

# UTILIZACIÓN DE LA FIGURA DEL FIDEICOMISO COMO UNA ALTERNATIVA VIABLE PARA FINANCIAR LA PRODUCCIÓN GANADERA

M. DE SANTIS<sup>1</sup> y SUSANA FORMENTO<sup>2</sup>

Recibido: 29/06/04

Aceptado: 19/08/04

## RESUMEN

La situación económica por la que atraviesa la Argentina hace necesario el surgimiento de nuevas y más eficientes estructuras de financiamiento de negocios, principalmente para el sector agrario. Como respuesta a este escenario, surge de este trabajo un análisis de una propuesta de crédito para el productor ganadero y se orienta a asegurar un sistema de crédito más accesible y barato que el bancario y adaptable a las características de la producción. *La figura del Fideicomiso es una alternativa atractiva para poder acceder a recursos provistos por fondos de inversión privada y/o de distintos sectores que actúan en el mercado de capitales.* La propuesta apunta a generar un vehículo financiero que ofrezca recursos para financiar a productores que tengan como actividad principal la cría de bovinos de carne. Es necesario crear un "Fondo de Inversión Ganadero" que absorba capitales de inversores interesados. El Fideicomiso garantizará el medio para poder vincular a los productores con el dinero invertido en el fondo generando un "negocio de capitalización de cría" que tendrá como fin la adquisición de la hacienda por parte del productor y la retribución de una renta proporcional al capital invertido por parte de los inversionistas.

**Palabras clave.** Fideicomiso, Fondo Ganadero, Financiamiento Ganadero.

## THE TRUST FUND AS AN ALTERNATIVE TO THE FINANCING OF CATTLE BREEDING

### SUMMARY

Due to the critical situation the country is going through, the need of new and more efficient structures of business financing is arising; especially for the agricultural and livestock rearing sector. This paper presents an analysis of a financing proposal for cattle rearers and breeders; its aim is to provide a loan system, which is more accessible and economical than the bank credits; adaptable to the characteristics of production. *The trust fund is an attractive alternative to be able to have access to those resources provided by private investment funds and/or different sections that interact in the financial markets.* The aim of this proposal is to generate a financial instrument to provide resources to finance producers whose main activity is the breeding of cattle. The requirement is to create a "cattle and rearing fund" to absorb the capital of the investors involved. The trust fund will guarantee the means to link the producers with the capital invested in the fund, thus generating a "cattle breeding mutual fund". The purpose of the latter will be the cattle take over by the producer and the pay of a rent in proportion to the principal amount.

**Key Words.** Trust Fund, Fund cattle, Financing cattle.

### INTRODUCCIÓN

La crisis actual del sistema financiero en la Argentina inhabilita temporalmente la posibilidad de financiación del sector agropecuario por parte de la banca comercial dado que la falta de confianza, "instrumento esencial que permite su normal actividad", imposibilita la colocación de fondos de ahorristas en bancos

---

<sup>1</sup>Licenciado en Economía y Administración Agraria. Estudiante Maestría Agronegocios y Alimentos FAUBA. E-mail: desantis@agro.uba.ar

<sup>2</sup>Profesora Cátedra Economía General, Área Legislación Agraria. Facultad de Agronomía UBA. Av. San Martín 4453 (C1417DSE) Buenos Aires. E-mail: formento@agro.uba.ar

privados y esto obstaculiza la financiación de los sectores productivos. Esta falta de credibilidad en el sistema expulsa la posibilidad de colocar fondos de los ahorristas en la banca privada generando así una masa de dinero para ser colocada que no encuentra posibilidades seguras ni rentables.

Actualmente, la oferta de créditos comerciales es a corto plazo y esto causa graves inconvenientes en el productor pequeño y mediano, porque lo obliga a vender apresuradamente el producto para cancelar el endeudamiento, con la consiguiente pérdida de oportunidades comerciales.

Las opciones de préstamo propuestas por los bancos no generan demasiadas expectativas entre los productores, por dos razones<sup>3</sup>:

1. Elevadas tasas de interés, a las que deben sumarse gastos administrativos, comisiones, impuestos y retenciones fiscales<sup>4</sup>.
2. Los créditos bancarios están destinados a quienes tiene sus impuestos al día y sus finanzas es un estado saludable, razón por la cual los productores endeudados o con juicios ante la AFIP, quedan al margen del sistema<sup>5</sup>.

Debido a esto, gran parte de la financiación real se está obteniendo por parte de los proveedores de insumos o a través de préstamos personales pero por montos muy bajos.

En este contexto, utilizar instrumentos alternativos de financiamiento que no requieran la intervención del sistema financiero tradicional permite alentar la producción agropecuaria de forma directa. Generar posibilidades para el ahorro de sectores que no estén directamente vinculados con el sector agropecuario. Aumentar así, tanto la participación de diversos actores en actividades productivas como la existencia de opciones de crédito, a medida de su demandante. De esta forma, la figura del "fideicomiso", se presenta como diferencial sobre los actuales sistemas de crédito y asistencia gubernamental, en especial para productores medianos.

El empresario agropecuario enfrenta dos situaciones distintas: por un lado la necesidad de recursos financieros externos para lograr un ritmo sostenido de crecimiento de su producción y por otro, la imposibilidad de acceso a financiamiento dado por las altas tasas de interés actuales.

Durante más de veinte años, las empresas agrícolas pequeñas y medianas se desarrollaron en un contexto económico de inestabilidad, con inflación y devaluaciones cambiarias constantes. El sector agrario asimiló producir sin capital operativo propio. Generalmente, eran negativas las tasas de interés reales pagadas por este capital, obtenido a través del crédito bancario o de proveedores; invalidando la utilización de herramientas para manejar las finanzas, e inhibiendo el desarrollo de estrategias eficientes de crecimiento y comercialización.

Las nuevas reglas de juego en los mercados internacionales exigen una toma de conciencia por parte de las empresas agrarias respecto a que, la clave de la rentabilidad, ya no depende sólo de un buen rendimiento en términos de rendimiento por hectárea. Una completa comprensión del mercado; una correcta elección dentro de las alternativas disponibles en materia de comercialización de la producción, la utilización de nuevos modelos contractuales para financiar el capital necesario para hacer frente al giro del negocio y la modernización tecnológica, se convierten en herramientas básicas para lograr una evolución empresarial exitosa.

Dentro de las características del mencionado sector agropecuario se pueden destacar: su elevada heterogeneidad y las diferencias de escala entre empresas. Esto coloca a las PyMEs en desventaja para acceder a recursos financieros.

---

<sup>3</sup>Bousiguez Hugo, consultor agropecuario. Revista Tiempo Agropecuario. Junio 2004.

<sup>4</sup>Es el caso de la provincia de Buenos Aires donde todo movimiento tiene una retención de Ingresos Brutos de 0,49%.

<sup>5</sup>Especialmente pequeños y medianos productores.

Pensando en el productor que se dedica exclusivamente a la producción ganadera, en la actualidad atraviesa un momento difícil para acceder al crédito. Los precios de la hacienda<sup>6</sup> no han sufrido un incremento tal que permita al productor capitalizarse en maquinaria, tecnología, animales, realizar inversiones que incrementen la productividad en sus pasturas y rodeos, etc.

Este productor para progresar y desarrollarse necesita disponer de financiamiento acorde a su actividad y con plazos razonables, que actualmente en el mercado de crédito no está presente y la tendencia en el corto plazo es hacia la falta de financiamiento bancario.

Por su lado, los bancos asocian al *sector agropecuario ganadero* con un perfil de actividad con las siguientes características:

- **Alto endeudamiento:** el alto nivel de endeudamiento de algunos segmentos de explotaciones agropecuarias, motiva su incapacidad para acceder a nuevos créditos y, por ende, es creciente la dificultad para hacer frente a los compromisos.
- **Necesidades financieras crecientes:** el nivel de endeudamiento de algunas empresas agropecuarias, determina que no puedan hacer frente a la amortización de los créditos tomados, esto se transforma en la necesidad de refinanciación y de mayores fondos para financiar el capital de giro de la empresa.
- **Alta morosidad con el sistema financiero:** tiene relación con el riesgo climático, los créditos solicitados y acordados, sin el correspondiente análisis de la capacidad de repago, una historia de no-pago vinculada a los bancos oficiales, etc.
  - Alta morosidad con los proveedores de insumos básicos.
  - Deficiente gerenciamiento administrativo y comercial.
  - **Alta capacidad productiva**, característica que les permite continuar subsistiendo (Mackeprang, 2002).

Ante esta realidad, las empresas ganaderas, deben re-direccionar la búsqueda de fondos hacia otros mercados; el mercado de capitales, podría ser un medio adecuado para responder a sus necesidades de financiamiento. Las empresas agrarias tienen una oportunidad para bajar los costos de financiamiento con otros vehículos financieros como la «Titulización» o «Securitización»<sup>7</sup>, mediante la emisión de títulos de deuda o de certificados de participación en fondos de inversión directa (FID) o en fideicomisos con objetivos específicos del sector.<sup>8</sup>

Vistos estos antecedentes, este trabajo partió de la afirmación de que “La figura del Fideicomiso es una alternativa interesante de analizar, permite canalizar de forma viable los fondos de ahorro privados para satisfacer la demanda creciente de crédito de los productores agropecuarios” y se propuso como **objetivos:** analizar la posibilidad de implementar esta alternativa de crédito no convencional (El Fideicomiso) para la producción ganadera, demostrando las ventajas que presenta este sistema con respecto a otras formas de ahorro y financiación.

---

<sup>6</sup>Actualmente el Índice de Novillo Mercado Liniers, se encuentran en el orden de los 0,7 U\$S.

<sup>7</sup>La Titulización o Securitización” es un procedimiento por el cual determinados activos ilíquidos (reales o financieros) son transformados en activos líquidos para su negociación en el mercado de capitales.

<sup>8</sup>Oscar Nava (IICA): Políticas de financiamiento de la producción agropecuaria (Doc. A-16); Estudio 1.EG.33.7, Componente A; **Prestamo BID 925/OC-AR**. Pre II. Coordinación del Estudio: **Oficina CEPAL-ONU en Bs. As.**, a solicitud de la Secretaría de Política Económica, Ministerio de Economía de la Nación.

### MATERIALES Y MÉTODOS

- Analizar la legislación vigente en la materia.
- Estudiar la figura del fideicomiso y analizar su utilización en la financiación de empresas ganaderas.
- Estudiar antecedentes del vehículo financiero y prácticas de mercado.
- Diseñar un modelo de fideicomiso utilizable para una empresa ganadera tipo.
- Realizar entrevistas con instituciones públicas y privadas que hayan trabajado en este tema.
- Desarrollar un análisis económico financiero utilizando el valor actual neto (VAN) como indicador y un análisis de sensibilidad modificando en forma alternativa un grupo de variables que se definieron como las más importantes.
- Confeccionar una comparación entre el negocio financiado por un fideicomiso y uno de capitalización tradicional.
- Recolectar información referida en nuestro país y experiencias de países latinoamericanos que hayan trabajado en el tema.

#### DESARROLLO: “El Fideicomiso”

El Fideicomiso (palabra del latín “fideicomisum” y del inglés “trust”) tiene sus antecedentes en la fiducia romana, negocio de confianza que permitía la transferencia de un bien a una persona de amistad con el objetivo de que este le diera a dicho bien algún destino determinado o para que el mismo sirviera de garantía de algún crédito.

El Fideicomiso es una figura jurídica que posibilita aislar bienes de diversa índole, flujo de fondos, derechos, etc. en un patrimonio independiente y separado que puede ser utilizado con diferentes finalidades. Se produce mediante un contrato, donde una persona le trasmite la propiedad fiduciaria de determinados bienes a otra, quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato hasta que se cumpla un plazo o condición al designado como fideicomisario.

Las partes del contrato son:

1. *Fiduciante*: persona física o jurídica que transfiere la propiedad de el o los bienes al
2. *Fiduciario*: recibe y administra la titularidad de los bienes a favor de los beneficiarios, puede ser una persona física o jurídica.
3. *Bienes fiduciarios*: generan un patrimonio especial.
4. *Beneficiario*: recibe los beneficios del instrumento, puede ser el mismo fiduciante.
5. *Fideicomisario*: es el destinatario final de los bienes o del remanente.

En la Argentina su implementación estuvo orientada en principio como mecanismo de financiación para la construcción de viviendas e instituido por ley 24.441 en el año 1995. Sin embargo, recién durante el año 2000, se han recreado alternativas para su utilización en otras actividades económicas, incluida la agroalimentaria.

El fideicomiso es un contrato que puede emplearse para la realización de ilimitados fines y negocios que pueden ser de la más variada naturaleza, otorgándole al instrumento versatilidad y flexibilidad. Tiene un menor costo financiero para las empresas que un crédito bancario y los inversores obtienen una rentabilidad mayor y garantía de cobro<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> www.mbadirecto.com; Osvaldo H. Soler, Enrique Carrica, Ernesto Nieto Blanc y José Moreno Gurrea, *FIDEICOMISO*, Buenos Aires, febrero de 2000.

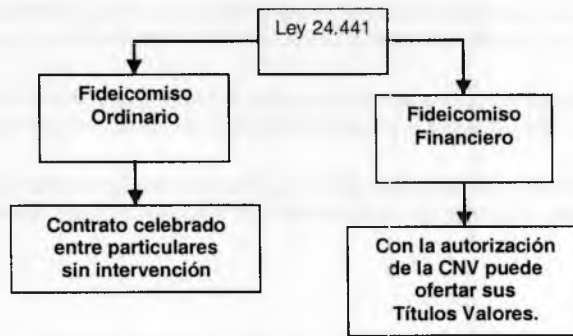


FIGURA 1. Tipos de Fideicomisos.

Algunas de las **ventajas** que presenta el fideicomiso respecto de otros mecanismos de organización y financiamiento de negocios son:

- Aísla los activos involucrados (embargos, concursos o quiebras no lo afectan).
- Es más flexible que la hipoteca y la prenda.
- Es adaptable al negocio específico que se pretende realizar.
- Brinda transparencia en el manejo de de fondos.
- Fortalece acuerdos societarios.
- Permite coordinar los vencimientos con los compromisos adquiridos.
- Conformar una excelente alternativa de crédito para las pymes que no tienen acceso a los bancos.

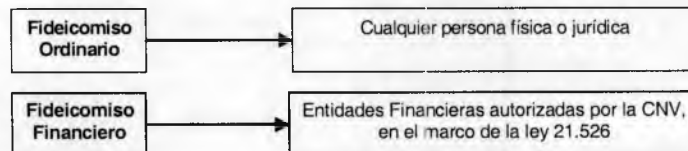


FIGURA 2. Quien puede ser Fiduciario.

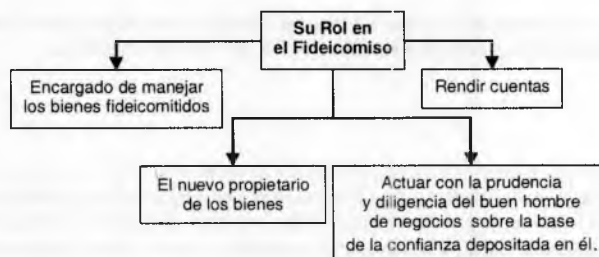


FIGURA 3. El Rol del Fiduciario en el Fideicomiso.

Para el caso de las empresas ganaderas la principal limitante para el acceso al crédito son las garantías. El uso de la **prenda**<sup>10</sup> sobre hacienda como garantía se encuentra muy limitada y solo se utiliza en casos muy especiales y con clientes determinados<sup>11</sup>.

Los problemas de garantías para el acceso al crédito se resuelven con la utilización del fideicomiso, ya que para ingresar en un fideicomiso se debe transferir la propiedad fiduciaria de los activos involucrados, funcionando esto como garantía del préstamo.

La utilización del fideicomiso con el fin de constituir una garantía es perfectamente válida y las transmisiones de bienes que se hagan al fiduciario no pueden ser cuestionadas por los acreedores del fiduciante<sup>12</sup>.

### ANTECEDENTES EN LA ACTIVIDAD GANADERA

La investigación sobre otras formas de crédito asociadas al sector agrario, tuvo como resultado una visión amplia del mercado de créditos en producto y los mecanismos de garantías respaldados en activos que estén vinculados a la producción. Se investigaron prácticas desarrolladas en la Argentina y otros países.

Sobre las bases de la experiencia de A. Klocker en Chile (1950) con sus plantillas ganaderas ofrecidas a pequeños productores<sup>13</sup>; la propuesta inédita hasta entonces (1980) en la Argentina con los Certificados de Carne que vinculaban al pequeño ahorrista y el productor ganadero, con el objetivo de explotar áreas ganaderas marginales<sup>14</sup>; el trabajo de FINAGRO en financiamiento para el sector y su proyecto con el INTA Bordenave para el diseño de un fideicomiso para la ganadería local; la asistencia técnica del IICA en iniciativas privadas para la producción de carne; se pone a prueba un Fondo de Inversión Ganadero Local sustentado por la creación de un Fideicomiso Financiero.

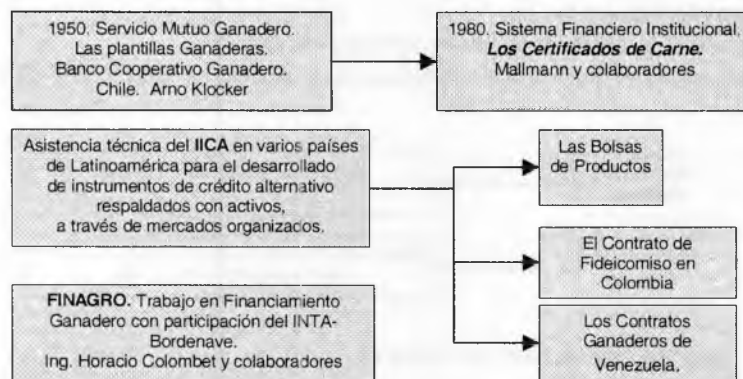


FIGURA 4. Antecedentes de mecanismos alternativos de crédito para financiar la producción ganadera. Experiencias Internacionales y en la Argentina.

<sup>10</sup>Es un contrato en garantía de pago, en el cual un tomador de crédito da un bien mueble de su propiedad al acreedor. Es un contrato accesorio al contrato de crédito. El marco legal es la Ley de Prenda, cuyo texto ordenado es el decreto N° 897/95.

<sup>11</sup>El BNA es uno de los pocos bancos que aceptó la prenda como garantía de crédito, tanto en maquinarias como en hacienda.

<sup>12</sup>La Ley, N° 14. *Fideicomisos de Garantía y Cesión de Flujos de Fondos Futuros e Indeterminados*. 21 de enero de 2004.

<sup>13</sup>Ing. Vanoni, E. N. *De la Explotación a la Empresa Rural*. Colección Conagras.

<sup>14</sup>Producción y Tecnología de Alimentos S.A. 1980. Argentina.

Estas experiencias junto a una extensa recopilación de información referida al fideicomiso, valieron de base para el estudio de la propuesta de financiamiento alternativo a productores ganaderos<sup>15</sup>, que se conforma de:

- ✓ Organizar un Fondo de Inversión Ganadero Local (**FIGL**) que capte dinero de inversores interesados para invertirlo en la producción.
- ✓ Financiamos a productores que críen bovinos de carne.
- ✓ El fideicomiso vincula a los productores con el dinero invertido en el fondo.
  - **Productores:** adquieren hacienda
  - **Inversores:** reciben intereses por el capital invertido
- ✓ La herramienta es un Fideicomiso Financiero, que emita títulos respaldados por los flujos de fondos futuros (**FFF**).

La figura del Fideicomiso estuvo orientada hacia otros negocios, más rentables o de menor plazo, es el caso de inversiones inmobiliarias (5 años), la agricultura (2 a 3 años), etc. El interés en estructurar la figura hacia la ganadería es muy reciente y sobre todo la canalización del ahorro privado hacia esta actividad. Crear un Fondo de Inversión Ganadero Local conforma una alternativa que no se limita sólo a entregar crédito en producto a ganaderos, sino que va más allá, conformando una herramienta de desarrollo local, ya que la ganadería no es una actividad de corto plazo y requiere del establecimiento de la población rural local. Desde el sector público se están desarrollando otras alternativas adaptables de Fideicomiso, es el caso de la financiación para la producción de Ajo.

### FUNCIONAMIENTO

Los ganaderos reciben un plantel de vacas a pagar en producto en el plazo de 10 años, por medio de un contrato similar al de la capitalización tradicional, para producir terneros<sup>15</sup> (Delgado, 2004).

Los actores de la propuesta son:

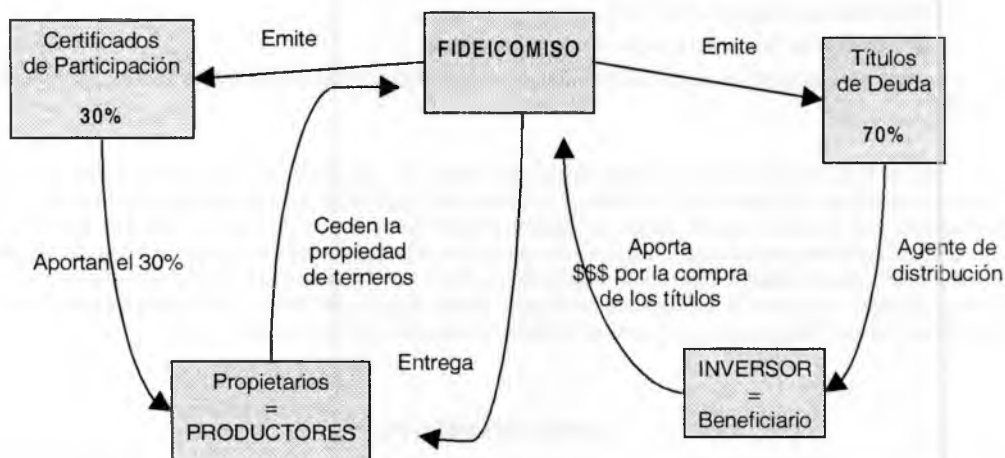
1. El **fiduciario**, una empresa autorizada por la Comisión Nacional de Valores (CNV) que actuará como fiduciaria financiera. Será el administrador y responsable legal del negocio.
2. Los **inversores**, aportarán las vacas preñadas. Si no tienen animales y sí dinero, el fiduciario será el responsable de la compra de los animales con el dinero de los inversores.
3. Los **operadores técnicos**, el mismo fiduciario deberá seleccionarlos, preferiblemente deben ser operadores con cierta trascendencia y reconocimiento local.
4. Los **productores**, recibirán los animales.
5. Entidad de **asistencia Técnica** (INTA, CREA, Sociedad Rural Local, etc.) que deberá asesorar y orientar a los productores.

Los inversores aportan kg de ternero al fideicomiso (si ingresar con dinero, vacas, etc., serán convertidos a kg de ternero). El fideicomiso recibirá de los productores tomadores kg de ternero (en concepto de pago de la deuda) y los pagos por deuda y equity<sup>15</sup> también se realizarán en esa moneda. Por lo tanto, no existe el riesgo de precio, quien aporte al fideicomiso aportará kg de ternero y recibirá kg de ternero. Si el fideicomiso recibe pesos comprará vacas con el consentimiento de los inversores<sup>16</sup>.

<sup>15</sup>Certificado de participación: son títulos que se emiten para el productor cuando entrega el 30% de los animales que recibirá. Estos títulos le dan al productor la propiedad del fondo y pagan el remanente.

<sup>16</sup>Ing. Horacio Colombet, (2003). Financiamiento a la actividad ganadera. Análisis de un fideicomiso de ganadería. X Jornadas Nacionales de la Empresa Agropecuaria.

Aquellos productores que deseen participar, inicialmente deberán ceder la propiedad del 30% de los animales que recibirán en total. si necesitan 100. deberán aportar al fondo 30 de su propiedad. Esos 30 animales (que no deben moverse del campo), se deberán marcar con las señales y marcas que el fideicomiso inscriba en el registro correspondiente (igual que las 70 que recibe). Con este proceso el productor cede la propiedad fiduciaria de los animales y recibe a cambio por el fiduciario, Certificados de Participación (acciones) equivalentes a su aporte (Ver Figura 5).



Fuente: elaboración propia a partir de información proporcionada por el Ing. Horacio Colombet FINAGRO. SAGPyA (2003).

FIGURA 5. Funcionamiento de la Propuesta Probada.

En el momento que los terneros/as tengan un peso de 160-180 kg serán entregados al fiduciario que los liquidará en el mercado. **El producido del fideicomiso lo afectará a sus obligaciones:** primero retribuirá los equivalentes kg de ternero más el interés a los inversores en títulos de deuda. Luego deberá saldar los gastos en los que incurrió el fiduciario por administrar el patrimonio fideicomitado. Y el último en cobrar será el poseedor de los Certificados de Participación, quién recibe el remanente de las ventas realizadas, en este caso serán los productores ganaderos que reciban los planteles.

### EVALUACIÓN ECONÓMICA

Para determinar si el negocio de invertir en ganadería de cría con un fideicomiso resulta rentable, tanto para el inversor como para el tomador o receptor del financiamiento, se realizó un análisis comparando el negocio financiado a través del Fondo de Inversión con una capitalización tradicional, donde el dueño del campo toma animales y a cambio de su cuidado, alimentación y control recibe el 50% de los terneros destetados.

El indicador económico financiero utilizado como herramienta de decisión es el valor actual neto (VAN). Se realizó un análisis económico financiero modificando en forma alternativa un grupo de variables que se definieron como las más importantes. Estas variables son:



1. % de destete logrado
2. % de capitalización
3. Precio de kg de ternero
4. Precio de las vacas
5. Número de terneros para gastos operativos del Fiduciario
6. Plazo del fideicomiso.

#### Datos para el cálculo del VAN

- ✓ Rodeo total: 100 vacas.
- ✓ Peso vaca madre: 400 kg.
- ✓ Precio por kg. vaca madre: \$ 1,8.
- ✓ Porcentaje de destete: 80%.
- ✓ En el Fideicomiso: el productor aporta 30 vacas (*Cert. Participación*), recibe 70 del fondo y los toros.
- ✓ Recibe a lo largo de 10 años 53 terneros.
- ✓ Al 10 año el productor recibe la propiedad de las 70 vacas y toros quedándose con 100 madres.
- ✓ El plazo del Fideicomiso es a 10 años.
- ✓ Sistema de devolución del préstamo: Francés, de cuota fija. El productor devolverá todos los años 23 terneros, en concepto de pago de intereses (10%) y deuda
- ✓ Los costos operativos del fiduciario se fijaron en 5 terneros por año.
- ✓ Costos de producción: \$10.000/año.

CUADRO N° 1. Datos para el cálculo del VAN para el Fideicomiso.

FIDEICOMISOGANADERO	
Vacas	100
Fondo	70
Productor	30
Destete terneros	80
TERNEROS FONDO	
Intereses (10%)	-22
Gastos operación	-5
Cert. Participación	-23
<b>Total</b>	<b>50</b>
TERNEROS PRODUCTOR	
Producción	30
Cert. Participación	23
<b>Total</b>	<b>53</b>

CUADRO N° 2. Datos para el cálculos del VAN en la capitalización.

CAPITALIZACIÓN		
Porcentaje de Capitalización (*)		0,5
Propiedad	vacas	terneros
Productor	30	24
Capitalizador	70	28,0
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>52,0</b>

(\*) consideramos que es el histórico.

CUADRO N° 3. Resultados del VAN.

Año	Productor con Fideicomiso	Productor con Capitalización
1	8.773	8.387
2	8.773	8.387
3	8.773	8.387
4	8.773	8.387
5	8.773	8.387
6	8.773	8.387
7	8.773	8.387
8	8.773	8.387
9	8.773	8.387
10	59.173	8.387
<b>VAN</b>	<b>73.340</b>	<b>51.536</b>

La alternativa de ingresar en un fideicomiso para financiar la compra de vacas de cría resulta más rentable que el negocio de capitalizar a 10 años. Esta mayor rentabilidad está dada fundamentalmente porque al décimo año el productor del fideicomiso paga toda la deuda y recibe la propiedad de las 70 vacas y toros, más las 30 que ya tenía conforma su rodeo en 100 madres. Al flujo anual del año 10 se le suman \$ 50.400 que representan el valor de las 70 madres.

Alterando el **porcentaje de capitalización** al 60% el VAN asciende a 63.703 no superando todavía el resultado del fideicomiso, que se muestra más rentable por una diferencia de 9.637. El flujo anual supera al fideicomiso por 1.594, la capitalización recibe 57,6 terneros y el productor del fideicomiso 53. El VAN de la capitalización es superior a partir de un 68% de capitalización.

**Porcentaje de destete.** El flujo anual del fideicomiso resulta superior a partir de un 77%. Con un 80% de destete el VAN del fideicomiso es superior en 21.804 y el flujo anual por 386, con un 82% la diferencia asciende a 23.325 y el flujo anual a 634.

CUADRO N° 4. Calculo del VAN con un 77% de Destete.

Año	Productor con Fideicomiso	Productor con Capitalización
1	7.713	7.698
2	7.713	7.698
3	7.713	7.698
4	7.713	7.698
5	7.713	7.698
6	7.713	7.698
7	7.713	7.698
8	7.713	7.698
9	7.713	7.698
10	58.113	7.698
<b>VAN</b>	<b>66.821</b>	<b>47.299</b>

Con un 73% el VAN del fideicomiso es de 58.131 y el de la capitalización 41.650, pero el flujo anual es mayor para la capitalización en 480, la capitalización recibe 47,5 terneros y el fideicomiso 46.

Con respecto al **peso de destete** tanto el VAN como el flujo anual permanecen mayores para el fideicomiso, para pesos superiores a 170 como inferiores. En este sentido el fideicomiso ofrece siempre mayor margen.

Los indicadores con mayor sensibilidad fueron el **precio del ternero** y el de las **vacas**.

**Precio ternero:** debajo de 2 \$/kg el flujo anual de la capitalización resulta más rentable, se necesitan más de 2 terneros para pagar una vaca, esto hace que el flujo anual sea menor para el fideicomiso pero no altera la superioridad del VAN. Con un precio por debajo de 2 \$/kg el productor del fideicomiso percibe menos terneros que la capitalización porque necesita entregar más al fondo para hacer frente a sus compromisos.

**Precio vaca:** el precio de indiferencia es de 1,89 \$/kg. Por debajo, es superior el fideicomiso y por encima la capitalización; el VAN sigue siendo mayor para el fideicomiso hasta un precio de 3,2 \$/kg donde el VAN de la capitalización comienza a ser mayor por una diferencia de 105. Si el precio de la vaca se encuentra en \$ 3 el del ternero como mínimo estará cerca de los \$ 4, con lo cual el VAN del fideicomiso asciende y se muestra más rentable.

La **duración del fideicomiso**, el plazo de indiferencia para el flujo anual es de 9,2 años, el VAN es mayor para el fideicomiso. El punto de indiferencia para el VAN es con un plazo de 5,74 años, el flujo anual es mayor para la capitalización. Esto es porque el productor en capitalización permanece recibiendo 52 terneros y el del fideicomiso 43, ya que debe pagar por la deuda una suma de 32 terneros más los 5 de gastos.

**Terneros para gastos** del fiduciario. Hasta 6 terneros el flujo anual del fideicomiso sigue siendo mayor, pero al disminuir la comisión el flujo comienza a superar ampliamente la capitalización.

### FODA

Para investigar la figura del fideicomiso, se realizó un análisis interno de sus fortalezas y debilidades, y desde lo externo las oportunidades y amenazas que se presentan para su utilización como herramienta de crédito.

<p><b>FORTALEZAS</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Legislación específica que regula su uso.</li> <li>• Instrumento flexible y adaptable a diversas actividades.</li> <li>• Bienes fideicomitados separados, no sujetos a la Ley de Quiebras.</li> <li>• Administración fiduciaria a cargo de una organización reconocida (persona física o jurídica)</li> <li>• Autoridad de aplicación Comisión Nacional de Valores (para Fideicomiso Financiero)</li> <li>• Certificados de participación negociables: se pueden comprar y vender en cualquier momento.</li> <li>• Permite el diseño de estructuras jurídicas precisas según el objetivo.</li> <li>• Puede combinarse con otras herramientas financieras.</li> </ul>	<p><b>DEBILIDADES</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Es un muy nuevo el instrumento financiando actividades agrarias.</li> <li>• Deben trabajar en conjunto varios actores.</li> <li>• Generalmente la Administración Fiduciaria está a cargo de entidades bancarias.</li> <li>• La organización suele demorarse por cuestiones burocráticas que en muchos casos dificultan la relación con los inversores.</li> <li>• Desconocimiento de la herramienta de financiación por parte de productores agropecuarios.</li> </ul>
<p><b>OPORTUNIDADES</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Baja utilización de créditos bancarios por el alto costo en la tasa de interés.</li> <li>• Desconfianza en el sector bancario.</li> <li>• Posibilidad de articular exenciones impositivas.</li> <li>• Alternativa de financiamiento para el ahorrista.</li> <li>• Desplazo de la ganadería hacia zonas marginales y de productores descapitalizados.</li> <li>• Falta de conocimiento de la herramienta por los productores.</li> </ul>	<p><b>AMENAZAS</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Situación socio-política</li> <li>• Entorno financiero</li> <li>• Nivel de la tasa de interés</li> <li>• Problemas sanitarios</li> <li>• Liquidez de productores mixtos por el efecto soja</li> </ul>

Fuente: adaptado de Oscar Nava (IICA). 2003.

### RESULTADOS

Las variaciones que se producen en los resultados del negocio demuestran que las variables consideradas resultan de singular importancia a la hora de definir el contrato.

Es importante resaltar que en un negocio a 10 años hay que considerar imprevistos y modificaciones que no pueden contemplarse en un análisis teórico y que pueden alterar la decisión original. Es el ejemplo

del productor que se encuentra en una capitalización y que seguramente retendrá vientres, con el correr del tiempo tenga más madres y perciba no un porcentaje de terneros sino el destete total de sus madres antes que el productor del fideicomiso.

Si bien no es sujeto de este estudio se puede afirmar que dadas las opciones existentes hoy para el ahorrista común, este tipo de instrumentos se presenta como una interesante alternativa de inversión.

Un concepto destacable del fideicomiso es su versatilidad para financiar, la propuesta del Fondo Ganadero no se limita solo a capitalizar inversiones en madres, también permite el desarrollo de otras como pasturas, fertilizaciones, modernizar alambrados, compra de maquinaria, de reproductores, etc. El productor puede recibir capital ingresando al fondo con un aporte de animales y como garantía ofrecer sus activos en producción (vacas y terneros)<sup>17</sup>. El reintegro del monto estará expresado en producto (terneros), a una tasa accesible y con 10 años de plazo (Colombet; 2004).

### CONCLUSIONES

-La instrumentación de un fideicomiso para financiar la actividad cría vacuna resulta viable. El Fideicomiso es un instituto que permite superar las restricciones de acceso al financiamiento bancario de las PyMEs, y que reduce el riesgo del negocio pero no el riesgo sistémico de la actividad.

-La incorporación de vientres para un productor a través del fondo analizado es más conveniente que hacerlo a través del negocio de capitalizar durante 10 años. Para el productor ganadero es una ventaja ya que le permite aumentar el plantel de vacas de cría con menor costo que si lo hiciera a través de la capitalización.

-El VAN muestra mayor rentabilidad que el negocio de la capitalización. Esto se debe principalmente a que el productor del fideicomiso en el año 10 recibe la propiedad de las vacas.

### AGENDA FUTURA DE INVESTIGACIÓN

Adecuar el Fideicomiso en el financiamiento de otras actividades:

- Ganadería ovina
- Lechería
- Vid
- Producción forestal
- Producción frutícola
- Producción hortícola
- Miel
- Ajo

Realizar un Análisis estratégico y una evaluación económica de cada negocio.

---

<sup>17</sup>El productor debe ceder la propiedad fiduciaria al fideicomiso de un porcentaje de vacas, que funcionan como garantía. El fideicomiso le compra otras vacas, las integra al fondo y el productor se hace del efectivo para luego realizar las mejoras en su establecimiento. El productor pagará la deuda con terneros, por las vacas que reciba.

**BIBLIOGRAFÍA**

- COLOMBETH H.H. 2003. Financiamiento a la actividad ganadera. Análisis de un fideicomiso de Ganadería. X Jornadas Nacionales de la Empresa Agropecuaria. Tandil. 16 p.
- COLOMBET, H.H. 1997. Financiamiento del sector agropecuario: marco global e instrumentos disponibles. Buenos Aires.
- DE SANTIS, M. y S. FORMENTO. 2004. Utilización de la figura del Fideicomiso como una alternativa viable para financiar la producción ganadera. Trabajo Final para optar por el título de Licenciado en Economía y Administración Agraria. FAUBA. 124 p.
- ERPEN, M. 1999. Cómo Financiar a la Empresa a través del Mercado de Capitales. IAMC, Cuaderno de Investigación N° 12. 28 p.
- GOBATO, A. 1998. Fideicomiso, breves notas.
- HERNÁNDEZ J, y P. ARIAS. 2001. Las Bolsas de Productos. Una alternativa para la modernización de la comercialización y el financiamiento del Sector Agropecuario en los países en desarrollo. BNA (Bolsa Nacional Agropecuaria). Colombia. 274 p.
- Ley 24.441. 1995. El Senado y la Cámara de Diputados de la Nación Argentina. 6 p.
- NAVA, O. (IICA). Políticas de financiamiento de la producción agropecuaria (Doc. A-16); Estudio I.EG.33.7, Componente A; Prestamo BID 925/OC-AR. Pre II. Coordinación del Estudio: Oficina CEPAL-ONU en Bs. As., a solicitud de la Secretaria de Política Económica; Ministerio de Economía de la Nación. 49 p.
- MALUMIÁN, N.; A.G. DIPLOMATTI y P. GUTIÉRREZ. 2001. Fideicomiso y Securitización. Análisis Legal, Fiscal y Contable. Editorial La ley. 645 p.
- SOLER, O.H.; E. CARRICA; E. NIETO BLANC y J. MORENO GURREA. 2000. Fideicomiso. [www.mbadirecto.com](http://www.mbadirecto.com) .57 p.