año pasado que comenzó a tomar mayor dinamismo la alternativa del mercado de capitales para financiar las inversiones del agro. En este marco, participamos en la Conferencia "Agronegocios y Mercado de Capitales: ¿una convergencia natural?", organizada por el Programa de Dirección de Agronegocios de la Universidad ORT. A fines de 2012 el total de préstamos al agro superaba los US\$ 1.600 millones, mientras que en 2008 era de 800 millones, lo que significa que se duplicó en cuatro años, creciendo a una tasa de algo más del 20% anual,

e incluso ha seguido creciendo en lo que va del presente año. Todos los subsectores del agro están utilizando el financiamiento bancario, además de ganadería, oleaginosos, arroz y lechería, figuran los servicios agrícolas con un 10% de los préstamos del sector. En general, los préstamos son en dólares, moneda funcional del agro, con tasas de interés en mínimos históricos y con baja morosidad. También los plazos del financiamiento bancario han aumentado algo, llegando a cinco o más años.

Sin duda que los buenos precios de gran parte de los productos agropecuarios y la rentabilidad del sector ha generado una mayor y mejor oferta de créditos por parte de los bancos.

Sin duda que los buenos precios de la gran parte de los produc-

tos agropecuarios y la rentabilidad del sector ha generado una mayor y mejor oferta de créditos por parte de los bancos.

Determinantes en las decisiones de financiamiento

Para la determinación de la mejor fuente de financiamiento, en general y en los agronegocios en particular, existen varios factores que se deben considerar.

En primer lugar, aspectos económicos vinculados principalmente a la tasa de interés, pero también a los costos de contratación como la comisión que pueden cobrar los bancos o por los gastos de emitir en el mercado de capitales. Puede incidir también el tratamiento tributario respecto a la deducibilidad en el IRAE de los costos del financiamiento. En segundo lugar, razones financieras como el destino del crédito, el plazo, la moneda y los montos necesarios. Desde el punto de vista teórico, el óptimo está dado por un plazo acorde con la capacidad de generar fondos de la inversión y en la moneda en que se generan los ingresos operativos.

También son importantes las garantías que se requiere constituir como respaldo de la deuda y otros compromisos que se asumen relacionados al control de la empresa, el cumplimiento de indicadores financieros y la política de dividendos.

En algunos casos pueden existir limitaciones por los requerimientos de información financiera y no financiera del sistema bancario y además de prácticas exigidas de gobierno corporativo para los emisores de valores. Al evaluar las fuentes de financiamiento inciden las características de la empresa, sus antecedentes y su nivel de endeudamiento. Cuando se agrega deuda en la estructura de financiamiento, en primera instancia reduce el costo de capital de la empresa, hasta que a partir de cierto nivel de pasivo puede crecer el costo por el riesgo de default.

Finalmente, existen algunas restricciones relacionadas a los financiadores e inversores como es el caso de topes en la cartera de inversiones de las AFAP o las políticas de riesgo de las instituciones bancarias, que pueden mitigarse con los créditos sindicados donde hay coparticipación de varios bancos.

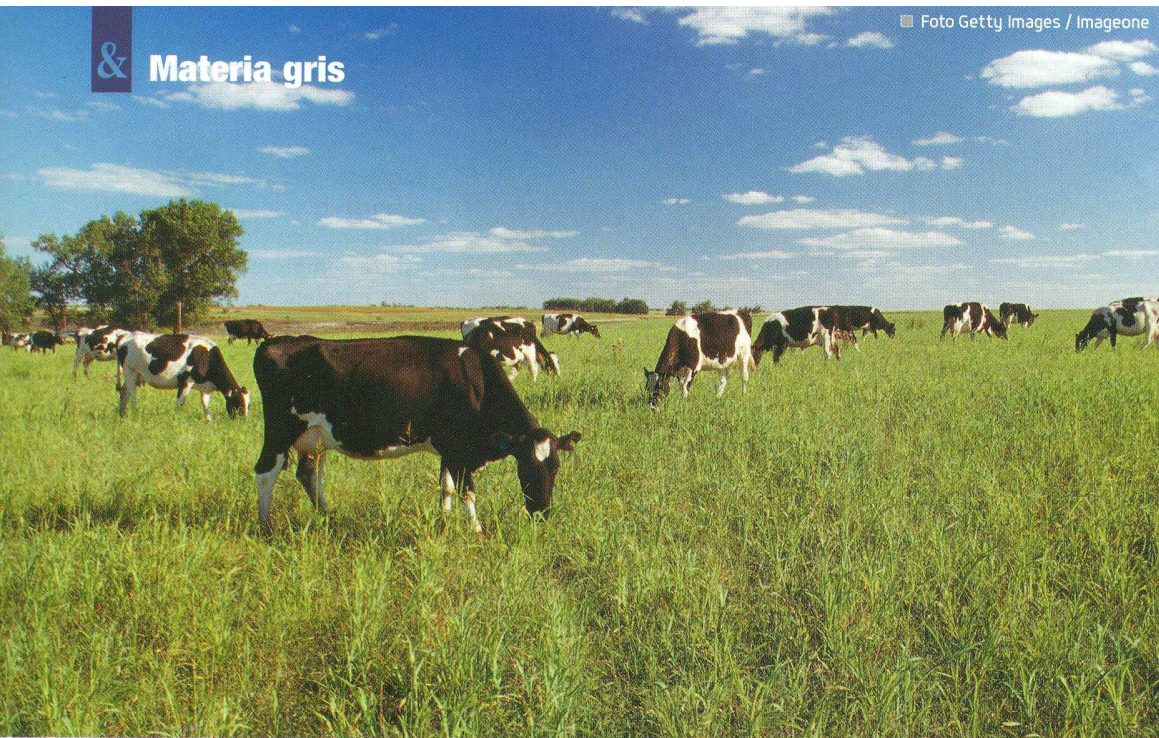
El mercado de capitales en Uruguay

Como decíamos, las necesidades de financiamiento de proyectos con fondos de terceros pueden ser cubiertas por el mercado de intermediación financiera o a través del mercado de capitales, que en nuestro país presenta un escaso desarrollo.

Si se mide el capital que maneja como porcentaje del PBI, esta relación en Uruguay es del orden del 3%. En consecuencia, es muy inferior a otros mercados de la región: Argentina y Chile superior al 100%, Brasil 90%, Perú 60% y Colombia 40%.

En ese ranking, Uruguay figura en el fondo de la tabla, apenas

& Materia gris



Darío Andrioli

Socio Director de Carle & Andrioli, Contadores Públicos, firma miembro de Geneva Group International. Consultor y asesor financiero de empresas. Profesor del Programa de Dirección de Agronegocios de Universidad ORT.

por encima de Guatemala, Nicaragua y Honduras.

Hoy listan en nuestra Bolsa de Valores solo siete empresas que cotizan acciones (hace cuarenta años eran unas setenta) y unas veinte empresas con emisiones de obligaciones negociables y fideicomisos financieros, varios de ellos relacionados con la cadena del agro.

Lo que ocurrió con los problemas de las obligaciones negociables de Granja Moro hace unos 15 años y la crisis de 2002 incidió en forma importante por la pérdida de confianza.

No obstante, en los últimos años se ha vuelto a manejar la alternativa del mercado de capitales, por las bajas tasas de interés de los depósitos, la Ley de Mercado de Valores de 2009 y algunos incentivos tributarios para las empresas que emitan capital y deuda mediante oferta pública.

La Ley de Mercado de Valores brinda más protección a los inversores con mayor regulación y exigencias a los emisores de valores (registro, auditorías, controles, etc.) y a los intermediarios de valores.

Así, en los últimos meses se han emitido valores de oferta pública relacionados al agro, como el Fideicomiso Financiero del Fondo

de Tierras con destino a la compra de campos para arrendar a un plazo de doce años y la oferta pública de acciones de UAG para inversiones en campos, tambos y tecnología.

Por varias razones entendemos que puede haber convergencia entre agronegocios y mercado de capitales, como el buen desempeño económico de los últimos años y por ser el agro intensivo en el uso de capital debido a la necesidad de inversión de largo plazo. Además, el agro tiene como respaldo el valor tierra que en el largo plazo se capitaliza.

¿Por qué puede atraer el agro al mercado de capitales?

Por varias razones entendemos que puede haber convergencia entre agronegocios y mercado de capitales, como el buen desempeño económico de los últimos años y por ser el agro intensivo en el uso de capital debido a la necesidad de

inversión de largo plazo.

Además, como expresé en la conferencia que referíamos el gerente de Inversiones de AFAP República, Martín Larzábal, el agro tiene como respaldo el valor tierra que en el largo plazo se capitaliza. Antes de 2002 la tasa de tendencia de aumento de valor era del 3% anual y en el boom en 10 años se multiplicó por 12 su valor en dólares. A su vez, indicó que la tierra brinda protección frente a la inflación y tiene menos volatilidad que los mercados financieros.

En ese sentido, además de lo que ya han invertido en los agronegocios, las AFAP están analizando varios proyectos que van de los 30 a 60 millones de dólares para inversiones en riego, forestales y agricultura intensiva.

Si bien los inversionistas para este tipo de proyectos pueden ser ahorristas individuales, en general son las AFAP las que potencialmente están en mejores condiciones de hacerlo.

Sin embargo, pueden existir algunas desventajas, ya que por las exigencias y costos de estructuración, la opción del mercado de capitales es para empresas y proyectos de mayor dimensión. Desde hace mucho tiempo se habla de la importancia de con-

tar con la alternativa de un mercado de capitales activo, que por diferentes factores no ha podido desarrollarse.

La Ley que regula el Mercado de Valores, buscando promover su eficiencia, prevé la protección de los inversionistas, exigencias y controles para los emisores, la profesionalización de la gestión de los participantes y algunos incentivos impositivos. La entidad emisora debe registrar los valores de oferta pública y adoptar adecuadas prácticas de gobierno corporativo, está obligada a divulgar los estados financieros y demás información relevante, así como a adoptar normas contables y de auditoría internacionales y contar con un Comité de Vigilancia. Por otra parte, la modificación del año pasado del régimen de promoción de inversiones brinda a las empresas emisoras la posibilidad de disminuir el impuesto a las rentas y al patrimonio con la introducción del indicador sectorial de desarrollo del mercado de capitales.

Estos elementos, unidos a un buen desempeño de los agronegocios, pueden en el mediano plazo dar dinamismo al mercado de valores local y brindar una alternativa adicional de financiamiento para el sector. &