



**DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA
UNIVERSIDAD NACIONAL DEL SUR**

**MAGÍSTER EN ECONOMÍA AGRARIA
Y ADMINISTRACIÓN RURAL**

**EL FIDEICOMISO COMO HERRAMIENTA DE FINANCIACIÓN
APLICADA A LA CAPITALIZACIÓN GANADERA.
ESTUDIO DE CASO FONDO GANADERO INTA BORDENAVE**

Ing. Agr. Carlos A. Torres Carbonell

Directores: Lic. (M.Sc) Jorge Cincunegui

Ing. Agr. (M.Sc) Miguel A. Adúriz

BAHIA BLANCA

ARGENTINA

2008

PREFACIO

Esta Tesis se presenta como parte de los requisitos para optar al grado Académico de Magíster en Economía Agraria y Administración Rural, de la Universidad Nacional del Sur y no ha sido presentada previamente para la obtención de otro título en esta Universidad u otra. La misma contiene los resultados obtenidos en investigaciones llevadas a cabo en la cátedra de Evaluación de Proyectos de Inversión, dependiente del Departamento de Economía durante el período comprendido entre el 9 de Agosto de 2007 y el 7 de Mayo de 2008, bajo la dirección del Profesor Titular, Lic. (M.Sc.) Jorge Cincunegui del Departamento de Economía y el Profesor Asociado, Ing. Agr. (M.Sc.) Miguel Adúriz del Departamento de Agronomía.

Departamento de Economía
Universidad Nacional del Sur

ÍNDICE

RESUMEN_____	i
SUMMARY_____	ii
INTRODUCCIÓN_____	1
MARCO DE REFERENCIA_____	11
MARCO TEÓRICO_____	14
EL FIDEICOMISO FINANCIERO “FONDO GANADERO” COMO ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN PARA LA CAPITALIZACIÓN GANADERA_____	31
METODOLOGÍA_____	44
RESULTADOS Y DISCUSIÓN_____	56
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES_____	64
BIBLIOGRAFÍA_____	67
ANEXOS:	
(I) El Financiamiento Agropecuario_____	71
(II) El Fideicomiso en Argentina_____	96
(III) El Fideicomiso Financiero Fondo Ganadero INTA Bordenave_____	130
(IV) Evaluación Proyecto de Inversión: Capitalización de Cria Vacuna bajo Distintas Fuentes de Financiamiento	
(a) Estructura Productiva_____	147
(b) Fideicomiso Financiero Fondo Ganadero INTA Bordenave_____	154
(c) Crédito Banca Privada_____	158
(d) Crédito Banca Estatal de Tasa Subsidiada_____	162
(V) Balance Oferta y Demanda Forrajera del Proyecto de Inversión_____	165

**EL FIDEICOMISO COMO HERRAMIENTA DE FINANCIACIÓN APLICADA A LA
CAPITALIZACIÓN GANADERA.
ESTUDIO DE CASO FONDO GANADERO INTA BORDENAVE**

RESUMEN

El Financiamiento Agropecuario presenta un aspecto fundamental relacionado a las características propias de la actividad, asociadas a un alto riesgo climático, que la sitúan en mayores probabilidades de ocurrencia de ejercicios anuales, en los cuales se manifiesten requerimientos especiales de financiamiento externo para poder concluir el ejercicio o habilitar el inicio de un nuevo ciclo productivo.

Hacia finales de la década de la convertibilidad, el programa económico establecido incorporó grandes modificaciones en el sector agropecuario, de las cuales la liberación de las tasas de interés y los niveles adquiridos de financiamiento, aceleraron el endeudamiento de numerosos productores de la región pampeana.

A partir de la devaluación las condiciones para la actividad mejoraron sustancialmente, sin embargo, la empresa agropecuaria regional descapitalizada en la década anterior, se vio inmersa en serios problemas de acceso al crédito y de alto costo del financiamiento bancario tradicional.

El surgimiento incipiente de nuevas alternativas de financiamiento no convencionales, en el nuevo contexto post crisis de restricción de crédito, generó también alternativas estructuradas de financiamiento para la actividad ganadera, motorizadas por las demandas reales del sector, tales como los instrumentos fideicomiso y fideicomisos financieros.

En este contexto, la Estación Experimental Agropecuaria (EEA) INTA Bordenave, puso en funcionamiento a partir de 2005, el Fideicomiso Financiero “Fondo Ganadero” (FG) con el objeto de poner a disposición del productor agropecuario regional una alternativa local de financiamiento estructurado, aplicada a las características específicas locales de la capitalización ganadera.

La hipótesis de este trabajo plantea que el instrumento FG presenta, para la empresa agropecuaria descapitalizada del Partido de Bahía Blanca, importantes

ventajas en cuanto permite superar las restricciones de acceso y alto costo del financiamiento bancario tradicional.

El objetivo del trabajo apunta entonces al estudio del instrumento Fideicomiso como herramienta de financiación aplicada a la capitalización ganadera, en el estudio de caso "FG", analizado a través de la evaluación del proyecto de inversión (PI) de incorporación de 100 vientres vacunos en la estructura productiva modal de la empresa agropecuaria del Partido de Bahía Blanca, en base a las siguientes tres fuentes de financiamiento alternativas: el mismo FG, una línea de Crédito de la Banca Privada (CBP) y una línea de Crédito de la Banca Estatal con tasa subsidiada (CBE).

Para realizar este análisis se tomó el establecimiento modal del Partido de Bahía Blanca y se consideró la dotación y composición de capitales, la combinación de actividades agrícolas y ganaderas, las tecnologías más apropiadas utilizadas y los rendimientos promedios.

Los resultados del proyecto de inversión mediante las tres líneas de financiamiento demuestran un posicionamiento en orden descendente de la línea de CBE de tasa subsidiada, el FG y la línea de CBP.

Además, se efectuó un análisis de sensibilidad con el objetivo de observar la variación del Valor Actual Neto (VAN) de los proyectos ante cambios en los niveles de productividad y en los niveles de precios del producto final.

Los resultados obtenidos a nivel de los PI, demuestran la alta sensibilidad de los resultados productivos asociados al riesgo climático regional y a las variaciones en los precios del producto carne, exponiendo las explotaciones a serias dificultades financieras.

Del análisis realizado, se resalta la importancia de utilizar tecnologías tendientes a mejorar la eficiencia de producción y reducir los riesgos de exposición de las mismas ante variaciones en los precios y cambios en el entorno.

Se destaca la utilidad de nuevos instrumentos de financiación, como el Fideicomiso, expuesto a través del caso de estudio FG.

Asimismo, dada las referencias históricas de importante endeudamiento agropecuario en la región, se requiere una eficiente evaluación de las alternativas de financiamiento más acorde a los proyectos de inversión ganaderos zonales en cuanto a costos y estructuración del financiamiento, plazos, momentos de liquidez y momentos de pagos, administración de riesgos y apalancamiento.

SUMMARY

The Agricultural Financing presents a fundamental aspect related to the characteristics of the activity associated with a high risk climate, which put in a higher probability of occurrence of annual exercises, which demonstrate special requirements of external financing to complete the exercise or enable the start of a new production cycle.

Towards the end of the decade of convertibility, the economic program established, incorporated major changes in the agricultural sector, including the release of interest rates and levels of funding acquired, accelerated indebtedness of many producers of the Pampeana region.

Since the devaluation, conditions for the activity improved substantially, however, the regional agriculture company which has increased their indebtedness in the past decade, was immersed in serious problems of access to credit and high cost of traditional financing banking. The incipient emergence of new Alternative funding unconventional, in the new post-crisis restriction of credit, also generated structured financing alternatives for livestock driven by the real demands of the industry, such as financial instruments trust and trusts. In this context, the Agricultural Experimental Station (EEA) INTA Bordenave, put into operation from 2005, the Financial Trust Fund Livestock "(FG) to make available to the regional agricultural producer an alternative local structured finance, applied to the specific characteristics of the local livestock capitalization.

The hypothesis of this paper suggests that the instrument FG presented for the company's agricultural without capital, from Bahia Blanca, significant advantages in terms overcome access restrictions and high cost of traditional bank financing.

The objective of this study is time to vet the Trust instrument as a tool for funding applied to livestock capitalization, in the case study "FG", analysed through the assessment of the investment project (PI) for the incorporation of 100 cattle bellies in the production structure, of the agricultural modal company of Bahia Blanca's district, based on the following three sources of financing alternatives: the same FG, a line of credit of the Private Banking (CBP) and a line of credit of the State Banking with subsidised rate (CBE). To conduct this analysis was taken modal establishment of Bahia Blanca's region and was considered the strength and composition of capital, the combination of crops and livestock, appropriate

technologies used and yields promedios. Los results of the investment project by the three lines of financing demonstrates positioning in descending order of the line of CBE subsidised rate, the GF and line PBC.

Finally was conducted a sensitivity analysis with the aim of observing the change in the Net Present Value (NPV) of projects with changes in productivity levels and the price levels of the product final. The results at the level of PI demonstrate the high sensitivity of the results associated with the risk productive regional climate and variations in the prices of meat products, giving farms to serious financial difficulties.

From analysis highlights the importance of using technology to improve the efficiency of production and reduce exposure to the same variations in prices and changes in the environment. It highlights the usefulness of new financing instruments, such as the Trust, exposed through case study FG. The important historical references of agricultural indebtedness in the region, requires an efficient evaluation of the financing alternatives best suited to the regional investment projects ranchers in cost and structuring of the financing, timing, moments and moments of cash payments, risk management and leverage.

INTRODUCCION

La actividad agropecuaria a diferencia de otras actividades económicas presenta necesidades coyunturales de financiamiento. Tales necesidades se fundamentan en las características particulares de la producción agraria, sujeta a los períodos de los ciclos biológicos, en la cual se observa una significativa estacionalidad y un plazo prolongado entre el momento de la compra de los insumos y la venta de los productos finales (De Nicola, et al., 2003).

En cuanto al financiamiento agropecuario se pueden citar el aspecto relacionado a las características propias de la actividad, asociadas a un alto riesgo climático, en los cuales se manifiesten requerimientos especiales de financiamiento externo para poder concluir el ejercicio o habilitar el inicio de un nuevo ciclo productivo.

Para un adecuado funcionamiento del negocio, las empresas requieren de adecuadas políticas de efectivo, que les permitan contar con los recursos financieros líquidos necesarios, para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. Esta política empresarial debe contemplar poseer fondos suficientes para hacer frente a los desfases que se producen entre los ingresos y los pagos, que para la empresa agropecuaria se manifiesta en períodos extensos entre ambos momentos. Este aspecto es importante ya que en algunas ocasiones éstos no concurren conforme a lo programado y se requiere la creación de fondos durante un cierto tiempo, para poder cumplir con pagos no constantes, como pueden ser el pago de dividendos y retiros o de impuesto sobre la renta.

Se nota claramente la importancia del análisis de la estructura financiera de la empresa en cualquier tipo de contexto, sea este de estabilidad o inestabilidad monetaria.

Un objetivo estratégico es determinar su estructura de financiamiento más eficiente desde el punto de vista del costo financiero, plazos, moneda de los créditos y uso de las garantías disponibles. La estructuración del financiamiento es clave para el éxito de la empresa. Las inversiones a largo plazo se deben financiar con fondos a largo plazo, y de manera semejante, se deben financiar inversiones a corto plazo con fondos a corto plazo. En otras palabras, las inversiones deben calzarse con financiación adecuada a las posibilidades de generación de utilidades del proyecto.

Es importante tener en cuenta que hasta una empresa bien posicionada operativamente, con buena capacidad de generar resultados operativos, puede quebrar por no administrar adecuadamente las condiciones de pago de sus deudas y cobro de sus créditos.

En ese sentido, el acceso, características y costos del financiamiento existentes en un país, en un momento puntual en el tiempo y de la capacidad de repago de las empresas tomadoras del mismo, es marcadamente influenciado por las condiciones del contexto macro político económico.

Hacia finales de la década de la convertibilidad, el programa económico establecido incorporó grandes modificaciones en el sector agropecuario, que perfilaron el abandono del rol orientador y de fomento que hasta entonces caracterizaba al crédito institucional del Estado. La liberación de las tasas de interés y su fuerte aumento, así como la baja rentabilidad, aceleraron el endeudamiento de productores de la región pampeana.

Esta nueva situación de alto endeudamiento en la década de los '90, derivó en una importante liquidación del capital hacienda y tierra, con el fin de sanear estos compromisos adeudados.

En el 2002, la crisis del sistema financiero inhabilitó 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", imposibilitó la colocación de fondos de ahorristas en bancos privados obstaculizando la financiación de los sectores productivos. Esta situación generó por parte de los ahorristas una masa de dinero muy importante que no encontraba posibilidades seguras ni rentables para ser colocadas (De Santis et. al., 2004).

A partir de la devaluación, el tipo de cambio alto generó un nuevo escenario donde la actividad agropecuaria de producción de bienes transables se vio altamente favorecida con incrementos significativos de su rentabilidad.

Los requerimientos por parte de los inversores de alternativas de inversión de rentabilidades interesantes y garantías satisfactorias, sumado al posicionamiento del sector agropecuario luego del acomodamiento de la economía post-devaluación, despertó un gran interés para el sector.

La empresa agropecuaria regional descapitalizada en la década anterior se vio inmersa en serios problemas de acceso al crédito y de alto costo del financiamiento tradicional.

El surgimiento incipiente de nuevas alternativas de financiamiento no convencionales, en el contexto post crisis de restricción de crédito, generó también alternativas estructuradas al financiamiento para la actividad ganadera, motorizadas por las demandas reales del sector, tales como los instrumentos fideicomiso y fideicomisos financieros.

En este contexto, la Estación Experimental Agropecuaria (EEA) INTA Bordenave, puso en funcionamiento a partir de 2005, el Fideicomiso Financiero Fondo Ganadero "FG" con el objeto de poner a disposición del productor agropecuario regional una alternativa local de financiamiento, aplicada a las características específicas zonales de la capitalización ganadera, por la importancia de esta actividad en su participación dentro de las actividades de la empresa agropecuaria regional.

El objetivo del presente trabajo apunta al estudio del instrumento Fideicomiso como herramienta de financiación aplicada a la capitalización ganadera. Se trata del estudio del caso "FG", analizado a través de la evaluación del proyecto de inversión (PI) de incorporación de 100 vientres vacunos en la estructura productiva modal de la empresa agropecuaria del Partido de Bahía Blanca, en base a tres fuentes de financiamiento alternativas: el FG, una línea de Crédito de la Banca Privada (CBP) y una línea de Crédito de la Banca Estatal con tasa subsidiada (CBE).

El estudio se enfoca a la alternativa de financiamiento que presenta esta novedosa herramienta financiera frente a las problemáticas actuales de acceso al crédito tradicional para el productor agropecuario regional.

MARCO DE REFERENCIA

El Financiamiento Agropecuario en la Región Pampeana:

Realizando un análisis de la historia del financiamiento agropecuario pampeano se pueden hallar numerosos autores que coinciden en indicar que los productores pampeanos desde comienzos del siglo XX tuvieron un acceso muy diferencial a los sistemas de crédito bancario. El mismo estuvo inicialmente destinado al comercio y al sector terrateniente y sólo una baja proporción se orientó directamente a la agricultura, en manos de pequeños productores (Scobie, 1968; Barsky, 1987; Pucciarelli, 1986; Sabato, 1988).

Desde la primer parte de la expansión de la frontera agrícola hasta bien avanzado el siglo XX, la principal fuente de financiamiento del sector agropecuario fue el internacional, que abastecía al sector de fondos debido a los intereses extranacionales sobre los productos que el sector proveía.

A partir de mediados de la década del '30, la política crediticia bancaria oficial destinada al sector comenzó a modificarse lentamente, otorgándose líneas de crédito a los productores agrícolas medianos y pequeños.

La demanda externa de productos agropecuarios empujó paulatinamente al aumento de los recursos volcados en el sector, principalmente a través de líneas de crédito bancarias oficiales, que fueron derivando en la modernización del campo y al aumento de la producción agropecuaria, principalmente la exportable.

Los cambios en la política económica nacional a partir de 1976 y la reforma financiera de 1978, incorporaron grandes modificaciones en el sector agropecuario, que perfilaron el abandono del rol orientador y de fomento que hasta entonces caracterizaba al crédito institucional del Estado. La liberación de las tasas de interés y los niveles adquiridos por las mismas aceleraron el endeudamiento de productores de la región pampeana (Bocco, 1989).

En esta nueva coyuntura, nuevos agentes económicos provenientes de los sectores comercial e industrial agregaron a sus funciones de proveedores de insumos y bienes de capital la de financiar al sector productivo con moderadamente altas tasas de interés. Estos nuevos agentes crecieron a expensas de la

modernización y acumularon capital combinando con las ganancias surgidas de la actividad específica, las de la renta financiera.

Durante la década pasada, la nueva política económica nacional instaurada mediante el Plan de Convertibilidad del año 1991 introdujo profundas reformas políticas, económicas e institucionales que modificaron sustancialmente las condiciones económicas del sector agropecuario.

La rentabilidad del negocio agropecuario está definida por la diferencia de los niveles de ingresos y egresos. Es indiscutible la relevancia de los precios de los productos determinados por el valor de mercado en la determinación de los resultados del negocio agropecuario,

La caída de los precios de los commodities hacia finales del siglo y la disminución de la demanda de alimentos generada por la distribución regresiva del ingreso a partir del nuevo modelo económico, desembocaron en un progresivo y fuerte endeudamiento del sector. Esto provocó el cierre de numerosos establecimientos agropecuarios durante esta década, a los que se sumaron otros en estado crítico hacia el final de la misma (Reca y Parellada, 2001)..

Esta nueva situación de endeudamiento, derivó en una importante liquidación de tierras y del stock de hacienda, con el fin de sanear estos compromisos.

La crisis del sistema financiero en el año 2002 anuló transitoriamente las alternativas de financiación del sector por parte de la banca comercial. El productor agropecuario se encontró con un escenario crediticio de la banca comercial muy distinto, con elevadas tasas de interés, altos gastos administrativos, comisiones, impuestos y retenciones fiscales y la dificultad anexa de altas exigencias de rentabilidad para el otorgamiento de dichos créditos. Asimismo, se exigía mantener sus impuestos y finanzas al día, por la cual los productores endeudados o con juicios ante la AFIP, quedaban al margen de este sistema (De Santis et. al., 2004).

Esta situación conjuntamente con la gran masa financiera en búsqueda de alternativas de inversión, apalancó la utilización de los nuevos instrumentos de financiación no tradicional, que hasta el momento resultaba en un estado de adopción incipiente.

Hubo la convicción de que la restricción del crédito bancario, el creciente endeudamiento del sector, la caída de rentabilidad sumada a la coyuntura económica recesiva iban a determinar una situación crítica para las empresas

agropecuarias, a tal punto que la búsqueda de nuevas fuentes de financiamiento para captar ahorro no sectorial iba a ser primordial (Alfaro et. al, 2004).

En este sentido, las exigencias por parte de la plaza inversora de alternativas de inversión de rentabilidades atractivas y garantías adecuadas, en línea al reposicionamiento del sector agropecuario luego del acomodamiento de la economía post-devaluación, acompañó las posibilidades de utilización de estos instrumentos.

Actualmente a más de un lustro del desenlace de la crisis, se observa que la implementación de estos nuevos instrumentos de crédito presenta un alto crecimiento en su adopción, a través de las más variadas formas de estructuración, observándose su articulación en todo tipo de emprendimientos.

Sin embargo, si bien permitieron captar el ahorro excedente luego de la corrida bancaria, se observa que todavía la utilización de los mismos ocupa una parte mínima de las fuentes de financiamiento del sector.

Se visualiza como una necesidad fundamental para el crecimiento del sector, la disminución de la vulnerabilidad de las empresas agropecuarias a través de continuar desarrollando estas herramientas de estructuración de la financiación y de la administración del riesgo. De esta manera, permitirá la entrada de capital de riesgo acorde a las particularidades del sector, permitiendo un proceso de inversión continuo aún en las condiciones adversas planteadas en la actividad agropecuaria.

En este contexto post-crisis, en el SO de la provincia de Buenos Aires la Estación Experimental Agropecuaria (EEA) INTA Bordenave, puso en funcionamiento a partir de 2005, el Fideicomiso Financiero Fondo Ganadero "FG", con el fin de poner a disposición de los productores agropecuarios regionales una alternativa local de financiamiento, aplicada a capitalización ganadera, por la importancia que esta actividad tiene dentro de la empresa agropecuaria regional

MARCO TEORICO

A los efectos de enmarcar el estudio y su metodología de trabajo y análisis, se realizó el abordaje general a través de los problemas de financiamiento e inversión en la economía, para posteriormente situar el enfoque práctico en la teoría de las finanzas corporativas y la evaluación de proyectos de inversión.

Los Problemas de Financiamiento e Inversión:

La importante cantidad de crisis financieras acontecidas en las economías de los países, a partir del proceso de globalización financiera iniciado en los años '70, estimularon los estudios enfocados a la explicación de las mismas. Esto generó importantes progresos en las teorías de las finanzas e inversión, que incorporaron en las mismas aspectos fundamentales tales como los problemas del crédito, las estructuras de deuda e influencia de las características de los factores financieros.

Los Problemas de Asimetría de Información en los Mercados Financieros y repercusión sobre la Inversión:

La teoría de la eficiencia de los mercados competitivos presupone la existencia de información perfecta entre demandantes y oferentes con respecto a la calidad, precio y demás características de los bienes en el mercado. La realidad demuestra que en la mayoría de los mercados, la información precisa sobre los bienes en cuestión es difícil o costosa de obtener (Varian, 1994).

La incorporación de la idea de existencia de asimetrías de información (Allen y Gale, 2001; Bernanke et al., 1990; Hubbard, 1990) y sus influencias en el correcto desempeño de los mercados competitivos, presentó importantes aportes en las teorías de las finanzas e inversión, sobre todo en cuanto a los problemas de financiamiento aparejados y los elementos disparadores de las crisis financieras.

En el mercado financiero las cuestiones relacionadas a la problemática de asimetrías de la información adquieren una marcada importancia debido a la imposibilidad de los prestamistas de conocer las reales características de los prestatarios.

Las faltas de información y las asimetrías en la misma pueden tomar varias formas como la selección adversa, el riesgo moral y los costos de monitoreo, adecuadamente tratados por la literatura y con efectos significativos sobre la disponibilidad de crédito, que desembocan en importantes dificultades de financiamiento para la inversión.

Las consecuencias de este evento se manifiestan directamente sobre los proyectos de inversión tanto sobre las restricciones de acceso al crédito como sobre el mayor costo del financiamiento. En este mismo sentido, se observan mayores costos del financiamiento con deuda, como el crédito bancario, en comparación con el financiamiento a través de utilidades retenidas.

Esta línea de argumentación, permite explicar la ocurrencia de crisis financieras cuando la oferta de crédito no es la suficiente para atender las demandas de la inversión. Se generan puntos de inflexión importantes en el desempeño normal de la economía, que de no encontrar una resolución en breve tiempo, provocan que esta situación se agudice, haciendo imposible el refinanciamiento de algunos deudores, que desemboca en la interrupción de la cadena de pagos de la economía, pérdidas de capital y quiebras de empresas y bancos (Gomez et. al., 2002).

El Racionamiento del Crédito:

La visión tradicional de equilibrio de los mercados supone que el mismo, corresponde a una situación en la que todos aquellos que están dispuestos a pagar el precio vigente tienen acceso al mercado. En circunstancias de información imperfecta y agentes sensibles al riesgo, el equilibrio puede implicar que algunos demandantes que están dispuestos a pagar el precio vigente, y hasta un precio superior, no tienen acceso al mercado, incorporando el concepto de racionamiento, mientras otros individuos con las mismas características sí lo tienen.

Se entiende por lo tanto por racionamiento del crédito, cuando por alguna razón, dentro de un grupo de individuos de similares características que tienen necesidad de financiamiento, sólo algunos obtienen crédito.

Este tipo de racionamiento aduce sus causas principales a la existencia de asimetrías de información. Asimismo se observa, en contraposición con la teoría de los mercados competitivos, que la demanda insatisfecha de crédito se relaciona más con los cambios en la disponibilidad de crédito que con los cambios en la tasa de interés. Esto se debe a que el concepto de "precio del préstamo" no es lo

suficientemente flexible como para equilibrar la demanda y oferta en cada período. A su vez la rigidez de la tasa de interés está estrechamente relacionada con los efectos de selección e incentivos adversos (Stiglitz, et. al. 1981).

Se puede citar la dificultad que enfrenta el sector bancario, intermediario del sistema financiero tradicional, en su labor de asignación de los préstamos. Esto se debe fundamentalmente a las siguientes dificultades:

- Identificar entre un conjunto de clientes potenciales la probabilidad de pago de sus préstamos en base a sus características particulares.
- La seguridad de que el destino de los recursos no afecte desfavorablemente la probabilidad de que éstos sean honrados en tiempo y forma.
- La previsión de que cambios en el entorno pueden tener un efecto negativo sobre esta probabilidad.

El racionamiento de crédito, tal como fue definido anteriormente, resulta entonces de la combinación de estos mecanismos de asignación de los recursos de crédito, que en la práctica, implica la calificación implícita o explícita de los prestatarios por clases de riesgo. Este hecho, que comúnmente se interpreta como una segmentación del mercado por tipos de empresas, puede aproximarse en forma más rigurosa, como reflejo de una estrategia de los bancos de definir distintos tipos de contratos de préstamo, cada uno con sus propios términos exclusivos para determinados tipos de clientes.

Las Finanzas Corporativas y la Evaluación de Proyectos de Inversión:

La estructura financiera de una empresa es algo inherente a la misma. No sólo es imposible concebir una empresa sin función comercial, sino también lo es sin el manejo de sus finanzas.

Una adecuada claridad en los objetivos emanados de los más altos niveles de decisión y su cumplimiento, han sido claves para el más variado desarrollo de emprendimientos exitosos y perdurables.

Las Finanzas Corporativas (Corporate Finance) son un área de las finanzas que se centra en la manera mediante la cual las empresas pueden crear valor y mantenerlo a través del uso eficiente de los recursos financieros.

El objetivo principal definido por las finanzas es maximizar el valor para los propietarios o accionistas. Este concepto implícito trae aparejado el requerimiento de la toma de decisiones adecuadas que cumplan con este objetivo de maximización de valor (Brealey et al., 1992).

Asimismo, este punto introduce una cuestión fundamental en cuanto al análisis de las decisiones a tomar, que para su mejor organización pueden ser clasificadas en cuatro rubros:

- Decisiones de Inversión: Centran el estudio en los activos reales (tangibles o intangibles) en los que la empresa debería invertir.
- Decisiones de Financiación: Realiza el estudio de las formas de obtención de fondos y sus fuentes. Por ej. el análisis de las características del financiamiento disponible. provenientes de inversores que adquieren los activos financieros emitidos por la empresa para que la compañía pueda adquirir los activos en los que ha decidido invertir.
- Decisiones de Dividendos: Se ocupa del estudio de los balances económicos y financieros de la empresa. La armonización de dos aspectos esenciales de la empresa, la correcta remuneración del capital accionario y la provisión adecuada de fondos a la empresa de manera de no incurrir en efectos negativos, por su privación de recursos financieros.
- Decisiones Directivas: Se concentra en las decisiones operativas y financieras del día a día.

A tales fines, se hace imprescindible poder mensurar y evaluar los efectos de una decisión de inversión en cuanto a si aumenta o disminuye el valor a través de metodología o técnicas de valuación de los activos. Esta acción se lleva adelante eficientemente a través de la evaluación y comparación de los distintos proyectos de inversión

La Evaluación de los Proyectos de Inversión:

La Evaluación de Proyectos de Inversión por medio de métodos matemático-financieros es una herramienta de gran utilidad para la toma de las respectivas

decisiones de inversión, ya que permite un análisis que se anticipa al futuro accediendo a la posibilidad de poder evitar algunas posibles desviaciones y problemas en el largo plazo (Besley y Brigham, 2005).

Las técnicas de evaluación económica son herramientas de uso general, que pueden aplicarse a todo tipo de inversiones y que consisten básicamente en la construcción y comparación de flujos de beneficios y costos a lo largo del horizonte del proyecto. De esta manera, se obtiene importante información para la toma de decisiones y la determinación de su conveniencia de realización, tal como su rentabilidad, estructura de financiamiento, su tamaño más conveniente o momento oportuno para su iniciación.

Aspectos claves en la Evaluación de Proyectos de Inversión:

La evaluación de proyectos de inversión incorpora algunos elementos importantes de la teoría de las finanzas corporativas. Entre ellos se citan los siguientes:

- Rentabilidad

El proyecto es rentable si el valor de los rendimientos que proporciona es superior al valor de los recursos que utiliza, teniendo en cuenta que el valor de un grupo de movimientos de fondos no es igual a su suma, puesto que tales movimientos tienen lugar en diferentes momentos en el tiempo.

La construcción de los flujos de ingresos y costos esperados debe tomar su materia prima en información de mercado lo más confiable posible para poder realizar una correcta estimación de las utilidades del proyecto a lo largo de su vida útil.

- El conflicto entre el Beneficio y el Riesgo

Como regla general, se puede mencionar que el inversor que coloca sus fondos es adverso al riesgo, es decir que para un nivel dado de riesgo busca maximizar el rendimiento, o que para un nivel dado de retorno busca minimizar el riesgo. De esta manera, cuanto mayor riesgo asociado presenta un negocio, mayor es el retorno exigido al mismo. De igual modo que a mayor rentabilidad esperada por un inversionista, mayor riesgo se supone que estará dispuesto a aceptar.

- o El Valor del dinero en el tiempo (Tasa de Descuento)

Uno de los principios más importantes en todas las finanzas es la variación de valor del dinero a lo largo del tiempo. Este hecho se debe a la preferencia a ser tenedor de una suma de dinero hoy que a dentro de un mes, un año, etc.

El fundamento de este concepto es el costo actual de posponer un consumo o hacer uso de esa suma hoy, en pos de un consumo o uso futuro, por lo que el dueño de un recurso financiero exige el pago de una retribución para prescindir de ese recurso actual. En el caso del ahorrista, ese costo representa la tasa de interés y en el caso del inversionista, la tasa de rendimiento o de retorno.

Queda claro que el dinero es un activo que cuesta conforme transcurre el tiempo, permite comprar o pagar a tasas de interés periódicas (diarias, semanales, mensuales, trimestrales, etc.). En la metodología de evaluación de proyectos para incluir esta característica se utiliza de la matemática financiera el interés compuesto, donde los intereses pagados periódicamente son transformados automáticamente en capital (Brealey et al, 1992).

De esta manera, se hace posible el análisis y evaluación económico-financiera de Proyectos de Inversión en cuanto a la aceptación o rechazo de los mismos, mediante la aplicación de la Tasa de Descuento a los flujos de fondos futuros estimados para el proyecto.

Para que la definición de la Tasa de Descuento sea consistente, la misma debe reflejar el costo de oportunidad y el riesgo para todos los suministradores de capital, ponderado por su participación relativa en el capital total del proyecto.

La Tasa de Descuento definida debe representar “la tasa de rendimiento requerida por quienes suministran capital al proyecto” considerando los dos componentes citados:

- El costo de oportunidad es la tasa de preferencia temporal de bienes presentes por los bienes futuros, que refleja la compensación por la simple espera o sacrificio originado por el diferimiento de un consumo presente. Esta misma es medida normalmente por la tasa de interés libre de riesgo o tasa de interés pura influida principalmente por la oferta y demanda de fondos dentro de la economía en general (Besley y Brigham, 2005).

En la práctica el costo de capital constituye la interconexión entre las dos decisiones básicas de las finanzas: las de Inversión o aplicación de recursos escasos y las de Financiamiento u obtención de los recursos escasos.

- La compensación por el riesgo asumido asociado al proyecto de inversión, se realiza a través de una prima de riesgo. Esta prima se estima en base a la sumatoria de las distintas primas de riesgo en las cuales se encuentra inmerso el proyecto según los distintos niveles: Riesgo país + Riesgo del sector donde opera + Riesgo propio del negocio. El efecto de esta prima es que en proyectos más riesgosos la tasa de descuento es mayor y, consecuentemente, su valor actual neto es menor.

En la medida en que la aplicación de los recursos escasos genere un retorno capaz de superar el costo de la obtención de los mismos, debería realizarse la inversión ya que la misma contribuiría a la creación de valor económico. Es por esto que la correcta definición de la Tasa de Descuento es de fundamental importancia a los efectos de una adecuada evaluación de los proyectos

- El Dilema entre la Liquidez y la Necesidad de Invertir

También conocido como la gestión de la liquidez, es un elemento esencial de todo negocio y decisión de invertir. Las empresas o proyectos deben mantener una liquidez mínima necesaria para atender sus requerimientos normales y no un cuantioso stock de recursos que perjudique la rentabilidad del negocio.

Subjetivamente, el ser humano posee la preferencia instintiva inicial a tener dinero en efectivo pero sacrifica esta preferencia de liquidez a través de la inversión, en pos de la esperanza futura de obtener una ganancia en forma de interés o utilidades.

Sin embargo para un adecuado funcionamiento del negocio, las empresas requieren del establecimiento de adecuadas políticas de efectivo, que les permitan contar con los recursos financieros líquidos necesarios, para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. Esta política empresarial debe contemplar aspectos tales como: poseer fondos suficientes para hacer frente a los desfases que se producen entre los ingresos y los pagos dentro de las operaciones normales de la empresa. Este aspecto es importante ya que en algunas ocasiones éstos no concurren conforme a lo programado y se requiere la creación de fondos durante un

cierto tiempo, para poder cumplir con pagos no constantes, como pueden ser el pago de dividendos o de impuestos sobre la renta.

Las políticas pueden establecerse con el fin de mantener un nivel de efectivo superior al normal, como una previsión de oportunidad, para aprovechar en un momento dado el beneficio de emplear o invertir en condiciones favorables, como la compra a precio reducido de un lote importante de materia prima o la obtención de un descuento importante por pago anticipado.

El establecimiento de una política de efectivo adecuada para las empresas en el giro debe tomar también en consideración las adquisiciones de materias primas e insumos, los pagos por remuneraciones al personal e impuestos, pero de manera balanceada con las oportunidades de inversión y crecimiento, a fin de que el stock líquido no sea demasiado alto perjudicando las posibilidades de crecimiento.

- Los Costos de Oportunidad

También conocidos como costos alternativos, se refieren a los costos de la inversión de los recursos disponibles, en una oportunidad económica, a costa de la no realización de las inversiones alternativas disponibles. Por lo tanto, es el rendimiento más elevado que no se ganará si los fondos se invierten en un proyecto en particular. También se puede considerar como la pérdida que estamos dispuestos a asumir, por no escoger la opción que representa el mejor uso alternativo del dinero.

Considerar que siempre hay varias opciones de inversión nos sitúa en un problema de la elección. Generalmente las decisiones en economía deben ser tomadas de acuerdo a criterios de costo y beneficio. La regla recomienda favorecer aquellas acciones cuyo cociente de beneficio bruto/costo sea mayor y descartar las alternativas en que la diferencia entre beneficio bruto y costo sea negativa.

- El Apalancamiento Financiero:

También conocido como "uso de deuda", representa el efecto que expresa el endeudamiento sobre la rentabilidad de los capitales propios. La variación resulta más que proporcional que la que se produce en la rentabilidad de las inversiones.

Este puede ser positivo, negativo o neutro. La condición necesaria para que se produzca el apalancamiento amplificador positivo, es que la rentabilidad de las inversiones sea mayor que el tipo de interés de las deudas.

De esta manera, el buen empleo de fondos adquiridos por deuda sirve para aumentar las utilidades de una empresa o inversionista. Un inversionista que recibe fondos prestados al 15%, por ej., y los aporta a un negocio que rinde 20%, está aumentando sus propias ganancias con el buen uso de recursos externos.

Es una herramienta técnica importante en la cual los intereses por préstamos actúan como una palanca, contra la cual las utilidades de operación trabajan para generar cambios significativos en las utilidades netas de una empresa.

Sin embargo, la introducción de apalancamiento financiero enfrenta a la empresa al riesgo de no poder cubrir los costos financieros, ya que a medida que aumentas los cargos fijos también aumenta el nivel de utilidad antes de impuestos e intereses para cubrir los costos financieros.

El aumento del apalancamiento financiero ocasiona un riesgo creciente, ya que los pagos financieros mayores obligan a la empresa a mantener un nivel alto de utilidades para continuar con la actividad productiva. Y si la empresa no puede cubrir estos pagos, puede verse obligada a cerrar por aquellos acreedores cuyas reclamaciones estén pendientes de pago.

Por lo tanto, la decisión del nivel aceptable de riesgo financiero debe ser analizada cuidadosamente ya que compromete los recursos de la empresa a corto y largo plazo. Como regla básica común, se debe salvar que el incremento de los intereses financieros debe estar justificado por un aumento de las utilidades de operación y utilidades por acción, como resultado de un aumento en las ventas netas.

- Estructura de Financiamiento Apropriada

Es importante tener en cuenta que hasta una empresa bien posicionada operativamente, con buena capacidad de generar resultados operativos, puede quebrar por no administrar adecuadamente las condiciones de pago de sus deudas y cobro de sus créditos.

Claramente se demuestra la importancia del análisis de la estructura financiera de la empresa en cualquier tipo de contexto, sea este de estabilidad o inestabilidad monetaria, como así también determinar su estructura de financiamiento más eficiente desde el punto de vista del costo financiero, plazos, moneda de los créditos y uso de las garantías disponibles.

Las inversiones a largo plazo se deben financiar con fondos a largo plazo y, de manera semejante, se deben financiar inversiones a corto plazo con fondos a corto plazo. En otras palabras, las inversiones deben calzarse con financiación adecuada a las posibilidades de generación de utilidades del proyecto.

La estructura del financiamiento y fuente del mismo repercute directamente sobre la rentabilidad del proyecto. En general, estos efectos se manifiestan en que el costo de capital propio o del accionista siempre es mayor que el costo de capital del prestamista debido a las siguientes razones principales:

- El riesgo asumido por el accionista es mayor que el asumido por el prestamista, ya que la inversión lo retribuirá inicialmente por el capital aportado y sólo posteriormente, si queda remanente lo retribuirá con los dividendos.
- El costo de capital del prestamista (interés) es deducible como gasto en el impuesto a las ganancias mientras que el costo de capital propio (dividendo) no lo es.

Sin embargo, si fuese factible financiar toda la inversión con deudas, los titulares de la misma serían los propios acreedores y, consecuentemente, toda la inversión estaría en realidad financiada con capital propio.

En base a esta diferenciación en el costo del financiamiento según su origen y los efectos de apalancamiento citados anteriormente, se debe definir la estructura óptima de financiamiento como aquella que permite minimizar el Costo Medio Ponderado de Capital y, consecuentemente, maximizar la creación de valor económico para el accionista.

La Estructura de Financiamiento óptima debe tenerse siempre presente que (Nadir, 2006):

- a)** El éxito del negocio involucrado depende de lo “bueno que sea el negocio” pero también de lo “bien que se lo financie” a través de la combinación óptima entre capital propio y de terceros.
- b)** Si el riesgo del negocio es muy alto es conveniente el financiamiento con capital propio para no sumar a dicho riesgo el riesgo financiero originado por el endeudamiento ocasionando una marcada debilidad estratégica.
- c)** Si el riesgo operativo o del negocio es bajo es recomendable tomar deudas y de esa forma disminuir el Costo Medio Ponderado del Capital.

d) También es conveniente tomar deudas en épocas de crecimiento económico y así aprovechar los efectos positivos del apalancamiento financiero y cancelar deudas en épocas de recesión para evitar potenciar las pérdidas por el efecto negativo del mencionado apalancamiento.

- El Horizonte de Proyectos

El horizonte de los proyectos que se comparan debe poseer la misma duración. Cuando existen diferencias en la vida de cada proyecto se debe llevar a los mismos a un mismo período de proyecto a través de la repetición de cada proyecto hasta lograr un valor de horizonte común.

Asimismo, el horizonte debe estar dividido en períodos de igual duración para los cuales normalmente se tratan los cobros y pagos de un período, como si tuvieran lugar en el instante final del mismo.

- Dimensión de un Proyecto de Inversión

La determinación de la dimensión del proyecto es muy importante ya que normalmente las inversiones de capital fijo arrastran a mayor necesidad de capital circulante, debido fundamentalmente al incremento de la producción y venta.

La dimensión financiera que adquiere un proyecto de inversión puede ser un factor de riesgo relevante, que debe ser analizado a la hora de definir su tamaño. Para esto, se debe introducir la verdadera inversión tanto en activos de estructura como de capital circulante necesario para el correcto funcionamiento del negocio.

- Las Variaciones en el Nivel de Precios

Cuando la variación de precios en los cobros y en los pagos no sea la misma, es decir la representada por la inflación, se deben hacer las previsiones correspondientes por el hecho de estar en presencia de una variación en los precios relativos de los bienes.

La inflación incorpora elementos distorsivos en la evaluación de proyectos. Para resolver esta problemática, una de las alternativas más utilizada es trabajar con los precios reales esperados para el horizonte de proyecto, que reflejan los cambios relativos reales en el precio de los bienes. Es decir, los precios en moneda constante una vez eliminado el efecto de la inflación.

Sin embargo, al considerar la tasa de interés del financiamiento tomado en el proyecto, se debe utilizar también la tasa real para el mismo y no la nominal. Esto significa que la tasa de interés de los préstamos tomados debe ser la tasa de interés real, descontadas las expectativas de inflación que la misma pueda contener (Mondino y Pendas, 2005)

Asimismo, para el caso de la Tasa de Descuento determinada se debe utilizar la tasa real que no tiene incorporadas expectativas inflacionarias, es decir como se mencionó anteriormente, la tasa que refleja sólo el costo de oportunidad y el riesgo para todos los suministradores de capital.

- El Valor Residual

En la medida que exista un valor residual de las inversiones al final de la vida útil del proyecto, tanto positivo como negativo, se deberá introducir en los flujos de fondos del proyecto.

El valor residual puede ser positivo al realizar la venta, al valor de mercado, de los activos transcurrido el horizonte del proyecto, o por el contrario puede ser negativo, tal como el caso de obligación de desmontar instalaciones. Tanto unas como otras deben ser contempladas en el proyecto (Besley y Brigham, 2005).

- El Riesgo

El Riesgo es una componente fundamental en la evaluación de los proyectos de inversión. Se entiende por riesgo la posibilidad de que los resultados reales difieran de los esperados o posibilidad de que algún evento desfavorable ocurra.

Se puede hacer una aproximación al análisis del riesgo en base a la clasificación del Riesgo Total en Riesgo Sistemático y Riesgo no Sistemático.

- Riesgo Sistemático (No Diversificable o Inevitable): Afecta a los rendimientos de todos los valores de la misma forma. No existe forma alguna para proteger los portafolios de inversiones de tal riesgo, y es muy útil conocer el grado en que los rendimientos de un activo se ven afectados por tales factores comunes, por ej. una decisión política afecta a toda la economía en general o a un sector.
- Riesgo No Sistemático (Diversificable o Evitable): Este riesgo se deriva de la variabilidad de los rendimientos de los activos no relacionados con

movimientos del mercado como un conjunto. Es posible reducirlo mediante la diversificación.

o Diversificación Eficiente

La Inversión en una amplia variedad de activos o negocios permite reducir el riesgo global de una cartera o empresa particular. Una cartera se define como la sumatoria de los diferentes negocios en los cuales un inversor invierte (Delgado, 2006).

La inversión prudente utiliza la diversificación de la inversión total, repartiendo sus recursos entre varias inversiones alternativas distintas. El efecto de diversificar es distribuir el riesgo y así reducir el riesgo total. Una cartera formada por valores no perfectamente correlacionados entre sí ofrece un patrón de rentabilidad-riesgo superior al de sus componentes individuales.

A su vez cada clase de activos o negocios está compuesta por distintas características que exponen a los inversionistas a diferentes niveles de riesgo y proporcionan los mejores rendimientos en diferentes momentos de un ciclo económico.

El punto es que ninguna clase de activos produce consistentemente el mejor rendimiento todos los años. Además, no hay manera de predecir exactamente la trayectoria de un rendimiento, sólo se puede acercar mediante valoración de probabilidades y tendencias mediante distinta metodología específica.

Estos motivos introducen la necesidad de creación de una combinación que permita controlarlo o administrarlo. Una manera de administrar una parte del riesgo existente al desconocer que activo o negocio tendrá un rendimiento satisfactorio o negativo en un momento específico mediante justamente la diversificación de la cartera de inversiones.

Al diversificar una cartera, es tan importante conocer las inversiones que ya se poseen como las que considera añadir. De esta manera, la diversificación permite:

- Aprovechar al máximo las condiciones de mercado y los cambios en la economía.
- Protegerse contra las caídas de la economía y cambios en los precios relativos.

Indicadores de Evaluación de Proyectos:

En cuanto a los indicadores y técnicas para la evaluación de proyectos existen un buen número, de los cuales se citan como más importantes los que se presentan a continuación.

A estos fines, es importante en la práctica de evaluación de proyectos utilizar criterios integrales, que se enfoquen en los resultados de más de un indicador y no la utilización excluyente de un sólo indicador, ya que por otro lado los instrumentos básicos para la evaluación de proyectos están relacionados e integrados.

Tasas de Rendimiento contables (Accounting Rate of Return)

El Método de la Tasa de Rendimiento Contable (TRC) consiste en comparar el beneficio contable con el valor de la inversión, escogiendo aquel proyecto cuya TRC sea mayor.

La TRC se obtiene como el cociente del promedio de la Utilidad Neta después de impuestos y el importe de la inversión inicial.

Las principales críticas al uso exclusivo de este indicador para la evaluación de proyectos se enfocan en que no tiene en cuenta el valor tiempo del dinero, por lo tanto no visualiza los momentos de flujos de fondos positivos y sus magnitudes. Tal es así que dos proyectos de una vida útil de diez años pueden tener la misma TRC, sin embargo uno puede estar percibiendo los ingresos en los cinco primeros años del mismo y el otro en los últimos cinco.

Además, sufre el efecto de las distorsiones contables por la utilización de los métodos de valuación de activos y reconocimiento de resultados y no los flujos de caja, por lo cual no se tiene en cuenta el rendimiento marginal de la inversión.

Según este criterio, son preferibles los proyectos con elevados beneficios de corta duración, lo cual no siempre es así.

Este indicador es similar al Rendimiento Sobre Activos (ROA) o al Rendimiento Sobre el Capital (ROE), que han sido ampliamente tratados por la literatura.

Periodo de Repago o Payback

Es un indicador de liquidez, que determina el tiempo necesario para la recuperación de la inversión inicial. No mide en ningún sentido la rentabilidad, si no

cuántos periodos del horizonte del proyecto son necesarios para recuperar el monto de inversión inicial.

Las críticas principales a este indicador para la evaluación exclusiva de proyectos, son como en el caso de los anteriores, que no tiene en cuenta el valor del dinero en el tiempo y que no considera el flujo de fondos luego de recuperada la inversión inicial.

El Valor Actual Neto (VAN)

El Valor Actual Neto surge de la sumatoria de los flujos de fondos actualizados de un proyecto de inversión a una tasa de descuento estipulada, es decir representa el valor que resulta de la diferencia entre el desembolso inicial de la inversión (FF₀) y el valor presente de los futuros ingresos netos esperados (FF_j), tal como especifica la siguiente fórmula.

$$VAN = -FF_0 + \frac{FF_1}{(1+k)} + \frac{FF^2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{FF_n + VR}{(1+k)^n}$$

La Tasa de Descuento permite integrar al análisis el costo de oportunidad de dinero en el tiempo como así también la prima de riesgo del proyecto en cuestión.

Para la definición de la Tasa de Descuento a aplicar al flujo de fondos del proyecto se toma como referencia la misma que se le exigiría a un activo de riesgo similar.

El VAN es una medida de la riqueza que aporta el proyecto a los accionistas o propietarios expresado en moneda del momento inicial.

La regla de decisión más usual es aceptar los proyectos con VAN>0 y rechazar los proyectos con VAN<0, siendo indiferente rechazar los proyectos con VAN=0. Al encontrarse ante dos proyectos mutuamente excluyentes, la regla indica elegir aquel que manifiesta el mayor VAN.

El VAN considera todos los flujos de fondos del proyecto, adecuadamente descontados, y mide la rentabilidad en términos monetarios actuales.

La Tasa Interna de Retorno (Bajo supuesto de reinversión de fondos)

El VAN y la Tasa Interna de Retorno (TIR) normalmente se mencionan juntos porque en realidad es el mismo método, sólo que sus resultados se expresan de manera distinta. En breves palabras, la TIR es el interés que hace el valor presente igual a cero, es decir, la tasa de descuento a la cual se recupera la inversión inicial.

La TIR representa una medida de la rentabilidad que se obtiene al vencimiento del proyecto, bajo el supuesto implícito que los flujos de fondos son reinvertidos a la misma TIR hasta el final del horizonte de proyecto, indistintamente en el mismo proyecto o en otros proyectos con idéntico rendimiento.

Sin embargo, la TIR presenta algunos inconvenientes en algunos casos de evaluación de proyectos que se citan a continuación:

- a) Supuesto de la reinversión de fondos: La razón aparece en la diferente tasa de reinversión de fondos ya que el VAN supone reinversión a la tasa de oportunidad, mientras que la TIR supone reinversión obligada a esta tasa.
- b) Proyectos mutuamente excluyentes: En un contexto de racionamiento de capitales, puede darse que por el criterio del VAN se deba elegir el proyecto "A", y el criterio de la TIR nos conduzca a "B", generándose una contradicción entre el VAN y la TIR. Estas contradicciones entre los resultados del VAN y de la TIR aparecen en las siguientes circunstancias:
 - o Diferente inversión inicial.
 - o Diferente distribución del flujo de fondos.
 - o Diferente vida útil.

En este sentido, el método que otorga la mayor seguridad en el elección es el del VAN ya que expresa sencillamente el valor de riqueza real que se lograría con ese proyecto a la tasa de descuento determinada, mientras que la TIR puede estar generando confusión, a partir de la expresión de una tasa de retorno más elevada pero en términos de una inversión inicial menor, pero que puede significar menores aumentos de riqueza en términos reales (Mondino y Pendás, 2005).

- c) Múltiples TIR o incalculable: Esta situación ocurre cuando se produce uno o más cambios de signos en los flujos de fondos, la teoría permite demostrar que existen tantas TIR como cambios de signo en un proyecto. Asimismo, puede ocurrir que la TIR no pueda ser calculable cuando en un proyecto los cash flows son siempre del mismo signo sin experimentarse un momento de inflexión de

los mismos, como puede ocurrir en proyectos donde se recupera la inversión dentro de un mismo periodo.

- d) Estructura temporal de la tasa de interés: El problema se origina en que la TIR es un promedio, no lineal, de una serie de distintas tasas cada una de las cuales relacionan el presente con distintos momentos futuros. En cuanto las distintas tasas miden diferentes riesgos la TIR puede estar conduciendo a errores en la evaluación.

Finalmente, como se menciona inicialmente, las críticas a cada indicador pierden relevancia cuando se trabaja en la evaluación de proyectos de una manera integrada. A su vez, es posible afirmar que raramente se trabaje con un único y exclusivo indicador ya que en la realidad de incertidumbre actual, normalmente se busca obtener distintos puntos de vista de un proyecto.

EL FIDEICOMISO FINANCIERO “FONDO GANADERO” COMO ALTERNATIVA DE FINANCIACIÓN PARA LA CAPITALIZACIÓN GANADERA

Un aspecto de fundamental importancia en lo respectivo al financiamiento agropecuario es el relacionado a las características propias de la actividad que la sitúan en mayores probabilidades de ocurrencia de ejercicios anuales en los cuales se manifiesten requerimientos especiales de financiamiento para poder concluir el ejercicio o habilitar el inicio de un nuevo ciclo productivo.

En el Anexo I se analizan detalladamente los aspectos más importantes concernientes al financiamiento agropecuario, las problemáticas de acceso al crédito y las características particulares del financiamiento destinado a proyectos de inversión en ganadería.

Con respecto a la situación del financiamiento agropecuario más reciente, el nuevo contexto post crisis 2002 incorporó cambios fundamentales en cuanto al financiamiento y acceso al crédito agropecuario que se enumeran a continuación.

- Situación previa a la crisis:

- a)** El sector financiero nacional presentaba una alta disponibilidad de dinero y consecuentemente la posibilidad de otorgar créditos a la economía en general y al sector agropecuario en particular.

- b)** El financiamiento del sector agropecuario era prácticamente en su totalidad de origen bancario.

- c)** Existía una demanda de dinero muy fluida por parte del sector estatal, la cual estaba soportada por títulos de moderadamente alta confiabilidad y de adecuada rentabilidad relativa que satisfacían las necesidades y los requerimientos de inversión de los inversores individuales y/o institucionales.

La crisis financiera originada por las corridas bancarias nacionales en el 2002, desembocó en algunas de las siguientes consecuencias sobre el sistema financiero.

- Situación luego de la crisis:

- a)** Caída de la rentabilidad de los títulos públicos.

b) Pérdida del activo “confianza” hacia el sistema financiero tradicional nacional y, por lo tanto, búsqueda de nuevas alternativas de inversión como asimismo nuevos instrumentos, por parte de los inversores individuales e institucionales.

c) Período importante de falta de financiamiento bancario y alto costo del mismo.

d) La gran liquidez de fondos en mano de los inversionistas, generada por la caída de la rentabilidad de los títulos públicos y la corrida bancaria, originó una sustancial búsqueda de otras oportunidades de inversión con garantías prudentes y una rentabilidad competitiva. En este escenario, conjugado con la devaluación del peso que aumentó la competitividad del sector exportador de commodities, el sector agropecuario irrumpió como una alternativa muy interesante.

d) Por el lado del sector agropecuario, predominantemente dependiente del sistema bancario como fuente de financiamiento, las dificultades experimentadas por la crisis permitieron visualizar la necesidad de promover herramientas financieras alternativas al crédito bancario que se adaptaran mejor al perfil y a las exigencias del negocio agropecuario en cuanto a plazos, tasas y garantías.

Este nuevo escenario puso de relieve la alta dependencia, históricamente existente del sector agropecuario al financiamiento bancario, en el cual las dificultades de acceso al crédito presentaron serias consecuencias para la mayoría de las empresas agropecuarias, principalmente las de pequeña y mediana dimensión.

En este nuevo contexto, junto con la aprobación de un conjunto de leyes que promovieron el surgimiento de nuevos instrumentos pusieron las condiciones para que comenzaran a cobrar relevancia nuevas alternativas de financiamiento tales como:

- Operaciones con bancos locales, asociaciones de crédito, cooperativas y mutuales de crédito.
- Fondeo mediante instrumentos estructurados de financiamiento.
- Sociedad de garantías recíprocas.
- Fideicomisos.

En cuanto al objeto de estudio de esta tesis, el Fideicomiso, la situación en nuestro país era incierta hasta 1994, ya que sólo se encontraban distintos tipos de disposiciones aisladas, entre ellas el art. 2662 del Código Civil Argentino que hacía referencia explícita al dominio fiduciario, pero no bastaban para dar un marco legal sustentable para la implementación de esta figura jurídica como en los demás países latinoamericanos.

A partir de la ley 24.441 del Financiamiento de la Vivienda y la Construcción, sancionada el 2 diciembre de 1994 y promulgada el 9 de enero de 1995, se estableció específicamente el tratamiento a asignarle a esta antigua figura del Fideicomiso.

Este mismo año, mediante el decreto 780 se reglamentó esta particular forma de afectar una porción de un patrimonio a una finalidad determinada. De esta manera, se amplió sensiblemente el objeto del Fideicomiso y permitió que se utilizara en una serie de otras actividades además de la construcción.

A partir de esta fecha, esta herramienta comenzó a adquirir relevancia y con el tiempo se ha vuelto una de las figuras jurídicas más versátiles y ventajosas en la solución de innumerables problemas de diversa índole tanto personal como empresarial y sobre todo en materia de financiamiento de proyectos de inversión.

En el Anexo II se presenta un estudio exhaustivo de la herramienta Fideicomiso en Argentina.

El vocablo Fideicomiso deriva del latín fideicommissum, donde fides es fe y commissum confiado, encargo, comisión, encomienda. El término Fideicomiso se desprende por lo tanto de tratarse simplemente de un encargo o una comisión de confianza.

El art. 1º de la ley 24.441 comienza definiendo la concepción de Fideicomiso, "Habrà fideicomiso cuando una persona "fiduciante, fideicomitente o constituyente" transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra "propietario fiduciario", quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato "beneficiario", y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición a una cuarta persona "fideicomisario" que puede ser el fiduciante y/o beneficiario.

En esencia esta figura permite a un propietario de ciertos bienes (fiduciante), transferir los mismos a otra persona física o jurídica (fiduciario) con el objeto de que desarrolle una actividad que conduzca a los fines por los cuales se constituye. Los resultados están destinados al beneficiario que se designe en el contrato, y una vez

cumplida la razón de ser del Fideicomiso, los bienes pasarán a poder de quien sea designado en el contrato (fideicomisario).

En su modalidad financiera, el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad autorizada por la Comisión Nacional de Valores para operar como agente fiduciario financiero, y los beneficiarios son los tenedores de los certificados de participación en el dominio fiduciario o de los títulos representativos de deuda de los bienes fideicomitidos

De acuerdo a lo anteriormente mencionado, en un Fideicomiso se destacan las siguientes personas:

1) El Fiduciante, Fideicomitente o Constituyente:

Es el propietario del bien que se transmite en Fideicomiso al Fiduciario. Instruye al mismo sobre sus obligaciones respecto de este patrimonio separado y del destino de los bienes fideicomitidos y los rendimientos que estos generen.

Otro punto importante es la no habilitación al Fiduciante a ser a su vez Fiduciario, pero sí la habilitación a ser Beneficiario y/o Fideicomisario, como comúnmente ocurre.

2) El Beneficiario:

El art. 2 de la mencionada norma continúa aclarando que el contrato deberá individualizar al Beneficiario, quien podrá ser una persona física o jurídica. Se permite designar más de un Beneficiario, los que salvo disposición en contrario se beneficiarán por igual. También podrán designarse Beneficiarios sustitutos para el caso de no-aceptación, renuncia o muerte.

3) El Fiduciario:

La ley trata la figura del Fiduciario a partir del art. 5, que establece que podrá ser Fiduciario cualquier persona física o jurídica. Sin embargo, los Fiduciarios privados (es decir, aquellos que no están autorizados a realizar oferta pública de sus servicios) requerirán la capacidad general para contratar y cumplir con el destino previsto en el contrato respecto de los bienes fideicomitidos.

Fuera del caso puntual de los Fideicomisos financieros en nuestro país no existen restricciones para actuar como Fiduciario en general.

4) El Fideicomisario:

Es la persona a quien, pasado el tiempo estipulado o cumplida la condición, se le volverá a transmitir el dominio de la cosa por parte del propietario

Fiduciario. Por ley se autoriza a que el Beneficiario sea una persona distinta al Fideicomisario.

El Fideicomiso Financiero Fondo Ganadero INTA Bordenave:

El objetivo específico de este trabajo es estudiar y evaluar el Fideicomiso Financiero Fondo Ganadero (FG) INTA Bordenave como una aplicación concreta de esta herramienta a la financiación del negocio de la capitalización de cría vacuna. Para ello se describen en esta sección las características esenciales del mismo, presentándose en el Anexo III una descripción detallada del mismo.

El FG fue constituido a partir del 1 de febrero de 2005 con su apertura a la suscripción, como un Fondo de Inversión Ganadero para la cría vacuna en los Partidos del SO bonaerense en el área de influencia de la EEA Bordenave.

Su objetivo primordial fue generar una alternativa de financiamiento para la adquisición de vientres por el productor agropecuario regional descapitalizado, utilizando las ventajas de los fideicomisos financieros en su acceso a los mercados de capitales. De esta manera, se logró para la plaza inversora una alternativa novedosa de inversión y para el productor agropecuario una alternativa de financiamiento principalmente a bajas tasas debido a las ventajas de los fideicomisos, utilizando como garantías reales las mismas vacas, con pagos en valor producto y a 10 años de plazo.

En este sentido a 2 años de su constitución, el FG administra 28 módulos ganaderos que representan 1.400 vientres vacunos en contratos de capitalización con productores locales del sur bonaerense.

En cuanto a su modalidad, el FG se constituye a través de un Fideicomiso Financiero, con todas las características de los mismos donde se puede observar una interesante aplicación de ingeniería financiera para la adecuación de los distintos intereses en la participación del negocio.

Se puede observar que los objetivos planteados en la constitución del FG se encuentran claramente definidos y articulados en el diseño de su estructura operativa, en la cual se determinan las siguientes figuras participantes con sus respectivas responsabilidades y obligaciones (Delgado, 2006).

Fiduciario:

El Fiduciario de este Fondo de inversión es BAPRO Mandatos y Negocios S.A., entidad financiera autorizada por la Comisión Nacional de Valores para operar como agente fiduciario financiero, responsable legal del patrimonio del fondo, la titulización de los activos del mismo, de la realización y administración de los procesos productivos en la actividad de cría vacuna.

A la fecha de presentación del presente trabajo, el actual Fiduciario se encuentra en proceso de transferencia del Fideicomiso hacia un nuevo Fiduciario.

Fiduciantes:

El 100% del capital del Fideicomiso está constituido por el aporte de los Fiduciantes, en donde se pueden identificar dos tipos, a describir:

Fiduciantes-Inversores:

Son personas interesadas en el negocio ganadero, las cuales aportan un 70% de los recursos de la conformación del Fideicomiso que reciben como contrapartida Títulos de Deuda (TD) a una tasa de interés fija del 9,1925% en cabezas de ternero, independientemente de los resultados productivos del mismo. Todo inversor debe tener número de CUIT y los TD pueden ser propiedad de varias personas.

En el segmento de inversores potenciales se encuentran una gran variedad de participantes potenciales como productores propietarios de rodeos vacunos con insuficiencia de espacio físico para ubicar sus vacas en su propio campo, originado por distintos motivos usuales en la actividad agropecuaria, como intenciones de expandir al superficie de agricultura, deterioro de la productividad de las pasturas presentes, etc. y que no les resulta útil alquilar nuevas superficies o darlo a capitalizar a un desconocido. Es por ello, que el FG representa una alternativa interesante por la seguridad de la figura y el seguimiento de un administrador profesional.

También pueden sumarse como inversores, consignatarios de hacienda u privados que no tienen la posibilidad de dedicarse a llevar adelante el proceso productivo y que a través de la estructura del Fideicomiso pueden concretarlo.

En definitiva, el FG permite a sus inversores invertir su dinero en un negocio de economía real, en los plazos estipulados de la actividad productiva y conociendo fehacientemente el lugar donde lo está colocando, bajo la gestión de un

administrador idóneo y con la seguridad que ofrece la figura jurídica del Fideicomiso antes descrito (Delgado, 2006).

Fiduciantes-productores:

Participan del negocio recibiendo un documento distinto, Certificado de Participación (CP), el cual los autoriza a cobrar el remanente del negocio luego de saldadas las cuotas de los TD y gastos de funcionamiento del Fideicomiso. Este segundo tipo de inversores aportan un 30% de los fondos de formación del Fondo.

Aquí se encuentran principalmente los productores agropecuarios que buscan incrementar su rodeo para aprovechar toda la capacidad de carga disponible en sus campos y, por lo tanto, reciben en capitalización el 70% de las vacas del FG aportadas por los inversores ahorristas, razón por la cual deben aportar el otro 30% restante mencionado.

El objetivo de esta estructuración por la cual se distingue dos tipos de inversores y formas de participación del Fideicomiso, es en primer lugar adecuar la realidad del negocio a sus características intrínsecas, en las cuales los productores agropecuarios participantes se enfrenten a una estructura FG de incentivos que los motive a realizar un proceso productivo los más eficientemente posible.

En segundo lugar, la condición de participar en el FG con un aporte de un 30% con vientres propios, es una forma de otorgar una garantía a los inversores participantes, del cumplimiento de los niveles de producto a generar proyectados (terneros) y, por otro lado, es un indicio implícito de que cuentan con la estructura productiva y financiera propia para llevar adelante este proyecto, ya que las mismas se encuentran subordinadas al orden preferido de pagos en primer lugar de TD y gastos del Fideicomiso.

Su participación del 30% se concreta a través de la compra de CP mediante su aporte de vientres propios vendiéndolos al FG a cambio de los primeros.

En este sentido, la diferencia de inversores participantes con TD y CP se podría comparar realizando una analogía con las obligaciones y acciones de las sociedades anónimas, en las cuales las obligaciones tienen prioridad de pago sobre las acciones que van a participación con los remanentes (Delgado, 2006).

Posteriormente, se suscriben contratos de capitalización con estos productores agropecuarios en los cuales durante 10 años son responsables de todo el manejo

productivo del rodeo, es decir, la alimentación, sanidad, manejo reproductivo, reposición, de manera de asegurar una producción de terneros acorde a la zona.

Durante esos 10 años, deberán entregan al FG un máximo de 0,343 terneros por vaca del rodeo del Fideicomiso, la mitad machos y la mitad hembras, con un peso no menor de 160 kg, en fecha y lugar acordado con anterioridad.

Finalizados los 10 años, el productor pasa a adquirir la propiedad de la totalidad de las vacas recibidas del rodeo del Fideicomiso.

La Figura de los Operadores del FG:

Los operadores son personas idóneas en el negocio ganadero, debidamente capacitados, muy vinculados a los mercados de hacienda y, por lo general, con formación técnica, que el Fiduciario contrata localmente para realizar en su nombre el control del proceso productivo y la gestión de la logística necesaria para cumplimentar los compromisos ante el inversor y el productor.

Asimismo, resulta ser una figura fundamental para permitir la participación de cualquier inversor ajeno a la actividad, brindando el servicio de liquidación a pesos, a cuenta y orden de la compra de los vientres para incluir en el patrimonio fideicomitado y concluyendo cada ciclo productivo realizando la liquidación de los terneros a los Beneficiarios que así se lo indiquen.

La participación de la EEA INTA Bordenave:

Es el autor intelectual del diseño del FG y cumple la función de asesor productivo del Fideicomiso, teniendo a su cargo el asesoramiento y la capacitación del productor con el fin de promover el mejoramiento y equilibrio de su sistema productivo a través de la adecuación e incorporación de propuestas tecnológicas probadas para la región aplicada al proceso productivo ganadero.

Características Funcionales del FG:

El Fideicomiso presenta el siguiente diseño estructural que define su funcionamiento, resultados y características del negocio para ambas partes, a definir a continuación.

- Moneda Equivalente del Fideicomiso: kg. de ternero.

- Equivalencia de conversión Unidad Ternero/kg. Ternero: 1 ternero = 160 kg mínimos de peso.
- Valor Tamaño de los Módulos: 100 terneros.
- Equivalencias conversión Unidad Vaca/Unidad Ternero: 2 terneros = 1 vaca.
- Constitución de los Módulos: La integración de un título de deuda con un certificado de participación conforma la constitución de un nuevo módulo.
 - ✓ 70% del Módulo: 1 TD con interés preferido fijo del 9,1925%.
 - ✓ 30% del Módulo: 1 CP que habilita la propiedad del remanente del negocio saldados los pagos de los títulos de deuda y los gastos del Fideicomiso.
- Adjudicación de los Módulos: Productores agropecuarios que hayan realizado la prescripción, aprobados por el Fondo y que se hagan propietarios de un certificado de participación.
- Características de los contratos de Capitalización subyacentes al Fideicomiso:
 - Plazo: 10 años
 - Responsabilidades comprendidas: El manejo productivo del rodeo, en todo concepto: la alimentación, sanidad, manejo reproductivo, reposición, de manera de asegurar una producción de terneros acorde a la zona.
 - Pagos anuales: 0,343 terneros/vaca recibida mitad macho, mitad hembra con un peso mínimo de 160 kg entregados en lugar y fecha previamente acordado con el operador.
 - Cumplimiento de los pagos anuales: En concepto de pago efectuado por la entrega de los terneros, se le entrega al productor un recibo suscripto por el inversor ahorrista tenedor del título de deuda en conformidad por el pago recibido.
 - Finalización del contrato: Integración por parte del productor de su certificado de participación con el título de deuda obtenido al saldar sus 10 cuotas anuales, determinando su propiedad de la totalidad de los vientres del modulo.

Circuito Funcional del FG:

A fin de dar un completo detalle de la operatoria de funcionamiento del Fideicomiso en base a sus características estructurales se procede a detallar los pasos del mismo.

La moneda equivalente interna del FG en el cual se encuentra determinado todo su activo es el kg de ternero. Toda operatoria dentro del Fideicomiso tanto de entrada como salida es en valor ternero. De esta forma, los aportes de los Fiduciantes, los pagos de las cuotas realizados en los contratos de capitalización celebrados por el Fiduciario con los productores agropecuarios son en kg de ternero, como así también los honorarios profesionales del Fiduciario y gastos del Fideicomiso.

De esta manera, se logra aislar del funcionamiento del Fondo el riesgo precios ya que los todos los aportes de participación al Fondo y los pagos en todo concepto se realizan en la moneda equivalente: kg de ternero (Delgado ,2006).

La operatoria de conformación de los módulos se inicia normalmente a de enero a abril de cada año con un plazo de 120 días en el cual se toman las prescripciones tanto de inversores como productores interesados en participar.

En cuanto a la selección de los productores receptores de los módulos se presta especial atención a fin de aceptar a todos aquellos productores que no presenten referencias negativas o que pudieran ser negativas para el normal funcionamiento del Fideicomiso. La selección que se efectúa en base a las referencias comerciales y responsabilidades productivas locales observadas a partir de la fuente de las instituciones, cooperativas y empresas locales.

A partir de las prescripciones se comienza a trabajar en la integración de TD y CP para la conformación de los módulos.

El tamaño de cada modulo individual es de 100 terneros y la equivalencia de conversión de Unidades de Terneros/Unidades de Vacas es de 2 a 1, por lo que cada modulo queda conformado por 50 vacas de cría que se marcan con la marca del FG.

La conformación de un módulo se realiza mediante la integración de un TD correspondiente al 70% del mismo, de un tamaño de 70 terneros que representan 35 vacas, con un CP aportado por el productor receptor del modulo del Fideicomiso correspondiente al 30% restante del modulo, de un tamaño de 30 terneros que representan 15 vacas.

De esta forma quedan predeterminados los módulos a concretarse para el correspondiente ciclo.

El Fiduciario es el responsable del proceso de titulización de los activos de cada parte realizando la emisión de los títulos de deuda y certificados de participación respectivos, como de su posterior integración formal a la fecha estipulada en la prescripción de la conformación de los módulos.

Integrados los TD con los CP, el Fiduciario procede a realizar los contratos de capitalización con los productores agropecuarios participantes.

Las condiciones de estos contratos son muy similares a los contratos privados de capitalización que se observan en el mercado.

En lo que respecta al servicio productivo que brinda el productor para la capitalización del rodeo, asume la responsabilidad civil en todo concepto del rodeo recibido. Aspectos concernientes a:

- Cuidado y mantenimiento de la calidad de las vacas del rodeo,
- Provisión de su alimentación (gestión de los pastoreos y suplementaciones dietarias que se hicieran necesarias).
- Sanidad del rodeo (gastos de veterinario y medicamentos).
- Manejo reproductivo y aporte de los toros a razón de un 4% del rodeo.
- Tomar aquellos seguros que crea convenientes suscribirse.
- Reponer las vacas en caso de muerte o extravío.
- Efectivizar el pago anual de la cuota terneros en tiempo y forma.
- Tomar las capacitaciones brindadas por INTA de manera de obtener asesoramiento técnico y estar en contacto con la evolución de la tecnología ganadera.

Previamente al momento estipulado de la entrada del rodeo fideicomitado al establecimiento, el productor agropecuario tiene el derecho de observar y revisar las vacas del modulo a recibir. En caso de encontrar animales que no le convencieran, tiene el derecho de revisar distintos lotes conjuntamente con el operador hasta conformar el rodeo a recibir.

Esta alternativa se diseñó para poder resolver los problemas de las distintas calidades de animales dentro de una misma categoría que se encuentran en un rodeo. De esta manera, una vez que el productor está de acuerdo con la tropa a

recibir firma en conformidad el contrato, donde se hace responsable frente al Fiduciario del cuidado de los animales por el plazo establecido, aceptando que con el lote de animales que recibe podrá cumplir con el negocio.

Asimismo, en el contrato del Fideicomiso financiero están claramente estipuladas las características básicas de las vacas a integrar en el FG:

- Las vacas deben tener garantía de preñez para su segunda o tercera parición.
- Deben tener al día los análisis sanitarios de rutina correspondientes.
- No deben presentar lastimaduras, golpes, deben poder caminar.
- Raza, tamaño y conformación con el visto bueno del Operador.
- Razas británicas o sus cruzas para producción de carne.
- En ningún caso la vaca podrá contar con menos del 70% del diente.
- Debe ingresar con un estado corporal adecuado (condición corporal 2 en escala del 1 al 5) y estado reproductivo que garantice el servicio estacionado.
- No deben presentar trastornos en el sistema nervioso.
- Las vacas deberán ser aceptadas por el Productor antes que la lleven al campo.

El proceso productivo es controlado por el operador. El INTA participa brindando asesoramiento en lo tecnológico y capacitaciones regionales a fin de apoyar al productor en su alcance y mejoramiento de los niveles productivos deseados.

Al final del ciclo anual el productor, en coordinación con el operador, debe realizar la entrega de la cuota anual de terneros, en el lugar y fecha establecido en el contrato, que por lo general es la balanza más próxima a su explotación.

La características de los terneros a entregar están también claramente definidas en el contrato de Fideicomiso:

- Mitad Machos y mitad hembras de 160 kg de promedio.
- No deben presentar lastimaduras, golpes, deben poder caminar, ver y alimentarse por sí mismos.
- Deben ser hijos de vacas propiedad del Fideicomiso.
- Razas británicas y sus cruzas para producción de carne
- Bien alimentados y sanos a simple vista.

- No más de 9 (nueve) meses de edad.
- Sin trastornos en el sistema nervioso.
- En lo que respecta a tamaño y conformación, deberán tener el visto bueno del Operador.

El tenedor de títulos será notificado por el Fiduciario con 15 días de antelación del lugar, fecha exacta y cantidad de terneros que le serán entregados por el operador en representación del Fideicomiso.

El inversor podrá solicitar al operador el servicio de venta de los terneros a su cuenta y orden, el cual realizará transfiriéndosele al beneficiario la suma obtenida por la venta descontados los gastos de comercialización que resulten aplicables.

El Fiduciario con el pago de esta cuota honra en primer lugar el pago de los títulos de deuda correspondientes al capital más intereses, en segundo lugar los gastos del Fideicomiso donde se encuentran comprendidos sus honorarios y los del operador como los gastos de funcionamiento. Por último, determina los terneros que le corresponden al productor en concepto de cobro del equity por sus certificados de participación, que quedan en el campo del productor.

El tenedor del título de deuda firma en conformidad por su pago percibido un recibo anual que es entregado al productor capitalizador, que luego del pago de las 10 cuotas anuales canjea por el TD respectivo para que el fiduciario pueda integrar con su CP trasmitiéndole la propiedad del módulo. Así de esta manera, el productor vuelve a marcar con su marca declarada en el registro de marcas y señales la hacienda del módulo.

METODOLOGÍA DE ANÁLISIS DE CASO

El objetivo del trabajo apunta al estudio del instrumento Fideicomiso como herramienta de financiación aplicada a la capitalización ganadera, en el estudio del caso "FG", analizado a través de la evaluación del proyecto de inversión (PI) de incorporación de 100 vientres vacunos en la estructura productiva modal de la empresa agropecuaria del Partido de Bahía Blanca, en base a las siguientes tres fuentes de financiamiento alternativas: el mismo FG, una línea de Crédito de la Banca Privada (CBP) y una línea de Crédito de la Banca Estatal (CBE) con tasa subsidiada.

Para este fin se realizó la determinación de la factibilidad económica y comparación del PI de Capitalización de Cría Vacuna para el Partido de Bahía Blanca, vía las tres alternativas de financiamiento citadas utilizando la metodología de Evaluación de proyectos de inversión.

Para el caso concreto de estudio definido en la estructura productiva real y modal para el Partido de Bahía Blanca, se basó en las determinaciones existentes de los trabajos de encuestas de caracterización e identificación de los agrosistemas representativos del Partido realizados previamente por la Cátedra de Gestión Agropecuaria del Departamento de Agronomía de la UNS.

La estructura productiva modal se determinó en base a la superficie más frecuente (modal) del Partido de Bahía Blanca considerándose la dotación media de capitales, la combinación más frecuente de actividades agrícolas y ganaderas, las tecnologías aplicadas y rendimientos promedios (Gargano et al., 1990; Saldungaray et al., 1996 a, b).

Estos datos fueron ajustados y actualizados a un modelo mejorado de cría ganadero para el Partido, elaborado por técnicos del Grupo de Extensión de la EEA INTA Bordenave, en base a los resultados de ensayos en zona y trabajo con productores locales, definiendo los índices productivos razonablemente alcanzables y tecnologías a utilizar sostenido por la incorporación de asesoramiento técnico en la actividad productiva, la cual se presupuestó en el proyecto de inversión.

Se complementó la información anterior con datos de los Boletines Informativos electrónicos del Proyecto Red de Información Agro Económica Agropecuaria Pampeana (RIAP) del INTA (Boletín RIAP, 2006).

Horizonte de Proyecto: El horizonte del PI fue determinado en 10 años ajustado a la alternativa de financiamiento de mayor plazo.

Precios utilizados: Para la base del cálculo, se estipularon los precios reales, en moneda constante, esperados para el horizonte de proyecto, en base a precios estimados a partir de información de precios de insumos y productos agropecuarios recabados de las publicaciones mensuales de las Revistas CREA (Consortios Regionales de Experimentación Agrícola) y Marca Líquida, como así también de los Mercados de Liniers y Mercado a Término de Buenos Aires, confrontados con los datos de la cátedra de Gestión Agropecuaria del Departamento de Agronomía de la UNS, que se elabora a partir de relevamientos de las mismas fuentes.

Tamaño del proyecto: Se consideró un PI de 100 vacas de cría, el cual contempla una financiación entre 90 y 70 vacas según la fuente de financiamiento empleada.

Características de la Estructura Productiva de la Empresa Modal definida:

Superficie Predial modal del Partido: La superficie modal determinada fue de 629 ha, con una asignación de 24% a agricultura y 76% a la actividad ganadera.

La superficie agrícola, en base a la información de encuestas para el Partido, se asigna en su totalidad al cultivo de trigo, representando 150 ha (Gargano et al., 1990).

Para el caso de la ganadería, la superficie determinada es de 479 ha con 445 ha destinadas a la cría y 34 ha destinadas al negocio de recría de un 25% de los terneros.

Tecnología, manejo y niveles productivos: La tecnología y manejo utilizados, como los índices productivos determinados, son los siguientes:

- Vientres: Razas británicas, peso medio 400 kg, reposición propia, vida útil 7 años.
- Toros: Raza británicas, peso medio 600 kg, comprados, vida útil 5 años.
- Servicio: Natural a razón de un 4% de toros, en los meses de noviembre, diciembre y enero.
- Tacto rectal: 1 de Abril.

- Índice de preñez: 91%
- Índice de parición: 88%
- Índice Destete: 85%, edad 6 meses, a principios del mes de marzo.
- Peso al destete: Machos 175 kg, hembras 165 kg, destino venta totalidad de terneros/as excepto hembras para reposición.
- Criterios de rechazo:
 - Al servicio:
 - 5% Vacas viejas con o sin cría.
 - 2% Vacas nuevas sin cría.
 - 1% Toros.
 - Al tacto:
 - 1% Vacas viejas vacías.
 - 5% Vacas nuevas vacías.
 - Mortandad anual 2% (viejas).
- Porcentaje de reposición anual de vientres: 15%.
 - Retención adicional de terneras para selección (rechazo al servicio- Noviembre): 5%.
- Porcentaje de retención final de terneras para reposición: 20%.
- Edad Primer servicio: 15 meses.
- Incrementos de peso Reposición hasta el primer servicio:
 - Marzo a Mayo: 0,4 kg/día
 - Junio a Septiembre: 0,5 kg/día
 - Octubre: 0,6 kg/día
 - Peso alcanzado al primer servicio: 274 kg.
- Incrementos de peso Reposición hasta el segundo servicio:
 - Noviembre: 0,55 kg/día
 - Diciembre: 0,4 kg/día
 - Enero a Abril: 0,5 kg/día
 - Mayo a Agosto: 0,2 kg/día
 - Septiembre a Noviembre: 0,4 kg/día
 - Peso alcanzado al primer servicio: 403 kg.
- Receptividad Carga animal Inicial: 0,48 EV/ha ganadera.
- Receptividad Carga animal Objetivo Proyecto Inversión: 0,70 EV/ha ganadera.

- Base forrajera del proyecto: Se basa principalmente en campo natural, verdeos de invierno (avena) y de verano (moha y sorgo) y pasturas perennes ya implantadas de Pasto Llorón en proporción a la ocupación de superficie del proyecto, según la composición y labores agrícolas que se detallan a continuación:
 - Sorgo: (20%) - 35 ha
 - Rastra doble (x2).
 - Siembra.
 - Semilla (14 kg/ha).
 - Avena Pastoreo: (24%) - 42 ha
 - Arado de rastra
 - Rastra doble
 - Siembra
 - Semilla (80 kg/ha)
 - Avena Rollo: (1,5%) - 3 ha
 - Arado de rastra
 - Rastra doble
 - Siembra
 - Semilla (80 kg/ha)
 - Corte y confección de rollos
 - Moha: (10%) - 18 ha
 - Rastra doble (x2)
 - Siembra
 - Semilla (15 kg/ha)
 - Pastura Perenne Llorón: (9,5%) - 17 ha - Amortizada
 - Campo Natural: (35 %) - 61 ha
- Plan Sanitario: El plan sanitario de prevención y tratamiento observado se compone de la siguiente manera:
 - Aftosa: 2 Dosis anuales a todos los animales.

- Brucelosis: 1 dosis a las terneras de reposición.
- Mancha y gangrena: 2 dosis a los terneros y terneras.
- Antiparasitario oral: 2 dosis a las terneras de reposición.
- Calcio: 2 dosis a las vacas de cría.
- Mosca de los cuernos: 2 dosis a todos los animales.
- Control de toros: 1 vez por año.
- Mano de Obra: Productor agropecuario encargado del trabajo y la gestión de la empresa agraria, que obtiene una retribución por trabajos directos en laboreos agrícola-ganaderos, junto con los Retiros de remuneración empresaria por un total conjunto entre ambos de \$2000/mes.
- Dotación de bienes de capital: La dotación de bienes de capital fundiario y fijo inanimado se detallan en los cuadros respectivos en el Anexo I.

Alternativas de financiamiento:

Se evaluó el proyecto de inversión mediante las siguientes alternativas de financiamiento:

- **Fideicomiso Financiero Fondo Ganadero (FG):**

Según la estructura descrita en el Capítulo del FG, se estableció una participación de dos módulos, a fin de acceder al número de vacas objetivo del proyecto (100 vientres).

- Vacas aportadas al FG por el productor: 30 madres (compra de Certificados de Participación).
- Vacas Aportadas por inversor: 70 madres (compra de Títulos de Deuda).
- Total Vacas recibidas en el proyecto: 100 madres.
- Características de los vientres aportados: Hembras de segunda o tercera parición con garantía de preñez, mínimo 70% del diente y estado corporal 2 en escala de 1 al 5.
- Moneda del Fideicomiso: kg de terneros, se participa en el FG con vacas que equivalen a dos terneros y se obtiene como rendimiento terneros
- Pago de Amortización e intereses: 0,34 ternero/vaca recibida, mitad macho mitad hembra con peso mínimo de 160 kg entregado en la balanza más cercana al establecimiento, fijado previamente en el contrato, según siguiente detalle:

- Cuota anual de terneros del Proyecto (2 Módulos): 34 terneros
 - Pago títulos de deuda (capital + intereses): 22 terneros.
 - Honorario fiduciario, gastos funcionamiento Fideicomiso y asesoramiento técnico: 10 terneros.
 - Certificado de participación del productor (Equity): 2 terneros.
-
- Plazo: 10 años en 10 cuotas anuales.
 - Finalización del contrato: cumplido los 10 pagos anuales se transfiere la propiedad de las 100 madres al productor.
 - Gastos de Comercialización: Se definió un 7% de gastos de comercialización de venta en base a la ventaja secundaria de mejores oportunidades que presenta vender a través del operador del Fideicomiso que trabaja mayores volúmenes que los del mismo establecimiento aisladamente.

▪ **Crédito Bancario:**

Para la evaluación del proyecto mediante financiación vía crédito bancario se realizó un relevamiento de las líneas de crédito para adquisición de reproductores de ganado vacuno de los principales bancos presentes en el mercado, que se muestra en el Cuadro I.

Banco	Financiación (%)	TNA (%)	Prima Subsidiada	Fija o variable	Período	Período Gracia	Prendario o Hipotecario	Gastos Bancarios	Tasa Efectiva Anual
Nación	70	18,0	6%	Var.	6 años	1,5 años	Hipot.	2% anual	15%
Pcia BsAs	70 -100	17.8	10%	Semi fija	6 años	1 año	Prend.	2% inicial	10%
Río	70	18,5	-	Fija	3 años	-	Hipot.	2% inicial	19.5%
Macro-Bisel	70	17,5	-	Var.	3 años	-	Hipot.	1,5% inicial	19,5%
Credicoop	80	17,24	-	Var.	3 años	-	Hipot	-	19,8%
Galicia	75	18,00	-	Var.	3 años	-	Hipot/ Prend.	2% inicial	20%

Cuadro I. Líneas de créditos para adquisición de vientres ganado vacuno de los principales bancos.

Fuente: Elaboración Propia en base a encuesta direccional.

En base al presente relevamiento, se decidió realizar la evaluación del proyecto mediante las líneas de CBP y CBE de tasa subsidiada más económica, a fin de comparar a la alternativa FG con las líneas más competitivas identificadas.

Se utilizó la tasa de interés efectiva anual nominal de cada línea de crédito como tasa de interés real, debido a la expectativa que los controles gubernamentales sobre el precio de la carne durante los 6 años concernientes al pago del crédito estarían eliminando los efectos de la inflación sobre este producto utilizado para la cancelación del crédito bancario.

A fin de realizar un análisis completo de la posibilidad de no ocurrencia del supuesto anterior, se realizó posteriormente un análisis de sensibilidad final de los resultados del proyecto si la carne manifestara precios un 10 y 25% superiores a los esperados por dicho supuesto.

Para el caso del proyecto de inversión, se presupuestó el costo anual de asesoramiento técnico equivalente al del FG, en base a los valores de honorarios profesionales de mercado.

- Gastos de Comercialización: Se definió un 8% para compra de los vientres y 9% para ventas, en promedio con los valores de mercado que logra un establecimiento del Partido, del tamaño de análisis que vende su hacienda individualmente.

- **Crédito Banca Privada:**

Para el caso de la línea de Crédito Privada se determinó la perteneciente al Banco Río por presentar una combinación más competitiva de menor tasa efectiva anual, de condición fija y de mayor plazo de pago.

Esta línea de crédito permite como máximo un financiamiento del 70% de la inversión en capital vacas con crédito bancario y el aporte de las 30 vacas restantes por parte del productor agropecuario.

- **Crédito Banca Estatal con tasa subsidiada:**

En cuanto a la línea de crédito de la Banca Estatal con tasa subsidiada se adoptó la línea del Banco Provincia de Buenos Aires por ser la que presentaba mejores características en cuanto a tasa de interés efectiva anual, monto de financiamiento de proyecto, menor comisión bancaria y garantías prendarias sobre registro de la hacienda.

Sobre las características de esta línea se tomó la financiación del 90% de los vientres y el aporte del 1% de las vacas por parte del productor.

En cuanto a la tasa de interés semifija de esta línea se constituye por la Tasa Pasiva Encuesta BCRA para depósitos a plazo fijo en pesos a 30 días más un diferencial de 6 puntos porcentuales, mientras esta sea menor al 16%. Superado dicho porcentaje, el tomador del crédito absorbe el 50% de las variaciones que experimente la misma.

En el caso de esta línea de crédito brinda una financiación del 90% de la inversión de los vientres vacunos, quedando el aporte del 10% restante por parte del productor.

Determinación de los Costos Anuales del Proyecto:

Para la determinación de los costos del proyecto, se realizó la presupuestación de las siguientes erogaciones:

1) Gastos de alimentación, sanidad del rodeo y remuneración a la mano de obra directa en laboreos:

Se imputaron la totalidad de los costos de implantación de los recursos forrajeros y confección de reservas forrajeras, considerando los gastos de la maquinaria agrícola. Se consideraron gastos de combustible, lubricantes, mantenimiento y mano de obra directa aplicada por el mismo productor agropecuario.

Las erogaciones correspondientes al control sanitario del rodeo se desprenden del plan sanitario del sistema, los gastos de los insumos veterinarios y las visitas de este profesional.

2) Gastos de Estructura:

Se procedió a asignar a aquellos que se encontraban directamente relacionados con la superficie ocupada por cada actividad. Para aquellos que no se podían asignar directamente a una actividad, se los asignó en un 50% a cada una.

Los gastos de estructura, que se detallan en sus cuadros respectivos en el Anexo I, fueron los siguientes:

- Impuestos Inmobiliario.
- Electricidad Rural.
- Gas.
- Teléfono fijo y celular.
- Gastos de Contador.
- Gastos de la camioneta: constituidos por combustible, lubricantes, repuestos y reparaciones, patente y seguro, en función de una utilización anual promedio de 25.000 km.
- Retiros Empresariales: Incluyendo los Retiros empresariales ya mencionados en concepto de gestión empresaria y mano de obra del establecimiento general, no incluida en a las actividades directas de laboreos.
- Gastos de Conservación de las Mejoras Fundiarias.

3) Amortizaciones:

Se realizó el cálculo de las amortizaciones contables de los bienes que correspondía a los fines de incorporar los efectos impositivos reales del impuesto a la renta en el proyecto, según la metodología abajo citada.

Metodología de cálculo de las amortizaciones contables:

$$\text{Amortización (\$/año)} = \frac{\text{VN (\$)} - \text{VR (\$)}}{\text{VU (años)}}$$

Donde:

VN = Valor a Nuevo: Precio del mismo en estado nuevo, sin uso.

VR = Valor Residual: Valor del bien finalizada su vida útil.

VU = Vida útil: Años de duración del bien

Para la asignación de las amortizaciones se siguió el mismo criterio de distribución utilizado para los gastos de estructura.

El detalle de los cuadros de los capitales existentes en la explotación, antigüedad y amortizaciones se encuentran en el Anexo I.

4) Costos de Oportunidad:

- Capital Tierra y sus Mejoras Fundiarias: Para el cálculo del costo de oportunidad del factor tierra y sus mejoras fundiarias se tomó el valor de arrendamiento ganadero promedio de los campos para cría del Partido de 28 kg de novillo anuales.

- Capital Fijo Inanimado: Se incluyeron los costos al inicio del proyecto a valor de mercado de la maquinaria agrícola y camioneta gasolera proporcional a la superficie del proyecto afectada dentro de la superficie ganadera. Al finalizar el proyecto se consideró la parte proporcional a la superficie del proyecto, de la liquidación de estos capitales a su valor de mercado.

- Capital fijo Vivo: se incluyeron los costos de oportunidad de los vientres y toros aportados al proyecto por el productor agropecuario según su valor de mercado. De la misma manera se consideró su liquidación al concluir el PI.

5) Impuesto a los Ingresos Brutos:

Se consideró el pago de Ingresos Brutos por las ventas de animales del proyecto según la alícuota del 1% de la actividad agropecuaria de la Provincia de Buenos Aires.

6) Impuesto a las Ganancias:

Para el cálculo del Impuesto a las Ganancias se consideró la categoría promedio perteneciente del productor agropecuario de esta escala de producción, situado en la alícuota del 14%.

Se utilizó la metodología impositiva para el cálculo del impuesto a través de la determinación del monto imponible según la ley N° 20.628/97 descontando los costos de producción, financiamiento, comercialización de la actividad y los otros impuestos que la ley permite descontar, como asimismo las amortizaciones de los capitales.

En línea con la metodología impositiva de cálculo no se dedujo ni los Retiros Empresarios ni las amortizaciones de capital de deuda bancaria.

7) Impuesto al Valor Agregado (IVA):

Si bien el IVA no es un costo de producción, genera un costo financiero por la inmovilización de dinero que produce a raíz del IVA que se debe pagar en las compras de bienes y servicios de producción alcanzados por este impuesto. A tales fines se incorporaron los efectos financieros de este impuesto en el PI, para cada modalidad de financiamiento evaluada.

Determinación de los Ingresos Anuales del Proyecto:

Se determinaron los ingresos anuales del Proyecto en base a las ventas proyectadas de hacienda tal como se detalla en los Anexos II, III y IV para cada alternativa de financiamiento del PI.

En cuanto a los precios de venta del ganado no se contemplaron aumentos de los precios reales por la importante intervención de control de precios del gobierno en este mercado y las perspectivas de continuación de esta política.

Evaluación del Proyecto de Inversión:

Para la evaluación de las tres alternativas de financiamiento en cuestión se utilizó la metodología de evaluación de proyectos de inversión anteriormente citada, determinando para cada alternativa el Cash Flow y los siguientes indicadores:

- Valor Actual Neto (VAN): Se analizó el proyecto de inversión en función de la tasa de descuento principal del 10%, que es una tasa de interés aceptable para proyectos de inversión agropecuarios, definida en base a la tasa de riesgo que se le exigiría un activo de riesgo similar. Sin embargo, se determinaron los VAN, para observar la sensibilidad del proyecto, un 5% por encima y por debajo de la misma a una tasa de descuento del 5 y 15%, respectivamente.

Se determinaron además los siguientes indicadores de manera complementaria en base a los resultados de Flujo Futuros de Fondos.

- Tasa Interna de Retorno
- Período de Repago:

Posteriormente, a partir de estos resultados se realizó un Análisis de Sensibilidad del indicador VAN al 10% de las tres líneas de financiamiento del PI, en base a la combinación de escenarios en función de distintos resultados de las variables económica y productiva, Precio de Venta de la Hacienda y Porcentaje de Destete de Terneros, identificadas como más relevantes en los resultados del negocio ganadero.

- Precio de Venta de la Hacienda (PVH): Se tomó para el cálculo del VAN al 10% los resultados a un PVH un 25 y 10% sobre y por debajo de los precios esperados.
- Porcentaje de Destete Terneros (PDT): Se calcularon a partir de un destete de 95 y 70%, considerándose los resultados productivos para este sistema de producción promedio más alto a lograr, y más bajo a experimentar en un año de condiciones adversas trabajando con asistencia técnica oportuna que permita reducir las pérdidas de producción a los niveles más razonable posibles.

En base a este análisis de sensibilidad, conjuntamente con el escenario esperable definido inicialmente, se determinaron las situaciones más y menos favorables para cada línea de financiamiento del proyecto de inversión.

RESULTADOS Y DISCUSIÓN

En el Cuadro II pueden observarse los resultados del VAN a la tasa de descuento del 10%, la TIR y Periodo de Repago-Payback de la evaluación de proyecto, mediante las tres alternativas de financiamiento analizadas: FG, CBP y CBE de tasa subsidiada.

Proyecto/ Línea Financiamiento	VAN 10%	TIR	Payback
Fondo Ganadero (FG)	\$ 4.692	11,49%	9,22
Crédito Bancario (CBP)	\$ -7.501	8,27%	9,27
Crédito Bancario Tasa Subsidiada (CBE)	\$ 8.927	12,73%	9,13

Cuadro II. VAN 10%, TIR y Payback del proyecto para las tres líneas de financiamiento evaluadas.

El VAN para el proyecto de inversión a la tasa de descuento definida y a los precios reales esperados para el horizonte del proyecto, sitúan al financiamiento CBE de tasa subsidiada en primer lugar, logrando un incremento de capital superior en \$4.235, con respecto al financiamiento vía FG y de \$16.428 con respecto al financiamiento con CBP.

Es importante observar que el CBP presenta un VAN negativo lo que significa que estaría reduciendo el valor de los activos o la riqueza del inversor en \$7.501, que a primera vista implicaría un rechazo de esta línea de financiamiento para el PI.

La TIR acompaña las decisiones en esta línea localizándose en 12,73, 11,49 y 8,27% para el CBE, FG y CBP, respectivamente.

En cuanto a los períodos de repago no se observan diferencias significativas en la liquidez generada por el proyecto a través de las tres alternativas de financiamiento, ya que todas permiten recuperar la inversión inicial en el primer tercio del último período del proyecto.

A primera vista, el CBE se presenta en términos del VAN como la alternativa más atractiva para financiar el proyecto. Sin embargo, en la evaluación de proyecto integral permite inferir la posibilidad de manifestación de importantes limitaciones en cuanto al acceso a la misma:

- Es una tasa de interés extremadamente baja, con respecto a los costos de financiamiento en el libre mercado, razón que permite esperar la manifestación de los problemas de racionamiento de crédito tratados anteriormente.
- Los requisitos bancarios de carpeta para la adjudicación del mismo puede por si mismo dejar fuera gran parte de la demanda de crédito. La dificultad anexa de altas exigencias de rentabilidad para el otorgamiento de dichos créditos, excluye a un gran número de productores agropecuarios, principales candidatos tomadores. Este no es un hecho menor a la hora de obtener financiamiento teniendo en cuenta la baja rentabilidad característica de los sistemas ganaderos zonales actuales. Asimismo, la exigencia de mantener sus impuestos y deudas financieras al día genera que los productores endeudados en mora o con juicios ante la AFIP queden también al margen de esta alternativa.
- La mayoría de los créditos no se estructuran mediante garantía prendaria sobre el ganado a adquirir, requiriendo el otorgamiento de garantías hipotecarias importantes ente el 30 y 50% del valor tomado en préstamo.

Estos aspectos, para un gran número de demandantes de financiamiento, ceden protagonismo a las alternativas restantes, en la cual el FG se presenta notablemente mejor posicionado frente al CBP de tasa de interés de mercado arrojando un VAN mayor en \$12.193 sin contar, además, las dificultades de requisitos bancarios para el otorgamiento de crédito bancario o el requisito de garantías hipotecarias.

En cuanto a este último aspecto, el FG presenta algunas ventajas alternativas por el hecho de que el tomador de crédito no debe presentar en ninguna circunstancia garantías hipotecarias, sólo participar como única garantía con 15 madres por modulo recibido, que el mismo continua manejando en su establecimiento junto a las que recibe.

Con respecto a los requisitos bancarios de carpeta, el FG presenta la ventaja anexa de que su único requisito, basado en el principio de confianza de los

Fideicomisos, es que el Fiduciario logre recabar referencias morales satisfactorias de las instituciones locales comerciales, bancarias, etc. del candidato tomador de vientos.

En referencia al período de repago del financiamiento, el FG otorga el plazo más extenso localizado en los 10 años, mientras para el caso de ambos créditos bancarios los plazos máximos se sitúan en 6 años.

Los resultados obtenidos demuestran una preferencia descendente de las tres líneas de financiamiento en el orden descripto, CBE, FG y CBP, especificando que existen otros aspectos importantes a analizar para la toma de decisión de la línea más acorde a la realidad de cada empresario o productor agropecuario, que pueden manifestarse como limitantes de acceso al financiamiento y que no se visualizan en el mero análisis financiero.

Asimismo es importante aclarar que el CBE, además de la tasa subsidiada, presenta una financiación del 90% de la inversión del capital vacas a diferencia del FG y CBP que sólo otorgan un 70% de la misma, razón por la cual la diferencia entre los VAN del CBE y el FG estaría más cerca de lo que en las condiciones actuales se presenta, si se utilizara igual base de financiación del capital vacas (70-30).

Con el fin de evaluar la sensibilidad de los proyectos a la tasa de descuento definida del 10%, se realizó la determinación anexa de los VAN a las tasas de descuento del 5 y 15% (Gráfico I).

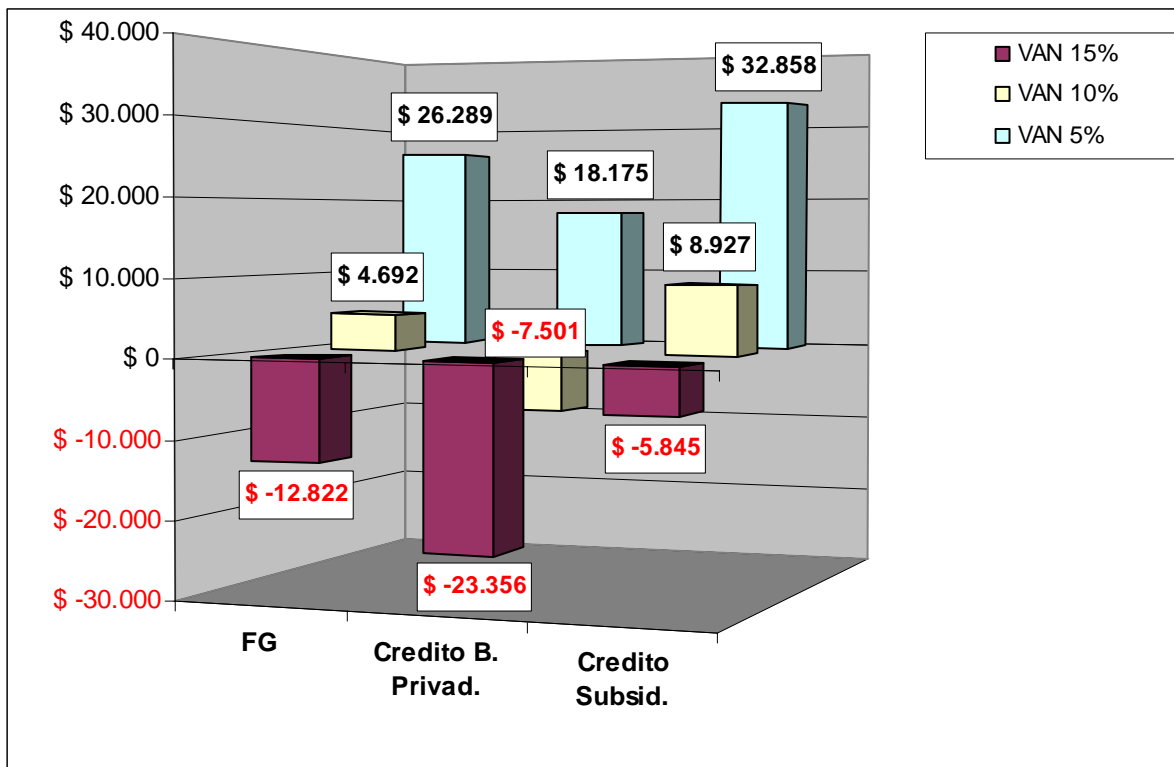


Gráfico I. VAN al 5,10 y 15% del proyecto para las tres líneas de financiamiento evaluadas.

Se observa que la tendencia en el orden de la selección de proyecto para las tres líneas de financiamiento se mantiene cuando se considera una tasa de descuento del 5%, pero la totalidad de las líneas de financiamiento del PI presentan VAN positivos.

Sin embargo, cuando se contempla una tasa descuento correspondiente a un costo de oportunidad mayor (15%), se observa que si bien el orden de posicionamiento de los proyectos se mantiene, todos pasan a tener un VAN negativo que estaría indicando el rechazo en primera medida de todas las líneas de financiamiento para el presente proyecto.

El porcentaje de destete (PDT) y precio de la hacienda (PVH) fueron definidos como las dos variables productiva y económica más relevantes y de mayor variabilidad en los resultados del negocio agropecuario. Con el objeto de analizar la sensibilidad del proyecto para las tres líneas de financiamiento en cuanto al VAN a la tasa de descuento establecida del 10%, en base a las dos variables citadas, se procedió a determinar los resultados a un 70, 85 y 90% de PDT y un 10 y 25% de

aumento y caída de los PVH, obteniéndose la siguiente combinación de resultados (Gráfico II).

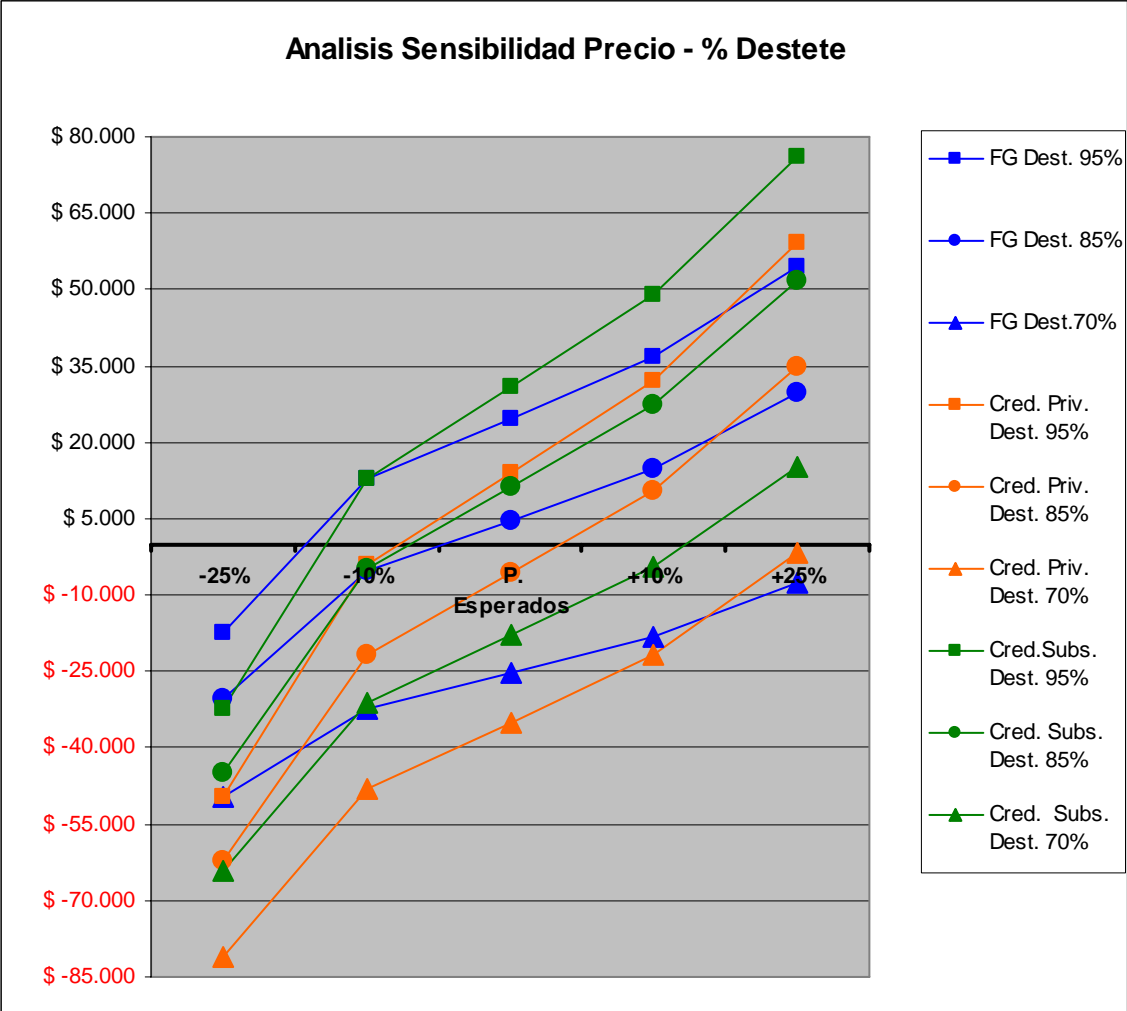


Gráfico II. VAN (10%) del proyecto para las tres líneas de financiamiento evaluadas en cuanto a un 70, 85 y 90% de PDT y un 10 y 25% de aumento y caída de los PVH.

Los resultados arrojan información importante de la cual se pueden especificar los siguientes aspectos. Los cambios en el VAN del PI para las tres alternativas de financiamiento, en cuanto a variaciones en los índices productivos resumidos en el PDT, demuestran que el PI presenta una muy alta sensibilidad con respecto a fallas tecnológicas, potenciadas en años adversos, observadas a través de la mayor pendiente de las rectas del VAN para esta situación.

Este hecho es de singular importancia por la magnitud de las reducciones en el VAN, debido a que denota el riesgo productivo en el cual el negocio está inmerso. Tanto es así, que sólo la alternativa de financiamiento CBE con los precios reales de la hacienda un 25% por encima de los esperados durante todo el horizonte del proyecto, es la única que logra marcar un VAN positivo compensando pérdidas por producción.

Los valores de PDT mínimos, a los precios esperados, que arrojan un VAN nulo, a partir del cual comenzaría a experimentarse valores negativos son para el FG 83%, CBP 89% y CBE 81%. Por un lado, es importante destacar que los PDT promedios del Partidos se encuentran en un 70%. Sin embargo, también es verdad que son índices donde la aplicación de tecnologías básicas de mínimo costo es escasa. En cuanto a establecimientos con una moderada aplicación de tecnología se observan PDT mínimos de 85%.

Estos resultados destacan la importancia de encarar proyectos de ampliación y capitalización de vientres sólo cuando el nivel tecnológico presente ya se encuentra estabilizado en estos índices productivos satisfactorios.

En todos los casos la sensibilidad al PDT, de las tres líneas entre sí para un PVH similar, como puede visualizarse en el Grafico III, presenta variaciones casi similares entre las mismas. Tal es así que, por ej., para los precios esperados ceteris paribus, con un 95% de PDT, el aumento observado en los VAN es de \$19.930, \$21.162 y \$20.738 para FG, CBE y CBP, respectivamente. Con respecto a los VAN de la situación inicial a los precios esperados, ante un PDT del 70% las variaciones se encuentran en valores con pequeñas diferencias ubicados en \$29.894, \$31744 y \$31108, respectivamente.

Sin embargo, la sensibilidad combinada de los PDT para distintos PVH manifiesta importantes variaciones. Este comportamiento se explica por el hecho de que un ternero más logrado con alto precios manifiesta una repercusión monetaria mayor a un ternero de precio más bajo y viceversa.

En cuanto a la sensibilidad de las tres alternativas de financiamiento a variaciones en los PVH, se observa que el FG presenta la menor sensibilidad a los mismos en comparación con las dos alternativas de crédito bancario, visualizado a través de la menor pendiente de la recta del VAN. Esta conducta puede explicarse debido a que los efectos de los cambios de PVH sobre el VAN del PI se ven parcialmente diluidos, en función de que el costo del financiamiento del PI, dado por

el pago de la cuota anual de amortización más intereses de TD y gastos del Fideicomiso tiene eliminado el riesgo precios, ya que la misma es un número fijo de terneros en comparación con las otras líneas que tiene estipulado una cuota monetaria.

En este sentido, la cobertura frente al riesgo precios presenta aspectos favorables a esta alternativa como protección ante bajas en los PVH, pero asimismo no permite favorecerse en la misma magnitud ante aumentos en los mismos PVH, que las líneas de crédito tradicional, debido a la licuación del efecto de la tasa de interés en el PI.

En base a las combinaciones de las variables analizadas se presentan a continuación en el Cuadro III, los escenarios determinados para cada línea de financiamiento.

Proyecto/ Línea Financiamiento	% Destete	-25%	-10%	Precios Esperados	+10%	+25%
	Fondo Ganadero (FG)	95%	\$ -17.313	\$ 12.640	\$ 24.622	\$ 36.603
85%		\$ -30.268	\$ -5.296	\$ 4.692	\$ 14.681	\$ 29.663
70%		\$ -49.699	\$ -32.201	\$ -25.202	\$ -18.203	\$ -7.704
Crédito Bancario (CBP)	95%	\$ -55.616	\$ -6.435	\$ 13.237	\$ 32.910	\$ 62.418
	85%	\$ -69.096	\$ -25.100	\$ -7.501	\$ 10.097	\$ 36.495
	70%	\$ -89.316	\$ -53.096	\$ -38.609	\$ -24.121	\$ -2.389
Crédito Bancario Tasa Subsidiada (CBE)	95%	\$ -40.330	\$ 9.969	\$ 30.089	\$ 50.209	\$ 80.389
	85%	\$ -54.086	\$ -9.077	\$ 8.927	\$ 26.930	\$ 53.936
	70%	\$ -74.719	\$ -37.646	\$ -22.817	\$ -7.988	\$ 14.256

Cuadro III. VAN (10%) del proyecto para las tres líneas de financiamiento evaluadas en cuanto a un 70%, 85% y 90% de PDT y un 10% y 25% de aumento y caída de los PVH.

En cuanto a los aspectos anteriormente citados, se puede advertir que el FG presenta la mayor protección frente a escenarios desfavorables principalmente en cuanto a caídas en los PVH y sus combinaciones con obtención de reducciones en los índices productivos. Esto puede observarse ante una caída en el 25% de los PVH, el FG presenta los VAN menos negativos.

Sin embargo, las líneas de crédito bancario presentan mayores posibilidades de favorecerse con aumentos en los PVH que se magnifican con las combinaciones de

ejercicios con mejores PDT y reducen las pérdidas generadas ante situaciones de bajos PDT.

A partir de la determinación anterior de los distintos escenarios posibles, se identificaron los escenarios más favorable y desfavorable.

Se identificó como escenario más favorable la utilización del CBE en un contexto de altos precios (+25%) y muy satisfactorios índices productivos (PDT 95%), mientras como más desfavorable el correspondiente a la utilización del CBP en un marco de bajos precios (-25%) y no satisfactorios índices productivos (PDT 70%).

Los resultados observados se encontraron en concordancia con la tendencia esperada del mayor VAN en el escenario más favorable provisto por la utilización del CBE y en el caso del escenario más desfavorable, el VAN más negativo experimentado por el CBP, en correlación con el posicionamiento manifestado en el escenario inicial por estas dos líneas de financiamiento (primera y última).

Sin embargo, es importante destacar que si bien no se presentaron reversiones del posicionamiento inicial en los escenarios más favorable y desfavorable, se observan variaciones en el posicionamiento de las tres alternativas de financiamiento en las situaciones de escenario intermedias.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Los resultados obtenidos demuestran las dificultades actuales de financiamiento para la actividad ganadera manifestadas principalmente por la baja rentabilidad actual del negocio, condicionado principalmente por el entorno macroeconómico y la política nacional de control de precios de los cortes cárnicos.

- La alternativa de financiamiento tradicional mediante crédito bancario presenta algunas limitantes importantes, que en numerosos casos eliminan o desmerecen su posicionamiento como alternativa de financiamiento para el PI ganadero, tales como: acceso en cuanto a requisitos de carpeta, plazos, garantías, estructuración del financiamiento y mayores costos del financiamiento, salvo en líneas estatales de tasa subsidiada.
- Se destaca la utilidad de nuevos instrumentos de financiación, como el Fideicomiso, expuesto a través del caso del FG, como herramientas alternativas de financiamiento estructurado a las características propias del negocio ganadero basadas en los principios de confianza de esta institución y como un vehículo financiero de los mercados de capitales que permite disminuir los costos de financiamiento.
- El Fideicomiso FG representa una interesante aplicación de ingeniería financiera mediante el cual el diseño y el mecanismo de moneda interna, definida en "kg de terneros", permite el objetivo de administrar el riesgo productivo al ganadero capitalizador y el riesgo precios al inversor.
- La mayoría de los créditos para PI en capital vacas o toros requieren para su otorgamiento importantes garantías hipotecarias situadas entre el 30 y 50% del valor tomado en préstamo, donde la alternativa de la garantía prendaria sobre el ganado a adquirir, es casi inexistente por los problemas de control planteados en el presente trabajo.

- A nivel de los PI ganaderos para el Partido de Bahía Blanca, la sensibilidad a los resultados productivos asociados al riesgo climático regional y a las variaciones en los precios del producto carne, revelan la gran vulnerabilidad de la empresa ganadera local, especialmente aquellas de pequeña dimensión que frente a pequeñas modificaciones en los precios de los productos o niveles de producción se encuentran altamente expuestas a experimentar serias dificultades financieras.

De lo expuesto, se pueden inferir las siguientes recomendaciones:

- ✓ Se resalta la importancia de utilizar tecnologías básicas de manejo tendientes a mejorar la eficiencia de los sistemas ganaderos de las empresas del Partido, a los fines de reducir los riesgos de exposición de las mismas ante variaciones en los precios y cambios en el entorno macro. De esta manera, se pone de relevancia el requerimiento de realizar un proceso productivo eficiente y la reducción de los riesgos que puedan ser administrados, a fin de asegurar el mejor resultado del PI.
- ✓ Expuestas las referencias históricas de importante endeudamiento agropecuario en la región, se hace necesaria una eficiente evaluación de las alternativas de financiamiento más acorde a los PI ganaderos zonales en cuanto a costos y estructuración del financiamiento, plazos, momentos de liquidez y de pagos, administración de riesgos y apalancamiento.
- ✓ Se destaca la necesidad de continuar perfeccionado los sistemas de créditos prendarios sobre hacienda, que permitirían evitar el desaprovechamiento actual de importantes activos como garantías para el acceso a financiamiento de los PI ganaderos.
- ✓ La metodología de evaluación de PI se presenta como una herramienta de gran utilidad para la determinación de la factibilidad económica y estimación de resultados de una alternativa productiva, como también para la evaluación de las mejores fuentes de financiamiento de la misma. Al mismo tiempo, permite inferir las repercusiones directas en los resultados económicos finales de un proyecto,

ante modificaciones en las variables tecnológicas utilizadas, resultados por producción y comercialización, fuente de financiamiento, cambios en las políticas nacionales e internacionales y sus efectos sobre las variables macroeconómicas implícitas como los precios de los productos e insumos.

BIBLIOGRAFÍA

ALFARO, D.; CONTI, C. y TRONCOSO, C. 2004. Financiamiento del Sector Agropecuario: Alternativas Existentes vs. Nueva Oportunidades, Facultad de Ciencias Económicas y de Administración – UDELAR. Universidad de la República, Uruguay, pp 2-5, 10-19, 21-23.

ALLEN, F. y GALE, D. 2001. "Financial Crises", Working Paper Series Wharton Financial Institutions Center University of Pennsylvania 1, 37,

BARSKY, O. 1987. El Sistema Crediticio. La Caída de la Producción Agrícola en la Década de 1940. En: La Agricultura Pampeana. Transformaciones Productivas y Sociales. FCE/IICA/CISEA. Buenos Aires. pp. 31-112.

BERNANKE, B. y GERTLER, M. 1990. "Financial Fragility and Economic Performance", Quarterly Journal of Economics 105, pp. 87-114.

BLAS TRILLO, H. 2005. El Fideicomiso Financiero. Ecotributaria. Buenos Aires. www.hectortrillo.com/hemerotecadigital.doc.pdf

BOCCO, A. 1989. Diferentes Modalidades del Financiamiento de la Agricultura Pampeana: Crédito Bancario y Crédito Comercial. Ed. Mimeo.

BOLETIN INFORMATIVO AGROPECUARIO MENSUAL RIAP BORDENAVE. 2006. N° 2-10. <http://www.inta.gov.ar/bordenave/actualidad/RIAP/riapboletin.htm>

BREALEY, R. y MYERS, S. 1992. Principios de Finanzas Corporativas. 3a. ed. Mc Graw -Hill. Caracas. 1.300 pp.

CASIRAGHI, S. 2005. El Financiamiento en el Sector Agropecuario. Unidad de Financiamiento Agropecuario, Jornada Anual de Difusión. Buenos Aires.

COLOMBET, H.H. 2002. Evolución del Financiamiento Agropecuario: el Caso la Ganadería. Unidad de Financiamiento Agropecuario. Presentación Jornada de Difusión. Bordenave.

COLOMBET, H.H. 2003. Financiamiento a la Actividad Ganadera. Análisis de un Fideicomiso de Ganadería. X Jornadas Nacionales de la Empresa Agropecuaria. Tandil. 16 p.

DE SANTIS, M. y FORMENTO, S. 2004. Utilización de la Figura del Fideicomiso como una Alternativa Viable para Financiar la Actividad Ganadera. Rev. Facultad de Agronomía N° 24 . pp 119-131.

DE NICOLA, M.; MERIGO, I.; PERETTI M. y PREDA, G. 2003. Endeudamiento Agropecuario Pampeano: el Caso Sudeste de Córdoba. Revista de Investigaciones de la Facultad de Ciencias Agrarias. Nº III. pp 2-5.

DELGADO, G. 2006. Finanzas Rurales. Ediciones INTA. Buenos Aires. pp 43-45; 123-129.

DIAZ COEHLO, F. 2004. La Nueva Economía. Capítulo Finanzas Solidarias, Editorial Altamira. pp 261-262

DIPLOTTI, A., GUTIERREZ, P. y MALUMIÁN, N. 2006. Fideicomiso y Securitización. Análisis legal, Fiscal y Contable. 2da Edición. Editorial La Ley. Buenos Aires. pp. 640-650.

ERPEN, M. 1999. Cómo Financiar a la Empresa a través del Mercado de Capitales. IAMC. Cuaderno de Investigación Nº 12. pp 27-29

GARCÍA, A. 1993. Las Transformaciones del Sector Financiero en los Últimos Diez Años. Realidad Económica. 120: 41- 60.

GARGANO, A.; ADÚRIZ, M. y SALDUNGARAY, M. 1990. Sistemas Agropecuarios de Bahía Blanca. 1. Clasificación y Descripción Mediante Indices. Rev. Arg. Prod. Anim. 10 (5): 361-371.

GIBERTI, H. 1994. El crédito y la Situación Agropecuaria. Realidad Económica, 123: 79-83.

GOMEZ, J.E.y NIDIA R. 2002. El Racionamiento del Crédito y las Crisis Financieras. Rev.Econ. Inst. V.4 . Nº.7. Bogotá.

HUBBARD, G. 1990., editor. Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment, Chicago, The University of Chicago Press,.

INSTITUTO INTERAMERICANO PARA LA COOPERACIÓN PARA LA AGRICULTURA. 2003. Resumen Financiamiento Agropecuario. Instituto Plan Agropecuario.

INSTITUTO NACIONAL DE TECNOLOGÍA AGROPECUARIA. 2004. Plan Estratégico Institucional 2005-2015. Ed. INTA. Buenos Aires. pp 19-22

KIPER, C. y LISOPRAWSKI, S. 1999. Teoría y Práctica del Fideicomiso, Editorial De Palma. Buenos Aires.

LATTUADA, M. y MOYANO ESTRADA, E. 2001. Crecimiento Económico y Exclusión Social en la Agricultura Familiar Argentina. Economía Agraria y Recursos Naturales. Revista de la Asociación Española de Economía Agraria, 2:171-193.

LEY 24.441. 1995. El Senado y la Cámara de Diputados de la Nación Argentina. pp.10.

MONDINO, D. y PENDAS, E. 2005. Finanzas para Empresas Competitivas, Conceptos Esenciales para Decisiones Eficientes. Ed. Management. Buenos Aires. pp 290-298.

NADIR, E. 2006. El Costo del Capital y los Proyectos de Inversión. Revista de Investigación y Desarrollo. Escuela de Negocios de UCS. Edición Electrónica. 2006. <http://eneg.ucasal.net/paginas/revistaelectronica/art03.htm>.

OBSCHATKO, E.S. de. 1993. Efecto de la Desregulación sobre la Competitividad de la Producción Argentina. Fundación ARCOR, Grupo Editor Latinoamericano, pp. 11-111.

OBSCHATKO, E.S. de y ESTAFANELL, G. 2000. El Sector Agroalimentario Argentino 1997-1999. Instituto Interamericano de Cooperación Agrícola, Buenos Aires, Argentina.

PERETTI, M. A. 1998. Monitoreo Económico de los Sistemas Productivos Predominantes del Sector Agropecuario de Córdoba. Convenio INTA - UNRC - SAGyRR. Río Cuarto.

PERETTI, M. A. 1999. Competitividad de la Empresa Agropecuaria Argentina en la Década de los '90. Revista Argentina de Economía Agraria. Vol. II. N 1.

PERETTI, M.A. 2001. Agricultura versus Ganadería en Zonas de Aptitud Agrícola. Conferencia 24º Congreso Argentino de Producción Animal. Rafaela (Santa Fe): 24-31.

PERETTI, M. A. 2002. Otro Enfoque de la Comparación 80's vs.90's en el Sector Agropecuario. Revista Agromercado, 208: 20-23.

PEROTTI, E. 2002. Herramientas Alternativas de Financiación. Parte I - Fideicomiso. Suplemento Investigación y Desarrollo. Bolsa de Comercio de Rosario. pp 2-3, 4-6.

PORTO, J. 2000. Alternativas de Financiación e Inversión, Editorial. O. Buyatti, Bs. As. pp 1-5.

PUCCIARELLI, A. 1986. El Capitalismo Agrario Pampeano (1880-1930). Hyspamérica. Buenos Aires.

RECA, L.G. y PARELLADA, G.H. 2001. El sector Agropecuario Argentino. Aspectos de su Evolución, Razones de su Crecimiento Reciente y Posibilidades Futuras. Editorial Facultad de Agronomía, Universidad de Buenos Aires, 150 pp.

SABATTO, J. 1988. La Clase Dominante en la Argentina Moderna: Formación y Características. CISEA. Buenos Aires, p. 15-113.

SALDUNGARAY, M.C.; GARGANO, A. O. y ADÚRIZ, M.A. 1996a. Sistemas agropecuarios de Bahía Blanca. 6. Análisis comparativo de los sistemas de producción representativos. Rev. Arg. Prod. Anim. 16 (3): 293-301.

SALDUNGARAY, M.C.; GARGANO, A. O. y ADÚRIZ, M.A. 1996b. Evaluación Físico-Económica de los Sistemas Agropecuarios de Bahía Blanca en 1994 Comparados con los de 1988. XXVII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Agraria, Rafaela, Santa Fe, 11 pp.

SCOBIE, J. 1968. Revolución en las Pampas. Historia Social del Trigo Argentino, 1860-1910. Solar Hachette. Buenos Aires.

STIGLITZ, J.E. y Weiss, A. 1981. "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information". The American Economic Review. vol. 71. no. 3, pp. 393-410

TOSI, J.C. 2006. La Producción Ganadera: Ante el Desafío de Mantener la Rentabilidad. Suplemento Económico Revista Visión Rural Año XIII N° 64. Buenos Aires. pp 2-4.

VARIAN, H.R. 1994. Microeconomía Intermedia. Antonio Bosch. Barcelona.

EL FINANCIAMIENTO AGROPECUARIO Y LA PROBLEMATICA DE ACCESO AL CREDITO

El Financiamiento:

Concepto y definición:

La organización económica de un país está constituida principalmente por dos sectores bien diferenciados pero íntimamente ligados de manera tal que no se puede concebir la existencia de uno sin el otro.

- a) El sector de la Economía Real: Conformado por la producción de los bienes y servicios que se consumen en una sociedad.
- b) El sector Financiero: Constituido por los activos financieros como reserva de valor.

Como es claro intuir, ambos se encuentran estrechamente relacionados por finalidades y propósitos comunes. Un sistema financiero eficiente potencia el desarrollo de un sector real sólido, como de la misma forma un sector real dinámico incide directamente en el desarrollo de un sistema financiero activo.

El objetivo amplio del sistema financiero es la adecuación entre los excedentes y déficit en las capacidades de pago presentes de las unidades económicas de una sociedad que componen el sector real, a definir: las familias, empresas y el Estado.

De esta manera, se puede definir al sistema financiero como un instrumento de intermediación entre los excedentes de recursos de una economía como depósitos de valor presentes en la moneda y demás activos financieros, y las necesidades de dichos recursos para el funcionamiento y crecimiento del sector real (Diaz Coehlo, 2004).

Las finanzas conforman el sistema que abarca la circulación de la moneda, la concentración y garantía de crédito, la realización de inversiones y la prestación de este servicio de intermediación.

El sistema financiero tradicional:

La visión tradicional de las finanzas se reúne alrededor del sector bancario como intermediario tradicional del financiamiento, enfocando esta ciencia al estudio de la utilización del recurso financiero (dinero), su costo, rendimiento, protección, captación, colocación, control y reciclaje de sus distintos productos.

a) Órganos de intermediación:

La intermediación financiera tradicional se desarrolla en la actualidad principalmente por:

- * Las Entidades Financieras.
- * Los Agentes de Bolsa.
- * Los Agentes de Mercados Abiertos.

Estas entidades, que pueden ser personas físicas o jurídicas, realizan la actividad de vinculación de oferta y demanda de dinero, combinando los plazos de la oferta, con las necesidades de la demanda, realizando la tarea de estructuración de la intermediación de manera de lograr la cuotificación y diversificación de las inversiones.

b) Instrumento Financieros:

El sistema financiero tradicional se estructura a través de operaciones con activos financieros. Los activos financieros, a diferencia de los activos reales, se constituyen como depósitos de valor, a través de instrumentos financieros que prometen un rendimiento futuro al tenedor del mismo.

Un instrumento financiero es toda declaración de derechos futuros sobre recursos reales, de modo tal que a una fecha estipulada de vencimiento, se pueden ejercer estos derechos de manera de percibir los dividendos o intereses producidos a su tenedor.

En este sentido se pueden describir algunas de las características más importantes de los instrumentos financieros:

- * *Liquidez*: Es la capacidad del instrumento de convertirse en dinero líquido. La misma depende básicamente de tres factores fundamentales: características de negociación en el mercado (realidad de temporal de oferta y demanda del mismo), costos de entrada y salida del mercado y su precio de realización.

* *Rendimiento*: Representa las utilidades que genera al tenedor del instrumento. En general, existe una relación inversamente proporcional entre la liquidez de un instrumento y su rendimiento.

* *Riesgo*: Es una medida estimada de la capacidad del deudor-emisor del instrumento de poder cancelarlo en la fecha prevista. Como regla general, los instrumentos de mayor riesgo poseen mayores rendimientos proyectados.

c) Marco legal regulatorio:

El marco regulatorio para las operaciones de financiamiento e inversión de la República Argentina se encuentran especificadas para las distintas entidades y organizaciones en base a las características propias de negociación financiera y de los instrumentos financieros que se negocian.

En el caso de las Entidades Financieras se encuentran reguladas principalmente por la Ley 21.526 de Entidades Financieras, sancionada el 14/02/1977, junto a sus modificatorias por las leyes 24144, 24485 y 24627 y decreto 146/94, conjuntamente con las normativas del Banco Central de la República Argentina (BCRA).

Para el caso de las Entidades de Bolsa, autorreguladas y agentes de Bolsa se encuentran regidos en primera instancia por la Ley 17.811 de Oferta Pública de Valores, Bolsas o Mercados de Comercio y Mercado de Valores, sancionada el 16/08/68, con las modificaciones de los Decretos 677/01 y 1.020/03; y la Ley 22.169 de Funciones de la Comisión Nacional de Valores. Como también las normas y resoluciones emitidas por la propia Comisión Nacional de Valores (CNV) y la Bolsa de Valores.

Las nuevas alternativas de financiación no tradicionales:

Las nuevas alternativas de financiamiento comienzan a cobrar relevancia en nuestro país a partir de la década de los noventa con la aprobación de un conjunto de leyes que promovieron el surgimiento de nuevos instrumentos financieros. Sin embargo, en relación con la financiación del sector agropecuario es preciso

mencionar algunos aspectos de la realidad que se presentaban previa y post crisis bancaria del 2002.

- Situación previa a la crisis:

a) El sector financiero nacional presentaba una alta disponibilidad de dinero y, consecuentemente, la posibilidad de otorgar créditos a la economía en general y al sector agropecuario en particular.

b) El financiamiento del sector agropecuario era prácticamente en su totalidad de origen bancario.

c) Existía una demanda de dinero muy fluida por parte del sector estatal, la cual estaba soportada por títulos de moderadamente alta confiabilidad y de adecuada rentabilidad relativa que satisfacían las necesidades y los requerimientos de inversión de los inversores individuales y/o institucionales.

La crisis financiera originada por las corridas bancarias nacionales en el 2002, desembocó en algunas de las siguientes consecuencias sobre el sistema financiero.

- Situación luego de la crisis:

a) Caída de la rentabilidad de los títulos públicos.

b) Pérdida del activo “Confianza” hacia el sistema financiero bancario nacional y, por lo tanto, búsqueda de nuevas alternativas de inversión como asimismo nuevos instrumentos, por parte de los inversores individuales e institucionales.

c) Período importante de Falta de financiamiento bancario y alto costo del mismo.

d) La gran liquidez de fondos en mano de los inversionistas, generada por la caída de la rentabilidad de los títulos públicos y la corrida bancaria, originó una sustancial búsqueda de otras oportunidades de inversión con garantías

prudentes y una rentabilidad competitiva. En este escenario conjugado con la devaluación del país, que aumentó la competitividad del sector exportador de commodities, el sector agropecuario irrumpió como una alternativa muy interesante.

d) Por el lado del sector agropecuario, predominantemente dependiente del sistema bancario como fuente de su financiamiento, las dificultades experimentadas por la crisis permitieron visualizar la necesidad de promover herramientas financieras alternativas al crédito bancario que se adaptaran mejor al perfil y a las exigencias del negocio agropecuario en cuanto a plazos, tasas y garantías.

Como principales tipos de alternativas de financiamiento al sistema tradicional se pueden citar:

- Fondos de inversión:

Su estructura está compuesta por la suma de los patrimonios pertenecientes a una pluralidad de inversores cuyo derecho de propiedad se mantiene mediante sus certificados de participación correspondiente.

La administración de los mismos es ejercida por una sociedad gestora idónea en la actividad de inversión.

Las ventajas de estos instrumentos son las impositivas que suelen presentar, seguida de la posibilidad de invertir en alternativas a las cuales no podría acceder un sólo inversor aislado, con una expectativa de buena rentabilidad suministrada por una entidad gestora dedicada a elegir activos atractivos y la alternativa de una mejor diversificación del riesgo.

- Factoring Financiero:

Es un contrato de préstamo celebrado entre una empresa que necesita recursos y una entidad financiera (sociedad de Factoring), mediante el cual las partes acuerdan que la empresa cede créditos a cobrar originados en su actividad tales como facturación, cheques posdatados, vales, pagarés, etc. que serán gestionados para el cobro por la entidad financiera, la cual por ello le cobra una tasa que se negocia entre ambos.

De esta forma, las empresas pueden tomar financiamiento, convirtiendo activos que con el sistema tradicional no podían utilizar, en activos disponibles como garantías para la obtención de financiamiento, optimizando además su rotación de capital de trabajo, la gestión de cobro, las cargas administrativas y transmitiendo el riesgo de incobrabilidad de sus deudores.

- Pools de Siembra o Fondos Agrícolas:

Es una alternativa particular de los Fondos de inversión que ha cobrado mucho auge desde la crisis del 2002, también para inversores ajenos al sector agropecuario.

Se instrumenta a través de una administradora de fondos comunes, normalmente conformada por ingenieros agrónomos combinados con economistas o licenciados en administración, que tiene como destino exclusivo la actividad productiva agrícola y ganadera.

Su ventaja principal es la posibilidad de acercar a todo tipo de inversores la alternativa de participar de negocios agropecuarios, articulados de manera tal de reducir los riesgos climáticos a través de un plan de producción basado en la diversificación de cultivos, zonas y negociación por mejores precios tanto con proveedores de insumos como con los compradores de los productos finales.

- Leasing financiero:

Es la modalidad de un préstamo no financiero, en bienes de capital tales como maquinarias, equipos, software, telecomunicaciones, marcas, patentes; transportes de carga, automóviles e inmuebles, etc.

Se estructura a través de una modalidad de alquiler de manera que una entidad financiera que compra el bien solicitado, hace entrega del mismo, en alquiler a un tomador cobrándole por ello un precio llamado "canon".

Con la conclusión del último pago de canon pactado, el propietario otorga al tomador una opción de compra del bien por un valor residual, fijado previamente como un porcentaje del costo del bien.

Las ventajas de esta herramienta para el tomador son la posibilidad de adquirir un bien sin tener que realizar la inversión inicial, generando las utilidades con las que irá pagando los cánones. Además, normalmente se obtienen plazos mayores y tasas de interés menores a los de los préstamos tradicionales para bienes de capital,

como la no afectación de garantías accesorias. Y como punto muy importante, también cuenta con beneficios fiscales muy interesantes.

- Fondo inmobiliario con pactos de retroventa:

Estos fondos operan de manera de utilizar el activo tierra como factor de inversión y financiamiento, conformando un fondo con la adquisición de tierras a un precio pactado a través de un contrato de compraventa entre el administrador y los propietarios de los inmuebles agropecuarios, como así también el precio y el plazo de la recompra por parte del propietario original.

Posteriormente, la administradora arrienda las tierras al productor agropecuario quien realiza la actividad productiva, no siendo imprescindible que el empresario sea el propietario original del inmueble.

El volumen de esta cartera inmobiliaria debe justificar los costos fijos de administración como también una superficie mínima o distribución como para asegurar una diversificación regional.

El Rendimiento de los títulos del fondo (Bonos Tierra) se constituye por dos componentes: uno líquido relacionado con los pagos del arrendamiento y otro a percibirse en el momento de concreción de la operación de recompra.

- Warrants o Certificados de depósito:

Son instrumentos financieros de corto plazo, a través de los cuales una empresa puede obtener financiamiento a través del otorgamiento de una garantía real sobre un stock de mercadería de su propiedad, que deposita en custodia en almacenadoras autorizadas para tal fin.

La ventaja para el tomador de la financiación radica en que puede utilizar como garantía sus propios productos, incluso en elaboración. Además, sin la urgencia de financiación puede esperar a períodos de flete, logística y precio de venta de sus productos más favorables.

Por otro lado, los warrants se encuentran catalogados como garantías preferidas por el BCRA presentando tasas más bajas que las de líneas de créditos sin garantía real.

El plazo máximo de los warrants es de 180 días, pero puede ser renovable.

- Sociedad de Garantías Recíprocas (SGR):

Son formas especiales de financiamiento para PyMES constituidas como Sociedades Anónimas con el fin de facilitar la gestión de créditos para sus socios, brindándoles asesoramiento técnico, financiero y económico.

Rigen su operatoria según la Ley 24.467 de regulación de las PyMES y las modificatorias de la Ley 25.300 de fomento PyME.

La operatoria se inicia con la incorporación de las PyMES interesadas como socios, integrando un aporte a la Sociedad. Posteriormente, la SGR asesora a la PyME en el armado del proyecto de inversión y realiza la presentación avalada, con algunos de sus bancos adheridos, elegido por la PyME.

Aprobado el crédito, la PyME firma una contragarantía a favor de la SGR y ésta una garantía a favor del prestamista. La ventaja para la PyME es que normalmente se obtienen plazos y tasas cercanas a las de las empresas de primera línea, que sin su participación en la SGR difícilmente podría acceder.

- **Sociedad Anónima:**

Es el tipo societario más utilizado para el desarrollo de actividades comerciales e industriales en general. Posee, como fortaleza que limita la responsabilidad de los inversores únicamente al capital aportado a la sociedad en las acciones aislando totalmente su patrimonio del de la sociedad. Las utilidades se distribuyen en proporción al capital aportado a través de la participación en acciones, las cuales poseen distintas características (IICA, 2003).

- **Fideicomisos y Fideicomisos Financieros (Titulización de Activos):**

Es el objeto de estudio de esta tesis por lo que se describirá en detalle en el capítulo siguiente.

El Financiamiento Agropecuario:

Un aspecto de fundamental importancia en lo respectivo al financiamiento Agropecuario es el relacionado a las características propias de la actividad que la sitúan en mayores probabilidades de ocurrencia de ejercicios anuales en los cuales se manifiesten requerimientos especiales de financiamiento estacional para poder concluir el ejercicio o habilitar el inicio de un nuevo ciclo productivo.

Los requerimientos coyunturales de financiamiento externo:

La actividad agropecuaria, a diferencia de otras actividades económicas, presenta necesidades coyunturales de financiamiento, sobretodo en lo relativo al financiamiento externo.

Tales necesidades se fundamentan en las características particulares de la producción agraria, sujeta a los períodos de los ciclos biológicos, en la cual se observa una significativa estacionalidad y un plazo prolongado entre el momento de la compra de los insumos y la venta de los productos finales (De Nicola et al., 2003).

Como primera connotación económica, esta realidad le confiere a la actividad una muy lenta rotación del capital invertido. Del mismo modo, se puede visualizar una necesidad de financiamiento real durante el plazo de producción, plazo que generalmente es diferente al tradicional ejercicio económico de un año de duración de cualquier empresa convencional (Alfaro et al., 2004).

Esta necesidad real de financiamiento puede generar descalces financieros importantes que inicialmente se pueden vaticinar factibles de resolución mediante una planificación financiera adecuada de la actividad.

Sin embargo, tomando en cuenta la dimensión de las inversiones requeridas para la actividad productiva y los mayores riesgos climáticos en los cuales el proceso productivo se encuentra inmerso, puede cobrar importancia la magnitud de los descalces entre los plazos de compra de insumos y obtención de los productos finales, complejizando la tarea de armonización y resolución de los mismos, como así también potenciando las probabilidades de requerimientos de financiación externa coyuntural en estos determinados períodos.

La segunda implicancia económica se deriva del hecho ya mencionado de la exposición de la empresa a los mayores riesgos que la propia actividad biológica implica (clima, genética, reproducción, etc.). De la misma manera, otros factores tales como los riesgos de mercado en cuanto a la alta volatilidad de precios de los productos finales

Este aspecto es importante por la variabilidad que introduce en la planificación empresarial de los resultados productivos obtenidos, ya que el clima tiene una gran influencia y no siempre es sencillo o posible el aislamiento de este tipo de riesgo.

Esta realidad introduce una situación, casi inexistente en los demás sectores de la economía: Resultado productivo = “Cero” en años de sequía en las cuales no existe cosecha.

Esta posibilidad de ocurrencia de una inversión y resultado productivo nulo es casi exclusiva de este sector económico. Si bien hoy existen alternativas de seguros para riesgos climáticos, actualmente no presentan a nivel nacional un alto grado de desarrollo en el diseño de las coberturas, manteniendo muchos riesgos importantes aún fuera de las mismas.

En segundo lugar, la ocurrencia de esta posibilidad de cosecha nula, presenta graves consecuencias en su repercusión sobre:

- El funcionamiento económico del sector y los riesgos de incremento del nivel de endeudamiento.
- El requerimiento de respaldo financiero propio para cubrir la ocurrencia de riesgos no incluidos en las coberturas de los seguros disponibles en el mercado.
- El menor resultado productivo real en el largo plazo, donde en una serie de tiempo existen una cierta cantidad de cosechas nulas.

Por último, existen dificultades de acceso al financiamiento originadas en las características constitutivas de la empresa agropecuaria, estipuladas por su “Ubicación Espacial”.

La lejanía a los centros urbanos no es una realidad menor, ya que se encuentra íntimamente relacionada al menor acceso y velocidad de recepción, análisis y confrontación de la información con otros pares del sector, como asimismo los tiempos de “aggiornamento” de las noticias, nuevas disposiciones legales, normativa y cambios en las condiciones macroeconómicas.

Esta Situación, en un sentido amplio, influye en la rapidez de adecuación a dichos cambios y recepción de alternativas de innovación para sortearlas, mientras en el sentido estricto del acceso al financiamiento incorpora la posibilidad de no calificar como sujeto de crédito por no reunir algunos de los requisitos legales, impositivos requeridos en tiempo y forma.

Características especiales de los activos tierra y ganado:

En cuanto a las características especiales de sus activos, se debe mencionar la existencia de un conjunto de rasgos particulares de las empresas agropecuarias,

para lo cual su comprensión es imprescindible para el entendimiento de sus requerimientos de estructuración específica del financiamiento.

El primero de dichos rasgos son las características del capital tierra, y en segundo lugar, del capital hacienda, que constituyen los dos activos principales de las empresas agropecuarias. Esto es así dado que el resto del capital productivo, comprendido por la maquinaria y mejoras fundiarias como alambrados, corrales, galpones, pasturas, etc., representan En este contexto el 1 de febrero de 2005 es finalmente constituido el FG con su apertura a la suscripción, como un Fondo de inversión ganadero para la cría vacuna en los partidos del sudoeste bonaerense del área de influencia de la EEA Bordenave.

Su objetivo primordial fue generar una alternativa de financiamiento para la adquisición de vientres por el productor agropecuario regional descapitalizado, utilizando las ventajas de los fideicomisos financieros en su acceso a los mercados de capitales. Logrando para la plaza inversora una alternativa novedosa de inversión y para el productor agropecuario una alternativa de financiamiento principalmente a bajas tasas debido a las ventajas de los fideicomisos, utilizando como garantías reales las mismas vacas, con pagos en valor producto y a 10 años de plazo.

Aproximadamente 10% del total de los activos de la explotación.

La tierra y el ganado poseen la característica diferencial a la del resto de los activos tradicionales de la economía de ser no depreciables.

Por otro lado la tierra, además de ser el bien sobre el cual se desarrolla toda la producción, es un activo utilizado como reserva de valor, por lo que debido a estos dos atributos se requiere darle un tratamiento especial en cuanto a:

a) El procedimiento de cálculo de la rentabilidad de la empresa agropecuaria, en el cual se hace necesario asignarle un “valor aparente” de renta por la propiedad de la misma, similar al costo de oportunidad de los activos financieros. La tierra es un factor de producción, tradicionalmente considerado en sí mismo y actualmente asimilado a un bien de capital. Por su característica de escaso, su precio refleja el costo de oportunidad del factor, es decir la rentabilidad que puede tener en el mejor uso alternativo.

b) La condición de activo utilizado como reserva de valor, implica nuevamente que el cálculo de las rentabilidades económico financieras deba tener presente una previsión para este efecto (Alfaro et. al, 2004).

En las características respectivas al capital hacienda, se debe considerar que éste es un activo de elevada liquidez, que manifiesta un incremento de su valor en los primeros 2 a 5 años de su vida por el sólo efecto del suceder del tiempo.

Si bien se conceptualiza al ganado como un bien eminentemente de alta liquidez, existe una pequeña diferencia en la liquidez del mismo, como en su valor entre las diferentes categorías de stock en base a su sexo y edad.

Las distintas condiciones agroecológicas de los ambientes promueven una especialización ganadera de la producción definida en grandes rasgos en:

- Criadores: Orientados a la producción de terneros donde consecuentemente la empresa posee una mayor dotación de vacas de cría o “vientres”, consideradas en la caracterización económica como bienes de capital.
- Invernadores: Orientados al engorde de los animales pequeños hasta su peso de faena, razón por la cual predomina un stock de novillos con un ciclo de producción menor, considerados en la caracterización económica como bienes de consumo o “mercaderías”.

Teniendo en cuenta lo mencionado se puede considerar, que si bien el ganado es un bien genérico que cuenta con alta liquidez, las empresas criadoras, por la mayor dotación de vacas de cría, poseen una menor liquidez en relación a las empresas invernadoras, conformadas por hacienda joven en crecimiento, que además por lo general poseen una mayor carga de cabezas por ha (mayor cantidad de unidades ganaderas vendibles por superficie) atributo que refuerza la liquidez de las mismas.

Como síntesis de las características de los activos agropecuarios, debe remarcarse la diferenciación de las actividades ganaderas pastoriles con respecto al resto de las actividades primarias en cuanto al uso del capital tierra, en su característica de baja relación costo/capital por ha, devengado del bajo costo de la producción de pasto con respecto a la producción de cultivos agrícolas.

La Situación Actual del Acceso al Financiamiento y Crédito Agropecuario:

Como se detalló anteriormente, desde la segunda mitad de siglo pasado fue tradicionalmente la banca estatal la proveedora de financiamiento al sector agropecuario con un aumento posterior de la participación de la banca privada.

La financiación al sector proveniente de las empresas proveedoras de insumos y comercializadoras de los productos obtenidos fue también importante. Pero fue y es fundamentalmente una financiación exclusivamente orientada a la provisión de insumos con pago a cosecha, en valor producto, principalmente de los insumos que las mismas comercializan.

Esta alternativa de financiamiento logra satisfacer una parte importante de la demanda, pero de financiamiento de “funcionamiento” del proceso productivo, a través de la provisión de insumos en precampaña.

Además es un financiamiento caracterizado por altas tasas, con una incidencia muy importante en el aumento de los costos totales de la empresa, pero debido al hecho de presentar condiciones de más simple accesibilidad que las requeridas por el sistema bancario, fue en numerosas explotaciones una de las alternativas de financiamiento más utilizadas, con sus consecuencias sobre el aumento de los niveles de endeudamiento.

En lo respectivo al financiamiento disponible para inversiones en mejoramiento y crecimiento de la estructura productiva, se refleja la casi exclusividad durante el siglo pasado del sistema bancario como única fuente.

Como ya se mencionó, a partir de la crisis del 2002 experimentada por el sistema de intermediación bancario nacional, donde numerosos autores asignan el calificativo de una de las mayores crisis experimentadas por el mismo, se introdujo una gran restricción a la oferta de crédito para la totalidad de los sectores de la economía, en las cuales el sector agropecuario no quedó ajeno.

Este nuevo escenario puso de relieve la alta dependencia, históricamente existente, del sector al financiamiento bancario en el cual las dificultades de acceso al crédito presentaron serias consecuencias para la mayoría de las empresas agropecuarias, principalmente las de pequeña y mediana dimensión.

No obstante la historia nacional previa, de sucesivas crisis económicas, permitía observar una progresiva adición de requisitos para la adjudicación de crédito bancario, a fin de evitar la lógica indiscrecionalidad de adjudicación de los mismos, ocurrida en algunos períodos de la historia, con el objeto de asegurar el normal repago de deuda, elemento fundamental para el correcto funcionamiento del sistema de intermediación.

Desde el punto de vista de las dificultades que se presentaban al acceso del crédito bancario, se identificaban las siguientes.

- a) Costos de formalidad.
- b) Requisitos impositivos.
- c) Estados contables.
- d) Nivel de endeudamiento.
- e) Asimetría de información.
- f) Garantías.

Analizando la evolución del financiamiento bancario durante la década pasada previo a la crisis, como se puede observar en el Gráfico III, existió un importante crecimiento en los flujos monetarios otorgados a la totalidad de los sectores de la economía, con un leve crecimiento de la cartera agropecuaria hasta el año 1994. Asimismo puede observarse la pequeña proporción que representa para las carteras bancarias el financiamiento agropecuario con respecto al resto de la economía ubicándose este último año de mayor participación en 6.800 millones de pesos de Dic. de 1999, lo que representa un 10,8% del financiamiento bancario total.

A partir de ese año, el financiamiento volcado en la economía global siguió su tendencia alcista mientras el financiamiento agropecuario redujo levemente los niveles otorgados al mismo, coincidiendo con el aumento de las dificultades de rentabilidad sobre finales del siglo, mencionados en la reseña del financiamiento pampeano (Colombet, 2002). Tal como se visualiza para 1999, el financiamiento agropecuario bancario se encontraba en aproximadamente en 6.700 millones de pesos de Dic. de 1999, representando un 8,2% del financiamiento bancario total.

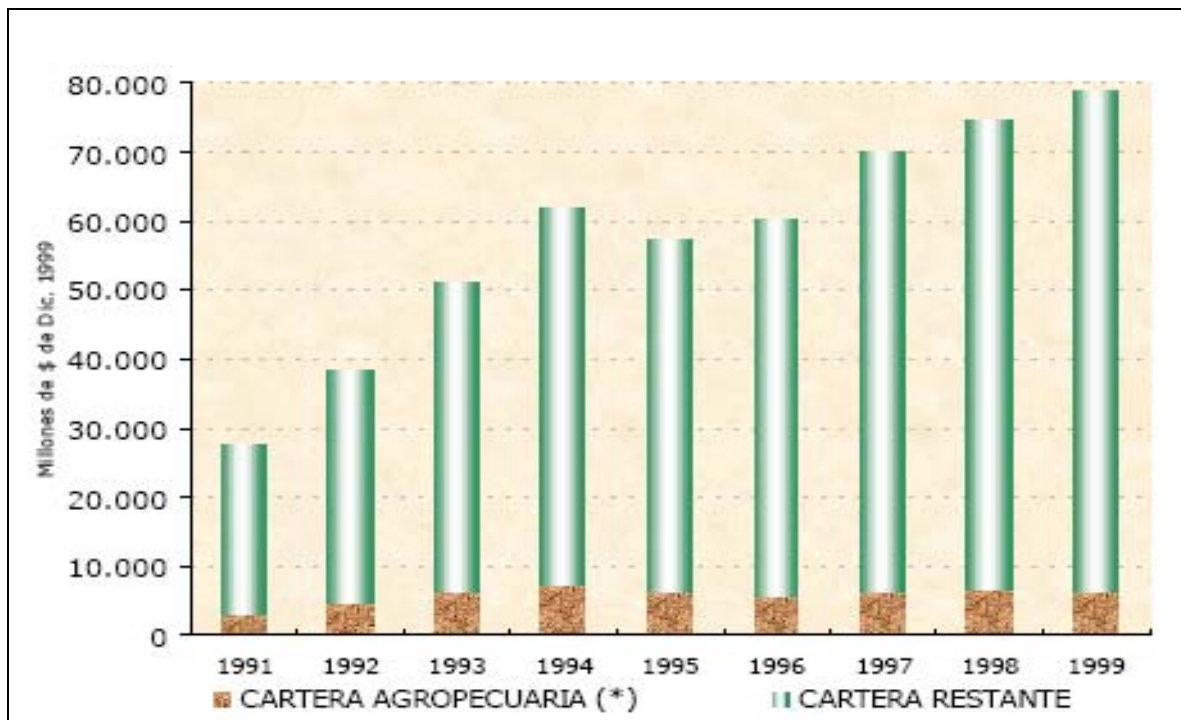


Gráfico III. Evolución del Financiamiento Bancario del Sector Agropecuario en relación al Resto de los Sectores de la Economía.

Fuente: Unidad de Financiamiento Agropecuario – SAGPyA, 2003.

Sin embargo, en la actualidad post desenlace de la crisis, se observan importantes cambios caracterizados por algunas cuestiones relevantes que denotan una rápida evolución de la situación del sistema financiero, tales como:

- El sistema demuestra que ha recuperado su liquidez y en el caso del sector bancario, el tema de los amparos en su mayoría se encuentran avanzadamente resuelto.
- Los depósitos del sistema bancario han crecido muy rápidamente retomando altos niveles que permiten inferir su notable recuperación. Asimismo, el sector se encuentra presentando una rentabilidad positiva muy interesante.
- La oferta de crédito bancaria se encuentra concentrada en la financiación de consumo y operaciones de corto plazo.
- Se observa un crecimiento sostenido de los instrumentos de financiamiento no bancario alternativos.

Con respecto a la evolución del financiamiento del sector agropecuario post crisis, tal como muestra el Gráfico IV, puede observarse en el eje vertical de la derecha, una recuperación ubicada en un incremento del 70% desde diciembre de 2003 hasta el final del primer semestre de 2005. Mientras que comparativamente la evolución de la cartera de la totalidad de las sectores, en el eje vertical de la izquierda, manifiesta un aumento del 19% para el mismo período.

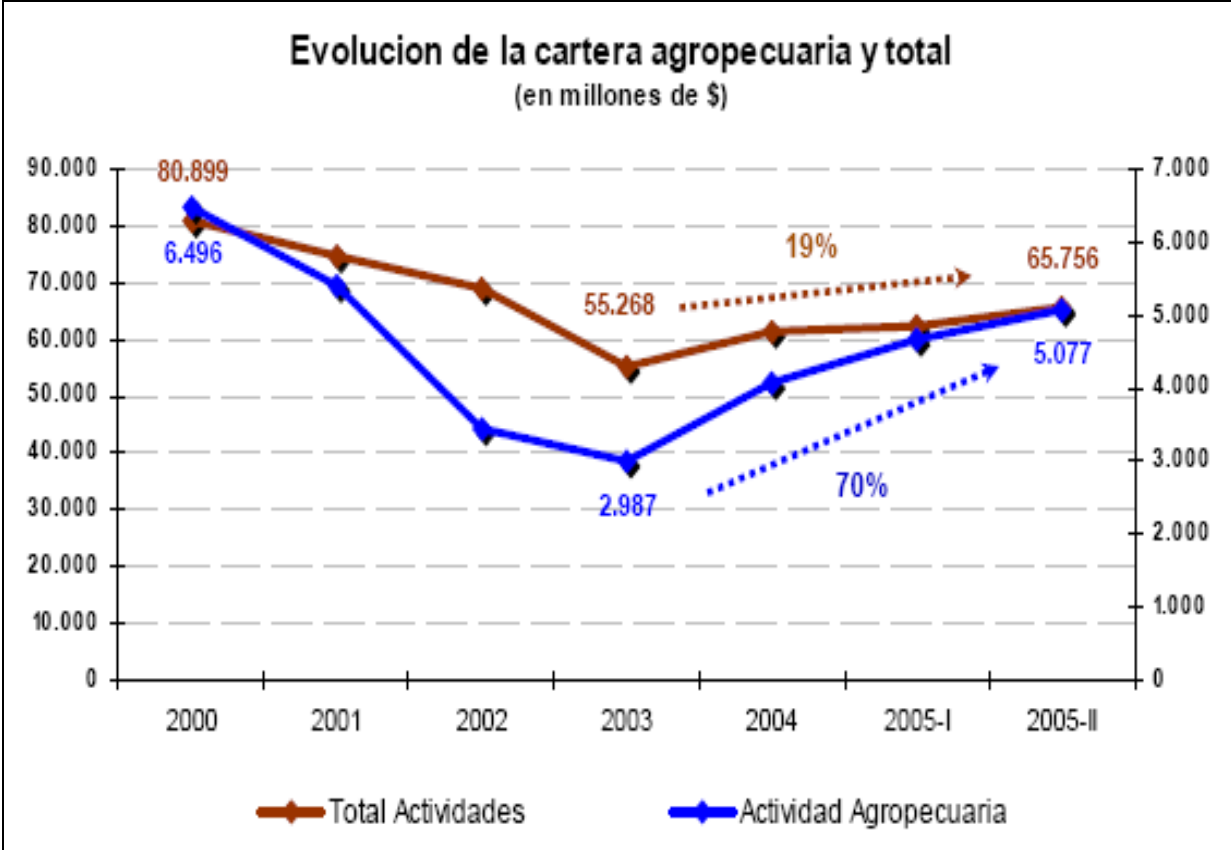


Gráfico IV. Evolución de la Cartera Agropecuaria y Total.

Fuente: Elaboración de la Unidad de Financiamiento Agropecuario – SAGPyA, 2005.

Con respecto al análisis de la participación de la cartera agropecuaria dentro del financiamiento total de la economía, que se visualiza en el Gráfico III, reforzando lo observado en el Gráfico V, que luego de la leve caída de la participación de la cartera agropecuaria experimentada durante la década de la convertibilidad hasta el periodo post crisis, se manifestó una muy importante reanimación a partir de finales

del 2002 hasta finales del primer semestre de 2005, ubicada en un incremento del 54%, pasando desde su nivel más bajo del 5 al 7,7%, respectivamente.

Relacionado a la evolución del índice anterior se observa un pico máximo del nivel de morosidad por parte del sector agropecuario, localizado en el 53,7% en 2002. Dicho incremento venía siendo anticipado con una tendencia creciente durante la década de los 90 hasta este techo máximo, que comienza a disminuir a partir del mismo, para ubicarse en 16,7 % durante el último semestre de 2005, el nivel más bajo de este período. Esta caída implica un 69,8% de reducción en tan sólo 2 años y medio.

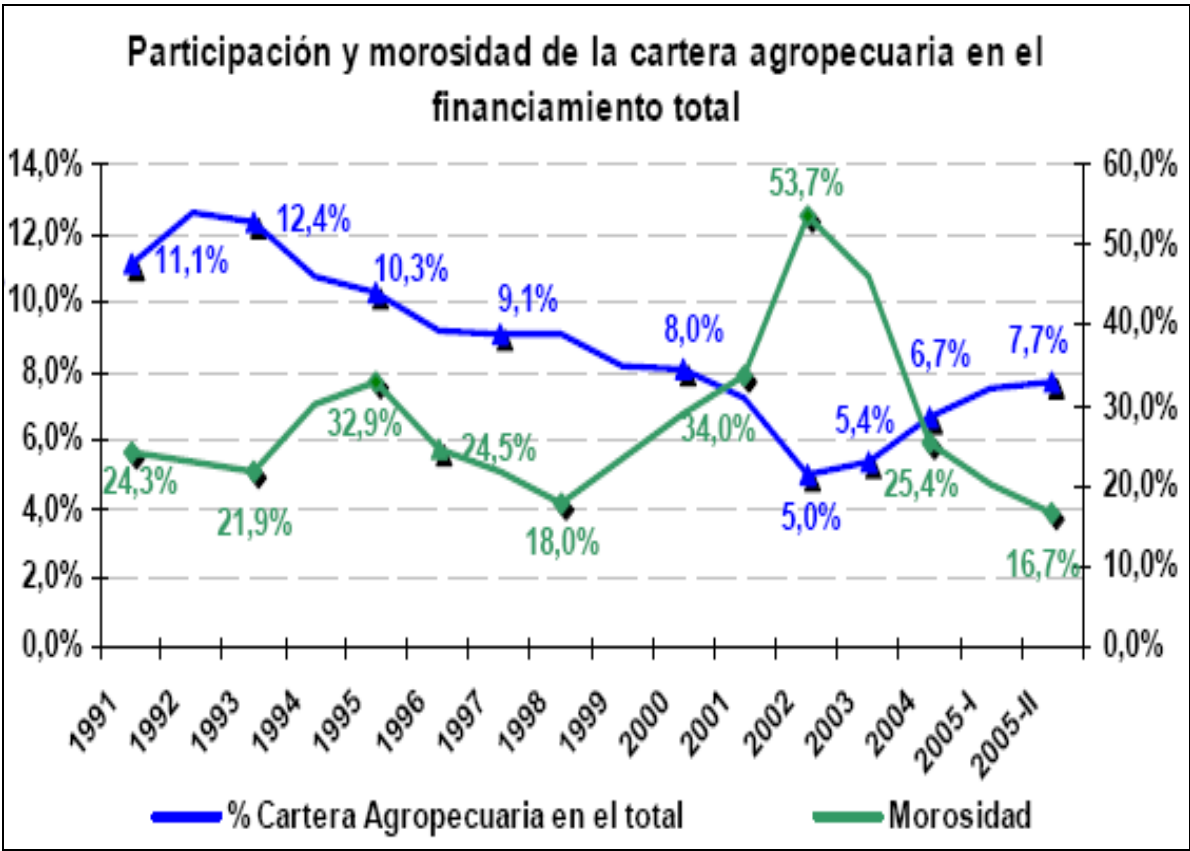


Gráfico V. Participación y Morosidad de la Cartera Agropecuaria en el Financiamiento Total.

Fuente: Unidad de Financiamiento Agropecuario – SAGPyA, 2005.

En la actualidad, a partir del ritmo proyectado de crecimiento promedio anual del financiamiento al sector agropecuario valuando en aproximadamente 1.000

millones de pesos, se estima una participación de la cartera agropecuaria oscilando entre el 8-9%.

Estas tasas de crecimiento permiten inferir que a partir del primer semestre de 2006 el monto de la cartera agropecuaria recuperó el valor existente previo a la crisis de 6.300 millones de pesos y su nivel de participación histórica de 10% sobre la cartera de financiamiento de la economía global nacional (Casiraghi, 2005).

Al principios de 2007, se observa un aumento progresivo de los plazos de financiamiento, situación que presenta cierta incertidumbre en cuanto a la continuidad de su tendencia debido a un año de elecciones de la dirigencia nacional y el interrogante de la futura dirección de la política económica nacional, como así también el alerta existente respecto al incremento sostenido de la inflación.

Es este sentido, se continúa observando un crecimiento mantenido de herramientas alternativas de financiamiento que posibilitan una mejor y más adecuada estructuración del mismo a las características propias del negocio en cuestión, realidad que se manifiesta como una importante fortaleza para el sector agropecuario y su desarrollo.

El Financiamiento en la Actividad Ganadera:

Antecedentes:

Las reformas económicas introducidas a mediados de los '90 produjeron algunos cambios significativos sobre la estructura ganadera pampeana. El hecho de que las mismas fueron más favorables para las actividades agrícolas, situación que pudo observarse en los cambios en los diferenciales de márgenes brutos de producción de granos y de la ganadería, disminuyeron los tradicionales porcentajes de participación ganadera dentro de la explotaciones regionales.

En este sentido, es conocido que la mayoría de los productores agropecuarios toman decisiones sobre la base de las señales de precios de mercado.

El aumento de los precios internacionales de los commodities agrícolas a mediados de los '90 y el cambio tecnológico que implicó la incorporación de la siembra directa, los cultivos transgénicos y el abaratamiento del uso de la fertilización modificaron netamente el negocio agrícola, haciéndolo más atractivo que el ganadero.

Lo mismo se puede concluir posteriormente para el período 2002-2004. Con precios agrícolas fijados en dólares y el precio de la hacienda en pesos, una devaluación de la moneda nacional y cambios en los precios internacionales que incrementaron los precios internos de los primeros, modificando sustancialmente su rentabilidad relativa y consecuentemente las decisiones de producción de la explotación (Tosi, 2006).

Sin embargo, luego de la experiencia de los '80 de una gran descapitalización en hacienda, el rodeo bovino además de actividad productiva mantenía el rol de reserva de capital, situaciones que se observaron claramente en las crisis políticas-institucionales de 1989 y 2002, en las cuales la hacienda funcionó como un bien de capital y no se observó una retracción de las existencias bovinas a pesar de que el atractivo del negocio se reducía con relación a la actividad agrícola.

Más allá de estos hechos puntuales, los cambios relativos de las rentabilidades agrícola-ganaderas produjeron cambios estructurales en lo que habitualmente se denominaban empresas mixtas, donde existía una rotación entre ambas actividades. La presión por aumentar la superficie con cultivos, en la mayoría de los casos confinó a la ganadería en los suelos de menor aptitud, transformándose actividades que son competitivas entre sí, que coexisten en la misma explotación (Tosi, 2006).

En el caso de las economías regionales pampeanas, con condiciones agroecológicas subhúmedas a semiáridas (SO bonaerense y E de La Pampa), trajo importantes consecuencias debido a un incremento de la vulnerabilidad de las empresas agropecuarias localizadas dentro de su territorio.

Históricamente, la ganadería presenta una participación preponderante dentro de las actividades de la empresa agropecuaria de estas regiones.

Su mayor estabilidad y seguridad productiva en años de condiciones climáticas adversas la han posicionado soberanamente en el porcentaje de ocupación frente a los cultivos de cosecha.

La condición de alta variabilidad climática de las regiones semiáridas en lo respectivo a la erraticidad de las precipitaciones y su distribución anual e interanual.

En este sentido, la ganadería confiere inicialmente una mayor estabilidad a los sistemas productivos debido a la utilización de especies de mayor rusticidad (forrajeras nativas) a condiciones ambientales adversas, como así también mayor flexibilidad productiva en base a la capacidad de movilidad de la hacienda. De esta

manera, presentan un mayor número y posibilidades de estrategias de acción en años adversos permitiendo minimizar los riesgos productivos.

Al respecto, los cultivos de cosecha por lo general son especies introducidas seleccionadas para ambientes de relativamente buenas condiciones por lo que manifiestan mayores requerimientos de condiciones climáticas aceptables para su normal crecimiento. Además, poseen la desventaja de la característica de inmovilidad de la sementera.

De esta manera la ganadería permite una mayor cantidad de alternativas como el ajuste de carga animales, realización previa de reservas forrajeras, suplementación, relocalización de la hacienda hacia otras zonas, liquidación de los animales de recría, liquidación parcial de los vientres, etc.

Incluso en años extremos permite la liquidación de la hacienda en el mercado, asumiendo las pérdidas de caída de condición corporal y precio por sobre oferta cuando la situación es generalizada, pero que derivan en un porcentaje de pérdida siempre menor al de una pérdida del 100% de un cultivo de cosecha.

Con la llegada del nuevo siglo, la región del SO bonaerense presentaba una situación de alta descapitalización de hacienda como consecuencia de las señales de precios de la década anterior a favor de la agricultura, que habían generado una liquidación importante del capital hacienda para liberar superficie y destinar recursos a esta actividad.

Los años de sequía y malas cosechas conjugados con la caída de los precios internacionales hacia fines de siglo generaron grandes problemas financieros y de endeudamiento de las empresas agropecuarias locales, tanto para asegurar su continuidad como para poder volver a reconvertirse a la ganadería.

Asimismo, la alternativa de regresar a la actividad ganadera presentaba altos requerimientos de financiamiento iniciales de reinversión en capital hacienda, que había sido perdido en la conversión anterior a la agricultura.

Características y limitantes del financiamiento para la ganadería:

Como ya se mencionó anteriormente el crédito para la actividad ganadera, en las dos últimas décadas, sobretudo aquel destinado a las inversiones en el crecimiento de la estructura productiva, ha tenido un escaso desarrollo teniendo como fuente casi exclusiva el crédito bancario.

En cuanto al análisis de las alternativas de financiamiento destinado al negocio ganadero, fundamentalmente de origen bancario, se presentaban y se presentan algunas características y dificultades diferenciales al resto de las actividades agropecuarias, principalmente en lo respectivo a la definición de las garantías adjudicadas a este tipo de crédito.

En lo respectivo al financiamiento de inversiones para el mejoramiento e incremento de la estructura productiva podemos diferenciar las inversiones en:

- Mejoramiento y crecimiento de la estructura de mejoras fundarias: Considerando aquí la financiación de la realización de pastura con el objeto de incrementar la receptividad ganadera de la superficie y estructura material para el mejoramiento de las condiciones de manejo del rodeo como galpones, mangas, corrales, alambrados, aguadas, molinos, etc.

Este tipo de financiación de mejoras fundarias, conocidas por su relación íntima con el recurso tierra y la adición de valor que le proveen al mismo, adquiere un sistema de garantías lógicamente hipotecario. Mediante el mismo estas mejoras actúan como propia garantía del crédito para su adquisición, a través de una hipoteca de la superficie donde se encuentran, a un valor de la tierra superior, ya que considera el valor accesorio que éstas le incorporan a la superficie. De manera que implícitamente en el valor de la hipoteca actúan como garantía del crédito otorgado.

- Incremento del rodeo: Se considera aquí la financiación destinada al aumento del número de vientres y reproductores (toros) mediante la adquisición de los mismos.

El capital vacas y toros presenta características muy distintas por su carácter de bien biológico y mueble. Esta condición les da teóricamente la capacidad de poder ejercer el carácter de garantías sobre el crédito otorgado, mediante la modalidad para bienes muebles: la prenda sobre el bien.

Sin embargo, la situación actual permite observar en una primera medida un desarrollo del crédito en la ganadería en los últimos años muy escasos, y en una segunda medida para el caso de créditos de inversión ganaderos destinados al crecimiento de los rodeos, otorgados casi exclusivamente en base a garantías hipotecarias.

Las líneas de crédito para el incremento de los rodeos cuya garantía sea la prenda sobre ganadería, son casi inexistentes. Salvo muy raras excepciones en

casos muy especiales y con clientes determinados del banco. Esta situación permite visualizar que se ha desperdiciado la utilización de activos, por valor de u\$s 6.000 millones de dólares, como garantía para los créditos de inversión en ganadería (Colombet, 2002).

La Prenda ganadera:

Definición y antecedentes:

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

Proceso de registración de la prenda sobre ganado:

- a) El Banco designaba un veterinario para realizar la verificación de la hacienda a ser adquirida por el crédito.
- b) En caso de presentarse los requisitos sanitarios y de calidad del ganado en condiciones, se firmaba el contrato de prenda.
- c) Correspondientemente el banco debía inscribir la prenda en el Registro Zonal Prendario.
- d) El Banco debía comunicar a la Municipalidad del distrito la prenda sobre la propiedad de esa hacienda respectiva.
- e) Asimismo, el banco como acreedor debía realizar controles periódicos sobre la hacienda prendada, a fin de asegurar su existencia y adecuado estado.

Como pueden intuirse, las características del ganado generaban algunos inconvenientes y dificultades para el uso de los mismos mediante la prenda ganadera en lo respectivo a tres aspectos principales:

- a) Los problemas en la creación de la prenda, puestos de manifiesto fundamentalmente por las dificultades y limitaciones para la identificación del bien individual.
- b) Los problemas en el proceso de perfección de las garantías, debido a la limitante que los registros no se encuentran centralizados, la operación es en parte manual y los archivos son deficientes.
- c) En el caso de la necesidad de ejecución de las garantías, se observaban serias dificultades manifestadas en secuestro y venta de la hacienda consecuencia de los dos problemas citados anteriormente. Tanto la dificultad de identificación individual del ganado y las deficiencias en el uso de los registros para verificar la existencia de prenda sobre hacienda en el momento de la comercialización. Lo que llevaba a la entidad bancaria a una pérdida de prioridad al momento de tratar de realizar la ejecución de la prenda por estos motivos.

En este sentido es importante confrontar con la visión de la utilidad de la prenda ganadera para el banco como garantía del crédito otorgado:

Motivos principales de la aversión bancaria a la prenda ganadera (Colombet, 2002):

- a) Concepción de una garantía ilusoria: Manifestado en el hecho que al momento de determinación de la ejecución de la prenda por incumplimiento de pago, la hacienda nunca se encuentra presente en el establecimiento debido a los motivos explicados.
- b) Garantía con un alto grado de inseguridad para el acreedor consecuente del punto anterior. De esta manera, la valoración de los riesgos de default aumentan significativamente debido a que los riesgos propios de incumplimiento de pago de deuda no son neutralizados por la garantía prendaria.
- c) El control por parte de los municipios de la existencia de prenda sobre la hacienda en el momento de la comercialización es casi inexistente. Los registros todavía no se encuentran sistematizados y centralizados por lo que se observa una falta de atención de las comunicaciones bancarias al momento de emisión de las guías. Asimismo, el manejo de la hacienda por guías no presenta una alta seguridad.
- d) La hacienda no es un bien inmutable sino que por sus características de biológico puede contagiarse de enfermedades, padecerlas y perecer.

- e) Los riesgos productivos y climáticos a los que se encuentra expuesta directamente sujeta la garantía prendaria, que muy fácilmente pueden ocasionar pérdida del valor nominal a través de la caída de la condición corporal resultante de una deficiente alimentación. Ej.: Pasaje de categoría vaca buena a categoría vaca conserva.
- f) La alta volatilidad de precios característica en el producto carne, genera riesgos accesorios en cuanto al momento de ejecución prendaria, el ingreso de la venta de la misma no sea suficiente para saldar el default generado.
- g) Los elevados costos y largos plazos judiciales que debe afrontar el banco para iniciar los procesos de ejecución prendaria.

Alternativas de Financiamiento Actuales en el Negocio Ganadero:

La prenda ganadera hasta la actualidad no logra mejorar el sistema de instrumentación y perfeccionamiento, que permita mejorar el acceso al crédito ganadero bancario.

El surgimiento incipiente de nuevas alternativas de financiamiento no convencionales, en el nuevo contexto post crisis de restricción de crédito, generó también alternativas estructuradas al financiamiento para la actividad ganadera, motorizadas por las demandas reales del sector, tales a citar.

- Operaciones con Bancos Locales, Asociaciones de crédito, Cooperativas y Mutuales de crédito.
- Fondeo mediante instrumentos estructurados de financiamiento.
- Sociedad de garantías recíprocas.
- Fideicomisos.

Entre las características más positivas de estas nuevas modalidades de financiamiento no convencionales se encuentra el tratamiento más adecuado y específico a la administración de los riesgos característicos de la actividad ganadera, tales como:

- Riesgo legal, derivado de la posibilidad de concurso de la empresa financiada.

- Riesgo de default, en función de poder estructurar garantías o modalidades de cobranzas específicas.
- Riesgo de evaluación, derivado de la complejidad de análisis de diversas unidades de negocio.
- Riesgo de discrecionalidad en el manejo de los fondos por parte del deudor.

Como así también lo respectivo a la posibilidad de un diseño de una estructura de financiamiento que contempla:

- a) Un destino de los recursos dirigido a financiar un negocio ganadero específico.
- b) Un repago del financiamiento devengado y dependiente de los recursos que genere la inversión, a través de un adecuado proyecto productivo.
- c) Plazos de financiamiento calzados con los plazos de ejecución del proyecto.
- d) Períodos de pago calzados con los períodos de resultados del proyecto.
- e) Un diseño e instrumentación del financiamiento que concilie las expectativas del potencial financiador, con los requerimientos y capacidad de repago de los demandantes de fondos y el proyecto de inversión.
- f) Una administración de los riesgos del negocio acorde a las características propias del negocio que contemple el adecuado tratamiento de los mismos.
- g) Tasa de financiamiento acorde a las valuaciones de riesgo y garantías presentadas.
- h) Garantías definidas por el bien adquirido (perfeccionamiento de la prenda ganadera).

EL FIDEICOMISO EN ARGENTINA

Antecedentes Históricos:

A través de los historiadores se puede arribar a las raíces más antiguas de esta figura contractual en la antigua Roma. En el periodo comprendido entre el 265 AC y el 570 DC., el derecho romano no conocía las distintas formas de garantías actuales, tales como: hipoteca, prenda, fianza, por lo que un deudor en virtud del principio de responsabilidad personal, ante posibles incumplimientos, respondía con su persona mediante la forma de esclavo de su acreedor.

Con la evolución del derecho romano se eliminó el principio de responsabilidad personal como fue concebido en sus inicios, por lo que el acreedor comenzó a encontrarse en total indefensa jurídica, situación que llevó a una etapa de crisis de este derecho. Fue en este contexto que surgió la figura del Pacto de Fiducia, llamado “pactum fiduciae”, para el cual se conocieron dos tipos:

-Fiducia cum creditore: mediante el cual el deudor transmitía la propiedad de su bien a su acreedor, que lo recibía en virtud del Pacto “Fiducia”, comprometiéndose a reintegrárselo en cuanto él hubiese pagado su deuda.

-Fiducia cum amico: una persona recibía un bien de otra, para que pudiera usarlo y disfrutarlo gratuitamente, con la obligación de devolverlo a su otorgante, luego de un período concordado.

Durante la edad media en los países anglosajones se desarrolló la figura del Trust o Fideicomiso anglosajón, el cual consistía en la separación que hacía una persona llamada “Settlor, Donor o Trustor” de un conjunto de bienes de cualquier tipo de su propiedad con el objeto de confiárselos a otra persona llamada “Trustee”, la cual tenía la finalidad de realizar con los mismos un uso ya prescrito en provecho de un tercero llamado “Cestui Que Trust o Beneficiary” (Gifis, 1991).

Esta figura del derecho anglosajón fue evolucionando con los años a través de la edad moderna dando su origen directo al Fideicomiso tal como se conoce actualmente.

En los países americanos, cuyas leyes están inspiradas en el Derecho Romano, se ha venido conociendo y operando en mayor o menor grado, ciertas

operaciones de confianza, y dentro de ellas se destaca de manera particular y especial el Fideicomiso.

Comenzando por Panamá y México, seguidos posteriormente por Uruguay, Cuba, Bolivia y desde 1994 nuestro país, observamos como esta figura, ha permitido captar la atención de muchos, logrando satisfacer la necesidad de particulares y colectivos, mediante la inversión, administración y garantía de bienes para el cumplimiento de fines determinados.

En América latina se destaca el caso de México en el cual podemos observar antecedentes de la utilización de esta figura por más de 40 años, destacándose su instrumentación en los Fideicomisos Inmobiliarios.

El fideicomiso mexicano es una institución inspirada en el Trust del Derecho inglés y del estadounidense. Sin embargo, algunos autores afirman que su antecedente viene del Derecho Romano, porque ahí nacen los primeros Contratos de Fideicomisum.

En el año 1956, se promulga la primera y única ley de Fideicomiso de Venezuela, la cual tuvo su inspiración en la legislación mexicana, país que como ya se indicó, ha tenido un singular desarrollo en operaciones fiduciarias.

La situación en nuestro país era incierta al respecto de estos instrumentos hasta 1994, ya que sólo se encontraban distintos tipo de disposiciones aisladas, entre ellas el artículo 2662 del Código Civil Argentino que hacían referencia explícita al dominio fiduciario, pero no bastaban para dar un marco legal sustentable para la implementación de esta figura jurídica como en los demás países latinoamericanos.

A partir de la ley 24.441 del Financiamiento de la Vivienda y la Construcción, sancionada el 2 diciembre de 1994 y promulgada el 9 de enero de 1995, se estableció específicamente el tratamiento a asignarle a esta antigua figura del fideicomiso.

Nuevamente ese mismo año, mediante el decreto 780/95 se reglamentó esta particular forma de afectar una porción de un patrimonio a una finalidad determinada. De esta manera, se amplió sensiblemente el objeto del Fideicomiso y permitió que se utilizara en una serie de otras actividades además de la construcción.

A partir de esta fecha, esta herramienta comenzó a adquirir suma relevancia y con el tiempo se ha vuelto una de las figuras jurídicas más versátiles y ventajosas en

la solución de innumerables problemas de diversa índole tanto personal como empresarial y sobre todo en materia de financiamiento de proyectos de inversión.

Concepto y Definición:

El vocablo Fideicomiso deriva del latín fideicommissum, donde fides es fe y commissum confiado, encargo, comisión, encomienda. El término Fideicomiso se desprende, por lo tanto, de tratarse simplemente de un encargo o una comisión de confianza.

El artículo 1º de la ley 24.441 comienza definiendo la concepción de Fideicomiso, "Habrá fideicomiso cuando una persona "fiduciante, fideicomitente o constituyente" transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra "propietario fiduciario", quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato "beneficiario", y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición a una cuarta persona fideicomisario que puede ser el fiduciante y/o beneficiario(Ley Nº 24.441, 1995).

De lo expuesto en este primer artículo de la ley, podemos definir algunas características del mismo:

- a) Es un contrato nominado, es decir, que se rige por las normas legales del tipo.
- b) Es consensual ya que produce efectos desde que las partes manifiestan recíprocamente su consentimiento, resultando la entrega de los bienes en propiedad un acto de ejecución del convenio, cuya falta autoriza a reclamar la entrega y el otorgamiento de las formalidades que imponga la naturaleza de los bienes.
- c) Es bilateral, debido a que las partes se obligan recíprocamente.
- d) Es oneroso, según se desprende del Art. 83 de la ley 24441, ya que el beneficio que procura a una de las partes sólo le es concedido por una prestación que ella le ha hecho o se obliga a hacerle y el constituyente del fideicomiso debe al fiduciario una comisión.

En esencia esta figura permite a un propietario de ciertos bienes (inmuebles, créditos, acciones, etc), transferir los mismos a otra persona física o jurídica con el objeto de que desarrolle una actividad que conduzca a los fines por los cuales se

constituye. Los resultados están destinados al beneficiario que se designe en el contrato, y una vez cumplida la razón de ser del fideicomiso, los bienes pasarán a poder de quien sea designado en el contrato (fideicomisario).

Como puede observarse, esta herramienta permite dar una forma legal a infinidad de objetivos o negocios desde transmitir bienes para la constitución de una empresa que pone en marcha un proyecto de inversión de gran envergadura, hasta un padre que transfiere un inmueble para que un fiduciario (casa inmobiliaria) lo alquile y deposite las rentas del mismo a su hijo para que costee sus estudios (Perotti, 2000).

La gran ventaja de esta peculiar forma contractual es que la separación patrimonial constituye un ente en sí mismo con independencia de las partes, de tal modo que la quiebra del fiduciante o incluso del fiduciario, no afecta al Fideicomiso. Téngase en cuenta, por ej., que la quiebra del titular de un paquete accionario arrastra también a las acciones, mientras que en el caso del Fideicomiso, los bienes fideicomitidos quedan absolutamente al margen y continúan por lo tanto asignados a la finalidad para la que fueron dispuestos.

En su modalidad financiera, el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad autorizada por la Comisión Nacional de Valores para operar como agente fiduciario financiero, y los beneficiarios son los tenedores de los certificados de participación en el dominio fiduciario o de los títulos representativos de deuda de los bienes fideicomitidos

Marco legal:

En lo que respecta a su aspecto normativo y marco legal podemos citar para nuestro país las siguientes leyes y normas que reglamentan la utilización de esta figura:

- Artículo N° 2662 del Código Civil Argentino.
- Ley N° 24.441 "Financiamiento de la vivienda y la construcción".
- Resoluciones de la Comisión Nacional de Valores N° 271/95 y siguientes.
- Decreto P.E.N. N° 780/95

Partes del Fideicomiso:

El sistema legal argentino define la intervención de cuatro partes para la realización de un Fideicomiso (Perotti, 2000):

1) El Fiduciante, Fideicomitente o Constituyente:

Es el propietario del bien que se transmite en fideicomiso al Fiduciario. Instruye al mismo sobre sus obligaciones respecto de este patrimonio separado y del destino de los bienes fideicomitados y la obligación de darle el destino previsto en el contrato hasta que deba traspasarlo a un tercero que recibe el nombre de Beneficiario o Fideicomisario.

Por la ley 24441, se autoriza a que el beneficiario sea una persona distinta al fideicomisario, el primero aquel en cuyo beneficio se administran los bienes fideicomitados y el segundo el destinatario final de dichos bienes, una vez finalizado el contrato de fideicomiso.

Otro punto importante es la no habilitación al fiduciante a ser a su vez fiduciario, pero sí la habilitación a ser beneficiario y/o fideicomisario, como comúnmente ocurre.

2) El Beneficiario:

El art. 2 de la mencionada norma continúa aclarando que el contrato deberá individualizar al beneficiario, quien podrá ser una persona física o jurídica, que puede o no existir al tiempo del otorgamiento del contrato; en este último caso deberán constar los datos que permitan su individualización futura, ya que la ley no autoriza la indeterminación absoluta sino que requiere la posibilidad de individualizar al beneficiario inicialmente anónimo.

Se permite designar más de un beneficiario, los que salvo disposición en contrario se beneficiarán por igual; también podrán designarse beneficiarios sustitutos para el caso de no aceptación, renuncia o muerte.

Si ningún beneficiario aceptare, todos renunciaren o no llegaren a existir, se entenderá que el beneficiario es el fideicomisario. Si tampoco el fideicomisario llegara a existir, renunciare o no aceptare, el beneficiario será el fiduciante.

El derecho del beneficiario puede transmitirse por actos entre vivos o por causa de muerte, salvo disposición en contrario del fiduciante.

3) El Fiduciario:

La ley trata la figura del fiduciario a partir del art. 5, que establece que podrá ser fiduciario cualquier persona física o jurídica, aclarando que sólo pueden ofrecerse como fiduciarias al público las entidades financieras autorizadas a funcionar como tales sujetas a disposición de su respectiva ley y las personas jurídicas que autorice la Comisión Nacional de Valores estableciendo esta última los requisitos que deban cumplir.

Los fiduciarios privados (es decir, aquellos que no están autorizados a realizar oferta pública de sus servicios) requerirán la capacidad general para contratar y cumplir con el destino previsto en el contrato respecto de los bienes fideicomitidos.

Fuera de del caso puntual de los fideicomisos financieros en nuestro país no existen restricciones para actuar como fiduciario en general.

4) El Fideicomisario:

Es la persona a quien, pasado el tiempo estipulado, o cumplida la condición, se le volverá a transmitir el dominio de la cosa por parte del propietario fiduciario. Pero transmisión de dominio pleno, y no como la propiedad del propietario fiduciario, que es totalmente restringida. Puede ser el mismo beneficiario o fiduciante quien este determinado como fideicomisario.

Bienes objeto de los contratos de fideicomiso:

Toda clase de bienes pueden ser objeto del Fideicomiso: inmuebles, muebles, registrables o no, dinero, títulos valores, etc.

Para la transmisión de la propiedad fiduciaria, el contrato de Fideicomiso deberá contener:

- a) Los bienes objeto deberán contar con una clara individualización, teniendo cuenta que en el caso que a la fecha de celebración del contrato no pudiese ser posible su individualización, se deberá dejar manifiestamente estipulados los requisitos y características que estos deberán reunir. Asimismo, se deberá dejar claramente determinado del modo en que otros bienes podrán ser incorporados al fideicomiso.
- b) La individualización del/los fiduciantes, fiduciarios y fideicomisarios.
- c) La identificación del fideicomiso.
- d) La remuneración establecida del fiduciario.
- e) El plazo del fideicomiso y condiciones las que nunca podrán extenderse por sobre los treinta años desde su constitución. La única excepción figura en el caso de que el beneficiario fuere un incapaz, por lo que podrá durar hasta su muerte o el cese de su incapacidad.
- f) La forma y periodicidad de la rendición de cuentas del fiduciario a los beneficiarios.
- g) Los derechos y obligaciones del fiduciario y la alternativa de su sustitución en caso de su cesación.
- h) El destino final de los bienes concluido el contrato de fideicomiso.
- i) El procedimiento de liquidación de bienes en caso de insuficiencia para el cumplimiento de los fines del fideicomiso.
- j) Los términos de emisión de los certificados de participación y/o los títulos de deudas.

Sobre los bienes fideicomitidos se constituye la propiedad fiduciaria que se rige por lo dispuesto en el título VII del libro III del Código Civil.

Los bienes no pueden entrar en el patrimonio del fiduciario confundiendo con los suyos, son bienes separables del activo, con cuentas separadas y excluidos tanto de la garantía de los acreedores del fiduciario como de los del fideicomitente.

Sobre los bienes fideicomitidos se constituye una propiedad fiduciaria conformando un patrimonio separado del patrimonio fiduciario y del fiduciante.

Se puede además afirmar que la propiedad fiduciaria cuando se trate de cosas, se regirá por la ley 24441. En caso contrario se regirán por las leyes correspondientes a la naturaleza de los bienes (Art. 11).

Como aspecto importante objetado por muchos analistas se puede observar que salvo lo dispuesto en los art. 12 y 13, la ley no establece la forma específica en que debe realizarse el acto de transferencia de la propiedad.

Para esto se introduce de la jurisprudencia moderna la categorización de los bienes no registrables (o cosas) y registrables (inmuebles, automotores, caballos de pura sangre, etc) en atención a la importancia jurídico-práctica que asume hoy esta distinción, que lleva a realizar registros de dichos dominios.

El art. 12 implanta que el carácter fiduciario del domino tendrá efecto frente a terceros desde el momento en que se cumplan las formalidades exigibles conforme a la naturaleza de los bienes respectivos, pero no especifica cuales son aquellas formalidades.

El art. 13 dispone que para el caso de bienes registrables, los registros correspondientes deberán tomar razón de la transferencia fiduciaria de la propiedad a nombre del fiduciario.

Además, especifica que en caso de establecerse en el contrato y dejando constancia de ello en el acto de adquisición y en los respectivos registros, el fiduciario podrá adquirir la propiedad fiduciaria de otros bienes que se adquieran con los frutos de los bienes fideicomitidos o con el producto de actos de disposición sobre los mismos.

Respecto a esta objeción, se puede sintetizar la coincidencia de diversos analistas en que la jurisprudencia debería continuar adecuando la normativa a fin de resolver la ausencia de formalidad respecto a los bienes no registrables, que debido a su condición, no corresponde el otorgamiento de la propiedad por instrumento público.

Los Derechos y Obligaciones de Las Partes:

Un instrumento puede ser comprendido mejor a partir de la observancia de las responsabilidades y derechos de cada uno de sus partes.

a) El Fiduciante:

Derechos:

Habilitar el o los fiduciarios que considere pertinentes, guardándose derechos específicos, en lo relativo a la vigilancia de lo estipulado en el contrato.

Es clave poner de relieve la potestad del fiduciante de poder realizar la extinción del fideicomiso cuando éste resulte ineficaz, aún en contra el principio genérico de la irrevocabilidad, siempre y cuando se hubiera redactado una cláusula en la cual se especificara esta facultad.

El fiduciante puede solicitar judicialmente la destitución del fiduciario por incumplimiento de sus obligaciones con su mandato o con el beneficiario, en el caso que este lo citará. Posee además el derecho de exigir así mismo, rendición de cuentas y, en casos que lo ameriten, ejercer acciones de responsabilidad.

El fideicomiso puede extinguirse también por causas como muerte del fiduciario, incapacidad de este declarada judicialmente, quiebra o liquidación del fideicomiso.

Obligaciones:

- Remuneración del fiduciario.
- Reintegro de los gastos que éste ejecute por encargo de aquel.
- Sanear el desprendimiento.

b) El Fiduciario:

Derechos:

Es poseedor en cuanto al fideicomiso, de todas las atribuciones inherentes a la finalidad del mismo, en particular al dominio y administración.

Esta habilitado para disponer y utilizar los bienes fideicomitidos de la manera que lo considere oportuno, siempre y cuando dentro de los fines y procedimientos estipulados en el contrato.

Sin embargo, no puede hacer uso de los beneficios del fideicomiso, posee sólo la figura de administrador.

Posee en cualquier momento la facultad de renunciar a su función de fiduciario en caso de creerlo conveniente.

Obligaciones:

- Custodio material y jurídico de los bienes, por lo tanto debe administrar los mismos en la forma dispuesta, efectuando las mejoras y reparaciones que sean necesarias, encargándose de la contratación de los seguros, pago de impuestos con el objeto de producir el mayor rendimiento posible según el fin específico del fideicomiso.
- Mantener la identidad de los bienes en un patrimonio separado.
- Aplicar las retenciones impositivas a la actividad del mismo y gravar los bienes fideicomitados cuando sea requerido por la legislación.
- Ejercer todas las acciones de defensa del patrimonio fiduciario que correspondan tanto contra terceros como contra el beneficiario.
- Rendir cuentas con una periodicidad no mayor a un año de la gestión realizada, informando dentro de un corto tiempo la celebración de operaciones de inversión o el recibo de utilidades provenientes de las estas últimas.
- Presentar informes fidedignos y completos sobre el movimiento contable de los bienes en el fideicomiso.
- Transferir los bienes de acuerdo con lo convenido al tiempo del encargo al beneficiario o al fideicomisario.
- Puede ser que le sea requerido realizar diversidad de inversiones para realizar una administración de riesgo racional.

c) El beneficiario:

Su figura le atribuye características especiales debida a que es el acreedor futuro de las utilidades que produzcan los bienes fiduciarios finalizado el periodo o condición estipulada.

Por esta razón tiene el derecho de exigir al fiduciario el cumplimiento del fideicomiso, pudiendo ejercer de acciones de responsabilidad por incumplimiento o exigir acciones conservatorias.

Además puede rectificar los actos a cumplidos por el fiduciario contrariando las instrucciones del fiduciante.

Aclaraciones de Responsabilidades:

Los bienes fideicomitidos conforman un patrimonio aparte de aquel del fiduciante, fiduciario y beneficiario. Por lo tanto, acreedores de alguna de estas partes no pueden agredir contra los mismos en nombre de su deuda.

Esta condición da seguridad jurídica a la relación fiduciante–fiduciario, en el sentido que el fiduciario no puede hacer uso de los bienes del fideicomiso para sus propias deudas, quedando el fiduciante a salvo de la acción de fraude. Del mismo modo, los bienes del fiduciario no podrán responder a los deberes de ejecución del fideicomiso, ya que estos últimos deben ser cubiertos exclusivamente por los bienes de la propiedad fiduciaria.

Asimismo, la responsabilidad del fiduciante por daños o pérdidas en los bienes fideicomitidos queda limitada al valor del daño siempre y cuando el riesgo de que este aconteciera, hubiese podido ser razonablemente cubierto previamente. En este punto las cláusulas del contrato de encargo del fiduciante deben definir lo mejor posible eventuales riesgos.

Para el caso de los acreedores de los beneficiarios, estos si podrán actuar sus acreencias sobre las utilidades del fideicomiso una vez cumplido el plazo establecido para la transferencia de los mismos a los beneficiarios.

Tipos de fideicomisos:

Las variedades de fideicomisos que pueden realizarse son infinitas por la flexibilidad que presenta esta herramienta. Se puede realizar una primera clasificación según la definición de la ley, la cual los distingue en dos clases (Erpen 1999):

➤ Los Fideicomisos comunes o no financieros, contratos privados celebrados entre particulares donde no existe emisión de títulos de deuda y el fiduciante puede ser cualquier persona.

➤ Los Fideicomisos Financieros en los cuales el fiduciante debe ser una entidad financiera autorizada por la Comisión de Nacional de Valores, la cual está habilitada siguiendo el procedimiento previsto a realizar la emisión de títulos de deuda y certificados de participación sobre los bienes fideicomitados con el fin de acceder al mercado de capitales.

Como segunda clasificación, se puede introducir una tipificación general en base a la finalidad perseguida por el fideicomiso:

- *Fideicomiso de administración:* son aquellos en los cuales la propiedad de los bienes se transmite a un fiduciario con el objeto que los administre conforme a lo establecido por el fiduciante, destinando el producido del mismo al cumplimiento de una determinada finalidad.

- *Fideicomisos Inmobiliarios:* Fiduciantes afectan inmuebles para el desarrollo de emprendimientos inmobiliarios a un fiduciario reconocido en la actividad (entidad financiera) de manera de obtener mayor seguridad de que los fondos sean utilizados según el proyecto de negocio estipulado, aislando el riesgo relacionado con los distintos participantes del proyecto y sus múltiples intereses.

- *Fideicomiso de Inversión:* es todo negocio donde se trasfiere la propiedad fiduciaria con la finalidad específica de la inversión de recursos financieros, según las instrucciones, pautas o reglamentos establecidos por el fiduciante para remitirle los beneficios concluido el periodo. Mediante su constitución y ejecución el fiduciario capta sumas de dinero u otros activos destinándolos por instrucciones precisas a inversiones económicamente provechosas para el beneficiario.

- *Fideicomisos de Garantía:* Se afectan, en garantía, distintos tipos de activos o derechos crediticios (flujos de fondos, créditos, títulos, valores, etc.) El Fiduciario ostenta la propiedad fiduciaria de los bienes fideicomitados a fin de garantizar a las partes el cumplimiento de las obligaciones asumidas en el contrato de fideicomiso. De producirse un incumplimiento de alguna de las partes, el Fiduciario recurre a esos bienes a fin de hacer cumplir la obligación en forma ágil y transparente, sin necesidad de intervención judicial.

Este tipo de fideicomisos es un sustituto del tradicional sistema de garantías reales. La diferencia con éstas radica en que, en caso de incumplimiento, la venta fiduciaria no es una ejecución forzada sino simple cumplimiento de una obligación alternativa.

- *Fideicomiso de testamento*: El Fiduciante transmite una parte de su patrimonio hereditario a un fiduciario para que se encargue de administrarlo hasta el momento de cumplido el plazo o condiciones del contrato transmitirlo al beneficiario establecido. De esta manera el fiduciante puede imponer la indivisión de los bienes fideicomitados durante un plazo a partir de su deceso. Este tipo particular de fideicomiso esta previsto en los art. 3 y 73 de la ley N° 24.441.
- *Fideicomiso mixto*: en este tipo de contratos participan los caracteres de dos o más fideicomisos específicos.

Además de estos aquí descriptos existen una gran variedad de Fideicomisos según cuantos fines se puedan imaginar.

A continuación se prosigue con la caracterización de los Fideicomisos Financiero por sus características especiales.

Fideicomiso financiero:

Se encuentra definido en el art. 19 de la ley 24441 como aquel contrato de Fideicomiso en el cual el fiduciario es una entidad financiera o persona jurídica especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero.

En el caso de los Beneficiarios son los titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes así trasmitidos.

Asimismo, el artículo mencionado especifica que dichos certificados de participación y títulos de deuda serán considerados títulos de valores pudiendo ser

objeto de oferta pública, en la cual la autoridad de aplicación será la Comisión Nacional de Valores y su normativa al respecto.

La utilidad principal de este tipo de fideicomisos es la posibilidad de creación de diversas estructuras de financiamiento a través del proceso de titularización o securitización que utilizan, permitiendo la puesta en marcha de diversos tipos de emprendimientos o proyectos de inversión a bajas tasas de descuento por la seguridad y transparencia que brindan a los inversores.

El objetivo de un fideicomiso financiero, por lo tanto, es emitir o garantizar con bienes fideicomitados, títulos representativos de deuda o certificados de participación en el dominio fiduciario de los bienes.

La titulización de activos como instrumento para obtener financiamiento en los fideicomisos financieros:

La titulización de activos comienza a utilizarse como una herramienta de financiación muy útil en nuestro país a partir de la ley de creación de Fideicomisos.

Esta herramienta ya había cobrado su auge en la década de los '70 en USA y luego en la década de los '80 seguido por muchos de los países desarrollados, en los que se observó su uso en la más variada categorías de titulización desde tarjetas de crédito y préstamos de consumo en Francia, hipotecas en Gran Bretaña, ingresos por petróleo y telefonía en México y contratos de arrendamiento en Japón.

La operatoria consiste en la emisión de un título, el cual posee como compensación una cartera de créditos o activos (reales o financieros) que son transformados en activos financieros y líquidos para su negociación en el mercado de capitales bajo la forma de valores negociables.

En primera medida, la empresa realiza la identificación de los activos que podría usar para capturar recursos, los cuales transmite en fideicomiso al ente fiduciario con el fin que éste pueda titularizarlos y colocarlos en el mercado financiero para ser adquiridos por inversores. Cuando la empresa o fiduciante cancela la totalidad del crédito recupera la propiedad del activo entregado en fiducia al dominio Fiduciario (Delgado, 2006).

En el fideicomiso financiero las tres figuras integrantes adoptan las siguientes funciones:

- Fiduciante: Transmite la propiedad en fiducia de un activo al fiduciario con el fin de financiarse generando liquidez a partir de los mismos para que una vez honradas las obligaciones de deuda le restituya su bienes.

- Entidad Fiduciaria: Recibe los activos y los tituliza mediante la emisión de valores negociables que luego coloca en el mercado, generando liquidez sobre los mismos. En el caso que el fiduciante no cumpla con el pago de sus obligaciones, el fiduciario esta habilitado a ejecutar los bienes fideicomitidos sin recurrir a la justicia con el fin de honrar la deuda, evitando los costos y retrasos judiciales y el precio de venta del bien en cuestión.

- Beneficiario: Inversores de la plaza que toman los titulo, recibiendo las amortizaciones y rentas futuras de los mismos, con una amplia seguridad de inversión debido a las garantías inmediatas de los bienes en fideicomiso y la confianza en el control y transparencia depositadas en el fiduciante.

La principal ventaja para una empresa de tomar financiación mediante esta vía es que normalmente los Fideicomisos son más baratos respecto un préstamo bancario tradicional debido al hecho que el tomador de los fondos ofrece sus activos en garantía dentro de un Fideicomiso, disminuyendo los riesgos de incobrabilidad para los inversores, lo que amerita menores tasas de interés.

Una ventaja secundaria pero que no deja de ser importante es que el financiamiento no figurará en ningún rubro dentro del pasivo de la empresa.

Los activos a titularizar por una empresa pueden ser de cualquier tipo, en principio los más utilizados son activos financieros o documentos de cobro futuro es decir, préstamos hipotecarios, prendarios, personales, de consumo, con garantía de coparticipación, facturas a cobrar, cupones de tarjetas de crédito, contratos de leasing, títulos de deuda tanto los emitidos por el sector público como los papeles privados.

Uno de los activos que resulta más útil a una empresa de pocos capitales, como una Pyme para financiarse son las cuentas a cobrar o facturas de crédito. Adelantándose flujo futuros de fondos a una baja tasa de interés, reciclando los flujos esperados de dinero en capital constante y sonante.

Cualquier tipo de activo, hasta los activos ilíquidos pueden ser utilizados mediante una buena estructuración del fideicomiso para obtener financiamiento. Encontrándose el techo de los fideicomisos en nuestro país es todavía muy lejano.

Por el lado de los inversores, la seguridad otorgada por la figura, permite explicar el crecimiento exponencial de la titularización en nuestro país. Tanto es así que la mayor parte de los fideicomisos está catalogada con la preciada "AAA", que denota a los papeles más seguros para el inversor.

En la mayoría de los casos la calificación de los fideicomisos es superior a la de las empresas que los estructuran y consecuentemente su menor tasa de interés financiera. Además, no se pone en juego a la compañía sino a los activos fideicomitados lo que a su vez evita problemas de tipo legal o disposiciones de las autoridades regulatorias, tales como el Ministerio de Economía o el Banco Central.

En este mismo sentido, se observa que el fideicomiso financiero, como instrumento financiero y de inversión, superó con éxito los escenarios de crisis de 2002 como el default soberano, la pesificación, corralito, corralón y devaluación. De esta forma, los fideicomisos han logrado la confianza de los inversores residentes y han atraído a nuevos emisores al mercado financiero local.

En segunda instancia la rentabilidad superior a la de los plazos fijos tradicionales, los convirtió en uno de los activos financieros preferidos por los inversores institucionales, tales como AFJP, compañías de seguros y ART, entre otros.

En resumen, la herramienta permite acercar las puntas del negocio financiero. A los inversores que disponen de una abundante liquidez que no encuentra instrumentos financieros adecuados para canalizarla y a los colocadores que buscan financiamiento de sus proyectos de inversión (Delgado, 2006).

Aspectos formales de los títulos de deuda:

Los certificados de participación en el dominio fiduciario y los títulos representativos de deuda garantizados con bienes fideicomitados deberán contar con dos calificaciones de riesgo de dos sociedades independientes registradas en la Comisión Nacional de Valores.

Los certificados de participación serán emitidos por el fiduciario, mientras los títulos de deuda podrán ser emitidos tanto por el fiduciario como por terceros, según fuere el caso. Ambos documentos podrán ser al portador o nominativos, endosables o no o escriturales de acuerdo con el art. 8 de la ley 23576.

Los certificados deben ser emitidos sobre la base de un prospecto denominando las enumeraciones de identificación del fideicomiso al que pertenecen, con detallada descripción de los derechos que confieren y constando además las condiciones específicas de emisión.

Podrán emitirse certificados globales de los certificados de participación con el fin de su inscripción en regímenes de depósito colectivo. Por tal objeto tendrán las características de definitivos, negociables y divisibles.

Asimismo, la ley tiene prevista la alternativa de emitir diferentes tipos de certificados de participación con derechos distintos. Pero objeta que dentro de cada clase los derechos conferidos serán los mismos. En segundo término admite que la emisión pueda dividirse en varias series.

La colocación de los títulos puede ser tanto mediante oferta pública como por colocación privada.

Características deseables de los activos a securitizar:

- Clara configuración de los créditos.
- Patrones de pago definidos y flujo de fondos predecibles.
- Baja probabilidad de incumplimientos.
- Diversidad de deudores

Extinción del fideicomiso:

El art. 10 de la ley 24441 define las posibles causas de extinción del Fideicomiso en las siguientes:

a) El cumplimiento de las condiciones o plazo estipulado en el contrato o el vencimiento del plazo máximo legal de 30 años.

b) La revocación del fiduciante, siempre y cuando esta facultad se hubiese establecido en el contrato, la cual en caso de efectivizarse no contará con efecto retroactivo.

c) Cualquier otra causa establecida en el contrato.

Una vez efectuada la extinción del Fideicomiso, el fiduciario recibe la obligación de adjudicar los bienes fideicomitidos al fideicomisario o a sus sucesores en caso de que sea necesario.

Concediendo los instrumentos y contribuyendo en las inscripciones registrales que correspondan como define el art. 26.

Para el caso de cesación del fiduciario se contemplarán como legítimas sólo las causas descriptas anteriormente en el punto de "Derechos y obligaciones de las partes".

El caso de insuficiencia del dominio fiduciario en el Fideicomiso Financiero:

En el caso de la ocurrencia de esta condición para cubrir las obligaciones del Fideicomiso, el fiduciario deberá proceder a la liquidación del Fideicomiso, ya que la ley no habilita la declaración de quiebra para esta figura jurídica.

De esta manera, debe realizar la liquidación de los bienes del patrimonio fideicomitado y de su producido y su entrega a los acreedores respectivos en base al orden de privilegios previstos en un caso de quiebra.

En el caso de que el orden de privilegios no se hubiese sido realizado en la constitución del Fideicomiso, la ley dispone la citación en asamblea por parte del fiduciario, a los tenedores de títulos de deuda a fin de resolver en la misma las normas de administración y liquidación del patrimonio.

Dicha citación deberá realizarse mediante publicación en el Boletín Oficial y en un diario de gran circulación del domicilio del fiduciario. Asimismo, la fecha establecida para la asamblea deberá determinarse dentro de un período máximo de sesenta días a partir de la última publicación.

Las normas mínimas a tratarse y en la asamblea deberán definir:

- a) La continuidad de la administración de los bienes del patrimonio fideicomitido hasta la extinción del fideicomiso.
- b) La forma de liquidación de los activos del dominio fiduciario y la elección de persona responsable de esta liquidación.
- c) La alternativa de transferencia de los activos del fideicomiso a otra sociedad de similares características.
- d) Las reformas del contrato de emisión respectivas a la alteración de los períodos, formas o condiciones iniciales y respectivas al indulto o conmutación de parte de las deudas.
- e) Todo aspecto relativo a la administración y liquidación que la asamblea considere importante definir.

La legislación establece que para una constitución válida de la asamblea en la misma deberán estar presentes los tenedores de deuda que resuman un mínimo de dos terceras partes del capital emitido y en circulación. Se deja abierta la representación de los mismos a través de carta poder certificada por escribano público, autoridad judicial o banco sin hacer necesaria la legalización por colegio.

La generalidad de las decisiones y determinaciones de la asamblea serán válidas con el voto de por lo menos, la mayoría absoluta del capital emitido y en circulación. A excepción de los aspectos tratados en el punto d) en las que bastará con una mayoría de las dos terceras partes.

En el caso de que no se lograra los mínimos decisorios en la primera asamblea se procederá a la citación de una segunda asamblea a efectivizarse en un plazo máximo de treinta días. Esta asamblea se determinará válida con los tenedores de títulos presentes y las votaciones se reconocerán legítimas con la mayoría absoluta del capital emitido y en circulación.

Tratamiento impositivo de los Fideicomisos:

Es importante señalar que tanto la ley como los decretos citados en el marco normativo legal no especifican con profundidad en cuanto a la manera de tratar tributariamente este tipo de contratos.

El decreto, sin embargo, señala que el fiduciario es el responsable de abonar los impuestos por cuenta ajena en los términos de la ley de procedimiento fiscal. Es decir que le asigna una responsabilidad como administrador.

Los impuestos implicados son los siguientes:

Impuesto a las ganancias:

La ley de impuesto a las ganancias incorpora a los distintos tipos de Fideicomisos, ejerciendo una clasificación para su tratamiento tributario en los siguientes dos tipos:

Fideicomisos financieros y fideicomisos no financieros constituidos en el país en los que fiduciante y beneficiario sean personas distintas, o cuando el fiduciante-beneficiario sea un beneficiario del exterior.

Fideicomisos no financieros constituidos en el país en los cuales fiduciante y beneficiario sean la misma persona, a menos que se trate de beneficiarios del exterior.

En el art. 69, inciso a, apartado 6 especifica el tratamiento de este primer grupo para el cual asimila un tratamiento similar al de las sociedades de capital en las cuales la totalidad de las rentas obtenidas se encuentran alcanzadas por una tasa del 35%.

El segundo grupo se encuentra regido por el art. 49, inciso c, el cual declara que en este caso el Fideicomiso no es sujeto del impuesto, designando un tratamiento similar a las sociedades de hecho, en el cual las rentas obtenidas dentro del fideicomiso quedan enmarcadas en la tercera categoría en cabeza de los distintos fiduciante en función de su porcentaje de participación en el mismo.

En ambos casos, los resultados obtenidos siempre constituyen ganancias de tercera categoría y el Fideicomiso, sea el tratamiento que tenga, debe ser inscripto en la AFIP bajo la denominación que tuviere como "fideicomiso" y presentar declaraciones juradas como cualquier sociedad del rubro (Diplotti et. al.,2006).

Asimismo, la ley realiza un tratamiento especial para los Fideicomisos financieros en los casos que:

- a) Los activos del patrimonio fiduciario sean títulos de valores o derechos crediticios por financiaciones

- b) Los títulos de deuda y certificados de participación hubiesen sido colocados en oferta pública.
- c) Los activos del patrimonio fiduciario no fuera sustituido luego de su cancelación o realización, salvo el caso de colocaciones financieras.
- d) En el caso de los créditos, el plazo de duración del fideicomiso debe estar en relación al de cancelación de los activos en cuestión.

El fiduciario deberá en todos los casos, actuar como agente de retención del Impuesto a las Ganancias (según RG. 830), y a su vez, será pasible de las retenciones que le correspondan. En el caso del segundo grupo, estas retenciones serán distribuidas entre los fiduciantes-beneficiarios en función de su participación

Impuesto a la ganancia mínima presunta:

La ley de creación del impuesto a la ganancia mínima presunta establece que todos los fideicomisos no financieros son responsables de dicho impuesto, sin importar si el fiduciante y el beneficiario coinciden o no.

De aquí surge explícito que los fideicomisos financieros están exceptuados del pago del mismo.

De esta manera el gravamen de ganancia mínima presunta atribuido será similar al de las sociedades de capital determinados en, el 1% del activo afectado al patrimonio fideicomitado, con pago a cuenta a computarse en el impuesto a las ganancias.

Los fideicomisos en los cuales fiduciante y beneficiario coinciden tomaran este pago a cuenta para su impuesto a las ganancias personal en base a su participación con la misma mecánica ya descripta anteriormente.

Impuesto al valor agregado:

Con respecto al IVA, el fideicomiso es sujeto siempre en cuanto a los hechos imponibles generados por su actividad. De manera que sólo se trata de definir si la actividad del mismo está alcanzada por dicho impuesto para que sea necesario inscribirlo en el mismo.

Es importante aclarar que la transferencia de los bienes hacia el fideicomiso no es un movimiento de título oneroso por lo que no se ve alcanzada por el impuesto. La distribución de resultados no se encuentra gravada por el impuesto (Diplotti et. al.,2006).

Impuesto a los bienes personales:

En el impuesto a los bienes personales, el fideicomiso no es sujeto del mismo. Para el caso de los fiduciarios tampoco les corresponde computar para el cálculo de su impuesto personal los bienes fideicomitados, ya que los mismos dejaron de formar parte de su patrimonio al momento de ser transmitidos al fideicomiso.

Impuesto a los ingresos brutos:

Cabe consignar que para el impuesto a los ingresos brutos el fideicomiso es sujeto, salvo exenciones provinciales correspondientes, de manera que deberá ser inscripto en la Dirección de Rentas de la jurisdicción local respectiva y tributar dicho impuesto sujeto a las normas generales aplicables, incluyendo el Convenio Multilateral.

Impuesto a los sellos:

En el caso del impuesto de sellos, se han planteado no pocas dudas, en virtud de que este impuesto grava los contratos a título oneroso.

La cesión de los bienes a un fiduciario para que cumpla determinadas funciones no tiene un costo, a excepción de los honorarios del fiduciario por sus servicios.

Normalmente es gravada la manda fiduciaria a título de onerosa, pero no el valor de transmisión de los bienes fideicomitados por ser considerada similar a una donación, por lo tanto gratuita.

Sin embargo, la jurisprudencia en muchos casos se ha volcado por considerar onerosa la transmisión de bienes, sobretodo en el caso de los bienes inmuebles gravándola con el impuesto de sellos en caso de corresponder jurisdiccionalmente.

Tratamiento de los títulos valores representativos de deuda y los certificados de participación presentes en los Fideicomisos Financieros:

En particular, los fideicomisos financieros cuentan con exenciones impositivas en la medida en que se enmarcan en el Decreto N° 780/95.

Los títulos de deuda de fideicomisos colocados mediante oferta pública se encuentran exentos del impuesto a las ganancias e ingresos brutos. El tratamiento con respecto al iva de este caso particular de fideicomiso también presenta la exención para todas las operaciones financieras y prestaciones relativas a su emisión, suscripción, colocación, transferencia, amortización, intereses y cancelación así como también las correspondientes a sus garantías.

Al mismo tiempo los resultados de los certificados de participación no se encuentran gravados por ninguno de estos dos impuestos nacionales (a las ganancias e iva, pero si se encuentran alcanzados por ingresos brutos en la mayoría de sus jurisdicciones).

Para el caso de los resultados provenientes de las negociaciones de títulos de deuda y certificados de participación, compraventa, cambio, permuta, conversión y disposición, así como también sus intereses, actualizaciones y ajustes de capital están exentos del impuesto a las ganancias, siempre que se trate de personas físicas o sucesiones indivisas.

En este caso también la mayoría de las jurisdicciones provinciales alcanza con el gravamen a los ingresos brutos a la negociación de títulos y certificados de participación cuando no se trate de personas físicas o sucesiones indivisas.

En el caso de la tenencia de los valores las personas jurídicas se encuentran gravadas por el impuesto a la ganancia mínima presunta mientras las personas físicas por el impuesto sobre los bienes personales.

Ventajas de la Herramienta Fideicomiso:

A continuación se pueden citar las siguientes ventajas de los fideicomisos:

- a) Minimiza el riesgo de los negocios porque se constituye un patrimonio distinto al del fiduciante, fiduciario y al de los beneficiarios, aislando los activos transferidos fiduciariamente. De esta forma como ya se indicó, la quiebra del fiduciante o del fiduciario o de los beneficiarios, no afecta a los bienes del dominio fiduciario, y los acreedores de cada uno de estos no tienen acción contra el fideicomiso.
- b) De esta manera posibilita el desarrollo de emprendimientos más allá de sus participantes. Además al disminuir el riesgo, por constituir un patrimonio independiente con los bienes fideicomitidos, mejora la calidad crediticia, posibilitando la baja del costo de endeudamiento.
- c) Presenta ventajas impositivas sobre todo en cuanto al impuesto a las ganancias según el tipo de fideicomiso como se especifica en el punto de "tratamiento impositivo".
- d) Acelera los plazos de ejecución en caso de incumplimiento, teniendo en cuenta los largos periodos de las ejecuciones vía procedimiento judicial.
- e) Brinda transparencia en el manejo de los fondos, debido a que se pueden ajustar los requisitos de rendición de cuentas y normas de procedimiento del fiduciario mediante el contrato de fideicomiso.
- f) Permite a inversores participar de los más variados proyectos de inversión inicialmente muy alejados a sus conocimientos específicos, incrementando las alternativas de su cartera de inversión, a través de la figura del fiduciario como tercero confiable y profesional en el negocio u encargo del fideicomiso.
- g) Brinda una herramienta flexible en economías complejas, que puede ajustarse a los requerimientos y características particulares del negocio adaptando una estructura jurídica segura al mismo.
- h) Evita la creación de una sociedad con un objeto específico ya que permite articular un proyecto de inversión mediante la participación de distintos inversores fiduciantes donde cada uno realiza su aporte específico al fideicomiso con una alta seguridad jurídica.
- i) Fortalece acuerdos societarios.
- j) A través de un fideicomiso una persona puede proteger personas familiares que no sean capaces de auto sostenerse, como bebés, personas mayores, discapacitados o personas que sufren ciertas enfermedades poniendo un patrimonio fideicomitido en administración de un fiduciario con el encargo de

suministrarle la cantidad de recursos según las necesidades, mientras conserva algunos bienes para generaciones posteriores.

Para el caso de los fideicomisos financieros debido al proceso de titulización que permiten presentan las siguientes ventajas:

En el caso de las empresas tomadoras de fondos:

- a) La titulización permite obtener capital de trabajo sin mayor endeudamiento, conformando una importante fuente de financiación de proyectos de inversión y refinanciación de pasivos. El descenso del riesgo de no pago y las garantías operacionales permiten una baja en el costo del endeudamiento, al mismo tiempo que la separación de riesgos comerciales y de gerenciamiento pueden también intervenir en la reducción de las tasas de costo de capital.
- b) Permiten generar liquidez a través del proceso de titulización de activos ilíquidos, ociosos, inmovilizados por largos plazos, de bajo rendimiento o baja rotación, habilitando vías de incorporación de nuevos recursos al sistema, reactivando el proceso de inversión con mayor liquidez y garantías.
- c) Presentan la posibilidad de negociación de los valores a través de la compra-venta de estos activos financieros en el mercado secundario.
- d) Permite la desintermediación del proceso de financiamiento tradicional bancario, disminuyendo los costos de intermediación, ya que pone en contacto directo a los inversores con los tomadores de dinero.
- e) En términos económicos de la empresa optimiza el retorno sobre su inversión y sobre su patrimonio neto, estimulando el crédito a largo plazo y permite que la misma pueda concentrarse en una actividad específica.
- f) Promueven mayor liquidez de operaciones y alternativas en los mercados de capitales.
- g) En el caso de Empresas o personas físicas inversores de fondos:
- h) Permite ser parte en proyectos de inversión de gran envergadura que de otra manera quizás sería imposible su participación o le demandaría desembolsos muy importantes.
- i) Permiten obtener mayores rendimientos de la inversión en una justa relación al riesgo asumido ya que el mismo es acotado y calificado por profesionales.

- j) Presentan exenciones impositivas importantes, según el caso, sobre todo en el impuesto a las ganancias.
- k) Mantener la posibilidad de hacer líquido el título en el mercado secundario pudiendo transmitirlo en pago o darlo en garantía.
- l) Mejora la afluencia de inversores extranjeros debido a que permite articular proyectos de inversión con garantías aisladas del riesgo país.

Desventajas de la Herramienta Fideicomiso:

- a) La novedad de la instrumentación de esta institución jurídica en nuestro país manifiesta la ausencia aún de una jurisprudencia sólida en comparación con las reiteradas interpretaciones realizadas por los tribunales de justicia de las normas jurídicas que poseen otro tipo de instrumentos de mayor data.
- b) Al mismo tiempo tanto por el público en general como la plaza inversora todavía existe un gran desconocimiento de la utilidad, características y funcionalidad de este instrumento debido a su reciente legislación. Sobre todo expresado en el miedo de potenciales participantes a perder el control de sus bienes.
- c) En ciertos casos la elección de un fiduciario competente en la materia del negocio puede implicar un alto costo en honorarios.
- d) Si no está bien trabajado el aspecto de información de las características propias del negocio en el cual se articula el proyecto de inversión, pueden generarse asimetrías de información que corren en perjuicio de todos los actores. Por el lado de los tomadores de fondos, obteniendo menor participación de inversores, y por el lado de los inversores no entrando en buenos negocios o en el otro caso entrando en negocios donde no tienen completamente clara la mecánica de funcionamiento del mismo.
- e) Una excesiva participación de los beneficiarios en las decisiones y los controles pueden ser un problema para una eficiente operatividad del fideicomiso. Sobre todo si la cantidad de beneficiarios participantes es numerosa.
- f) Los costos de establecer un fideicomiso, de operatividad, administración y de control, pueden requerir una gran envergadura del negocio, para que no excedan a los beneficios que este puede ofrecer. Esta incidencia aumenta para el caso de fideicomisos financieros y de oferta pública.

g) Dada la diversidad de participantes que contempla la figura se pueden llegar a presentar un número importante de participantes situación que requiere buenas capacidades de interacción y relacionamiento del hombre de negocios por parte de los actores involucrados.

h) La elaboración y estructuración de un fideicomiso suele requerir un periodo de tiempo importante en tramitaciones y tiene como requisito esencial el buen conocimiento del instrumento para evacuar posibles dificultades futuras en su utilización.

i) En los fideicomisos financieros existen costos extras por la obligación de auditorias externas e informes adecuados.

Algunas soluciones a problemas comunes:

a) Irrevocabilidad:

Mediante la especificación en el contrato puede dejarse sujeta la facultad al fiduciante de revocabilidad del fideicomiso. En algunos casos presenta la desventaja de pasar a ser alcanzado por algunos impuestos, de sello de la sociedad y de sucesión.

b) Costos:

Para emitir un fideicomiso hay que sumar los costos del asesoramiento legal, el de los organizadores, balances y auditores y la calificación de riesgo, lo que deriva en un alto costo fijo para una emisión pequeña.

Con respecto a este la mayoría de los bancos y grandes entidades financieras están orientados a la realización de fideicomisos de gran envergadura donde los honorarios presentados también son muy altos para afrontar por un fideicomiso de moderado tamaño. En este caso la alternativa de sociedades financieras independientes generalmente regionales o locales que presentan honorarios más razonables y una atención más personalizada lo que los hace más accesibles para fideicomisos de menor volumen de inversión.

Otra alternativa que presentan algunas entidades financieras en atención a esta problemática es la emisión en series de manera de repartir el costo en tandas.

c) Pérdida del control de los bienes:

Un obstáculo importante en la participación de potenciales participantes de los fideicomisos es el miedo a perder el control de los bienes en el proceso de

transferencia fideicomitida. Esta dificultad puede ser atendida en los términos del contrato a través del establecimiento de las formas de control del fiduciario. Sin embargo debe realizarse con mucha cautela y observancia legal de manera que el fideicomiso pueda ser declarado inválido y perder las ventajas de esta figura.

Consideraciones del capítulo sobre los Fideicomisos en Argentina y su evolución actual:

Observando su evolución en nuestro país desde 1995, lo sucedido en otros países, podemos observar que la utilización de esta figura se encuentra en amplio crecimiento.

La crisis del 2002 desencadenó una situación económico-financiera en la cual el sistema bancario colapso.

En el caso de ahorristas e inversores fueron despojados de sus tenencias a valores constantes, y violados en cuanto al compromiso de devolución a su vencimiento de sus acreencias. Mientras por el lado de los tomadores de crédito quedaron abandonados a su suerte, con nulas posibilidades de acceso al financiamiento, situaciones que determinaron severas consecuencias sobre la estructura de la economía general y en las economías regionales.

En una segunda instancia la ausencia de un sistema financiero expedito y la imposibilidad de las empresas de conseguir financiamiento formal e informal, impulsaron una mayor utilización de los fideicomisos como un mecanismo que permitía formalizar los negocios existentes y ampliarlo a inversores que antes no participaban.

En este nuevo escenario adquirieron especial y mucho mayor importancia los mercados de capitales por la solución que comenzaron a suministrar frente a esta encrucijada tanto a inversores como tomadores.

Es importante aclarar que el fideicomiso no es el único instituto que permite llevar adelante un negocio, simplemente cuenta con ciertas ventajas por las cuales merece ser evaluado.

En esencia, permite al inversor invertir en un contexto de transparencia y experiencia por el hecho que el negocio será manejado por un experto que actúa con la prudencia y diligencia del buen hombre de negocios, través de un instrumento jurídico confiable, ajustado a la realidad específica del negocio (Delgado, 2006).

Estas características permiten definir que el fideicomiso no asegura rendimientos, sino que asegura experiencia, diligencia y honestidad en el manejo del negocio, teniendo en cuenta que los intentos de empujar la figura del fideicomiso como la panacea de los negocios, son maltratos peligrosos que pueden condicionar la utilización de una herramienta útil (Delgado, 2006).

En el Gráfico VI podemos observar la evolución de los fideicomisos financieros en Argentina. La misma permite visualizar desde sus inicios con la promulgación de la ley 24.441 en 1995, la tendencia de crecimiento que se manifestó, de la utilización del mismo tanto en la cantidad de títulos emitidos/año como en los volúmenes monetarios. En segundo lugar permite observar el efecto de la crisis del 2002 en la caída de las emisiones pero también la reactivación inmediata por los motivos ya citados a partir del 2003 con un mayor auge del uso de esta herramienta arribando a 4.070 millones de pesos en 2005.

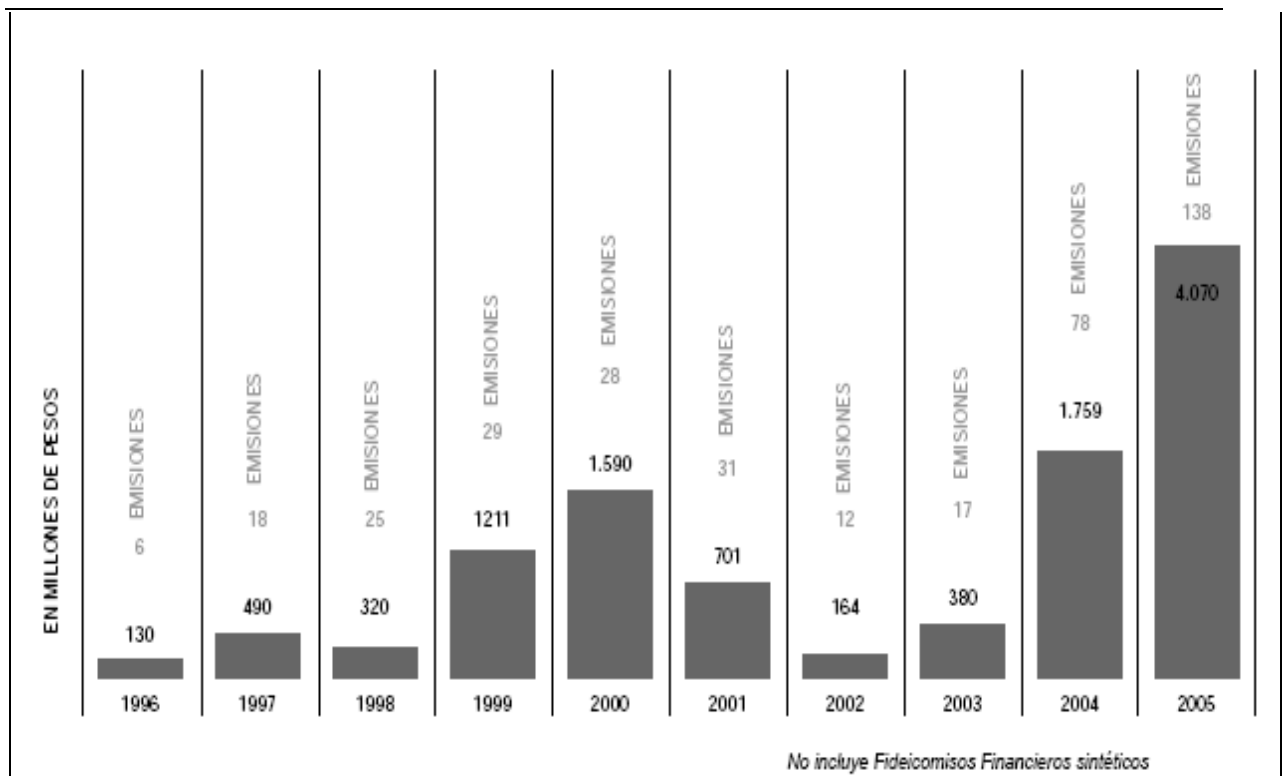


Gráfico VI. Evolución de los Fideicomisos Financieros en Argentina.

Fuente: Deloitte & Touche

Asimismo como muestra el Gráfico VII, en comparación con otras fuentes de financiación sobretodo deuda corporativa y acciones, el fideicomiso fue el instrumento que mostró mayor crecimiento durante 2005. Este monto representa un crecimiento de un 247% con respecto al año anterior mientras que el resto de las emisiones del sector privado se mantuvo estable. Este desempeño impulsado por la reactivación y la necesidad de fondos frescos

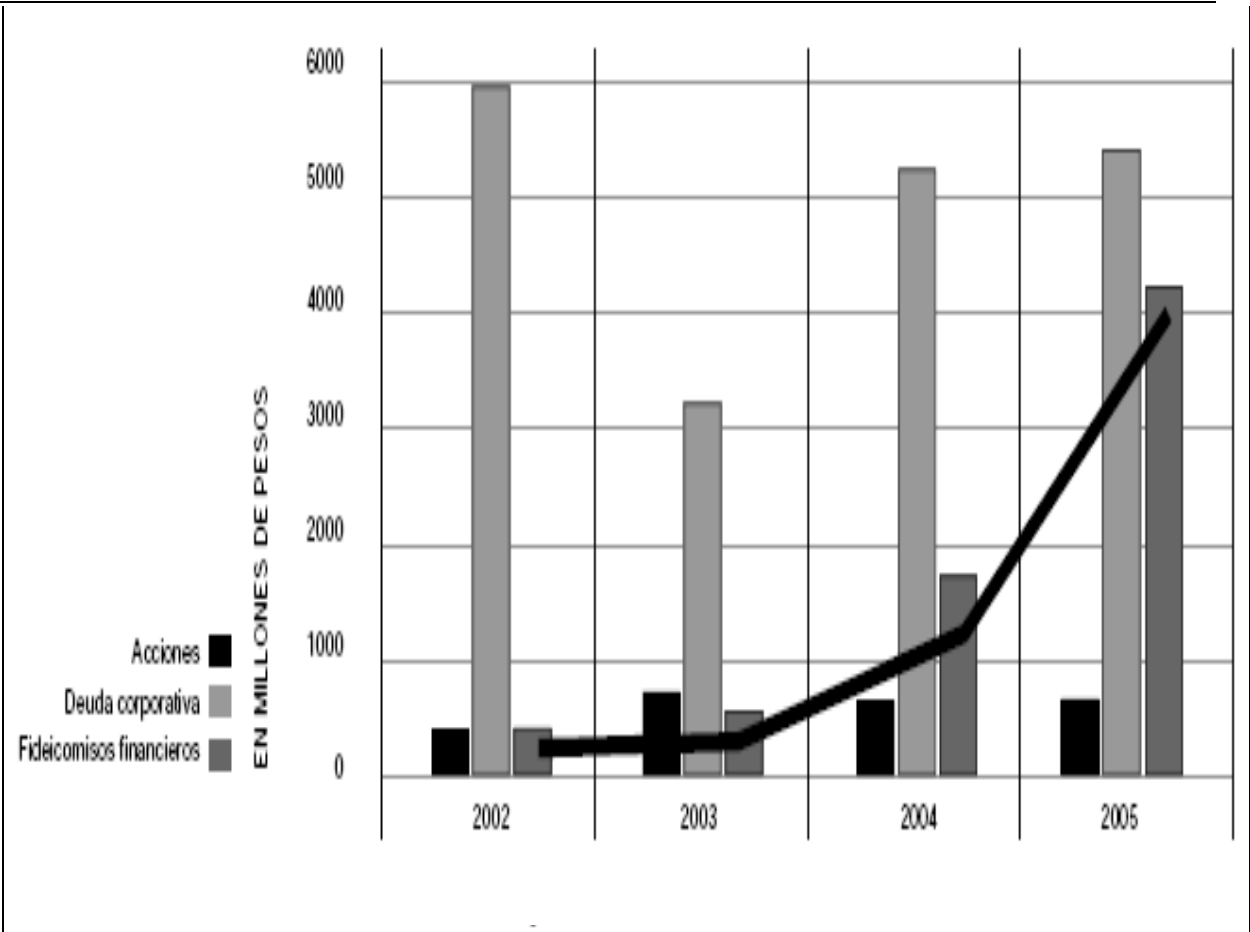


Gráfico VII. Fuentes de Financiamiento Empresarial durante año 2005.

Fuente: Banco Patagonia

Otra característica importante de la situación actual de los fideicomisos es la composición de activos titulizados. Durante el 2005 los créditos de consumo lideraron los valores de activos en titulización, si bien se comienza a observar un aumento en la participación de préstamos garantizados, contratos de leasing, proyectos inmobiliarios pero también nuevos proyectos de inversión en infraestructura productiva.

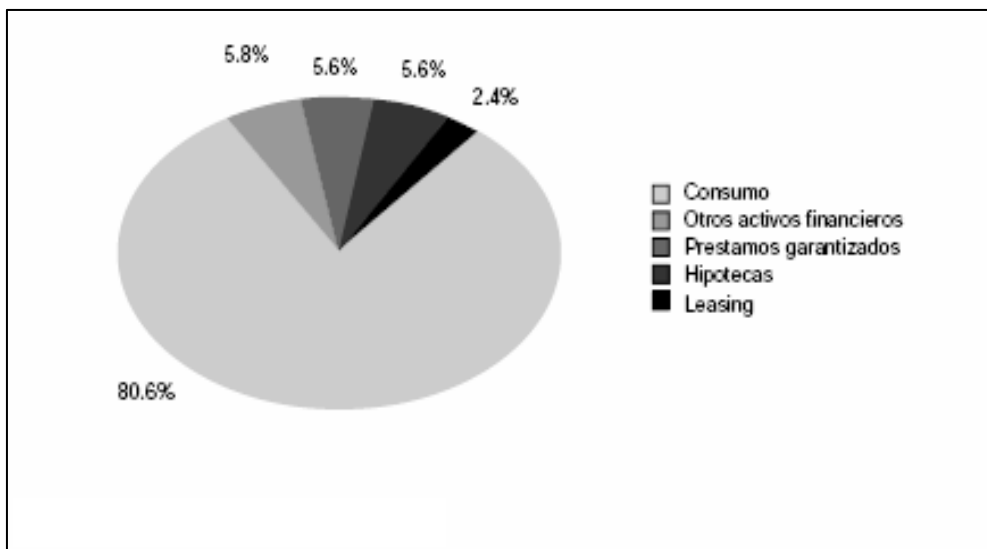


Gráfico VIII. Participación de los Activos Subyacentes de los Títulos de los Fideicomisos Financieros en Argentina durante el 2005.

Fuente: Deloitte & Touche

Al 2006 los montos emitidos demuestran una mayor participación ubicada en un 72% correspondiente a fiduciantes de Capital Federal. Sin embargo por el lado de la cantidad de emisiones se observa en los últimos años una tendencia al incremento por parte de fiduciantes situados en el interior del país arribando en 2006 a un 48% del total de títulos emitidos.

Entre los tomadores de títulos de emisión principales se encuentran:

- Inversores Institucionales:
 - AFJP
 - Bancos
 - Compañías de seguro
 - Fondos Comunes de Inversión
- Inversores Privados
 - Empresas con excedentes financieros
 - Personas físicas clientes de banca privada.

Para 2007 los analistas estiman que la tendencia continuará creciente proyectando que los montos de activos a titularizar por el mercado se encontrarán

en \$ 7.500 Millones de pesos. Al respecto, según un informe elaborado por Gainvest, en el primer trimestre del año 2007, las emisiones de este instrumento financiero superaron los 1.800 millones de pesos representando en línea con lo estimado, el 24 por ciento del total esperado para 2007.

En el caso de fideicomisos financieros orientados a la actividad agropecuaria también se encuentra una tendencia creciente del sector por la utilización de esta herramienta para la articulación de sus negocios y como medio de financiación.

Como algunos casos reconocidos de fideicomisos financieros y de inversión agropecuarios podemos citar:

- Fideicomiso Financiero para el Desarrollo Productivo del Valle de los Pericos: Con el objetivo de financiar el acopio, procesamiento y prefinanciación de la exportación de Tabaco Flue Cured Virginia la Cooperativa Tabacalera de Jujuy Ltda. (CTJ) a través de Nación Fideicomisos S.A. como fiduciario estructuró a partir de marzo del 2004 un fideicomiso por el cual se titularizan los derechos de cobro de exportación, derechos a reembolsos y a saldos de IVA por exportaciones realizadas, obteniendo la prefinanciación necesaria.
- Fideicomiso de Inversión Apícola de Misiones, en el cual el gobierno de la provincia obtuvo financiación del Consejo Federal de Inversiones (CFI) para adquirir 8.000 colmenas con el fin de proporcionar crédito a sus pequeños apicultores para capitalizarse en colmenas a través de la figura de un fideicomiso de inversión. El CFI actuaba como fiduciante-beneficiario, El programa de desarrollo Apícola de la provincia y la Fundación ArgenINTA como fiduciarios, asignando las colmenas a los pequeños productores que a través de una cuota de pago en kg de miel pagaban las colmenas que les eran asignadas y el remanente de la producción quedaba como ganancia de su actividad. Al cabo de un período de 4 años con la finalización de los pagos las colmenas eran transferidas a los productores.
- Fideicomiso Financiero Agrícola Los Grobo: Inaugurado en el 2005 este fideicomiso innovó en las características del mismo, con un 50% de participación de esta sociedad y la recuperación asegurada del capital invertido al inversor. El objetivo del mismo es la siembra de 15.000 ha en el SE de la Provincia de Buenos

Aires. El fiduciario es el Banco Galicia y como operador encargado del proceso productivo la sociedad Los Grobo Agropecuaria S.A.

- Fidecomiso Financiero Secupyme: Fideicomiso especial organizado y avalado por Garantizar SA, SGR con mayoría accionaria del Banco Nación con el objetivo de permitir a Pequeñas Pymes participar de la alternativa de financiación de la titulización logrando una baja de los costos de fideicomiso por la magnitud que logra el mismo. La última emisión durante 2007 logró una colocación de casi 2,7 millones de dólares a 300 días de plazo y con una tasa del 6,50% anual. Los beneficiarios no son pocos: 24 productores agropecuarios de Buenos Aires, Córdoba, Salta, Jujuy y Catamarca.

Durante el primer trimestre del 2007, los Fideicomisos financieros emitidos por el sector agropecuario exportador manifiestan un crecimiento de un 8 por ciento frente al primer trimestre del 2006 alcanzando los 663 millones de pesos en emisión.

Como podemos observar, en el país ya existen muchos casos de Fideicomisos en funcionamiento dentro del sector agropecuario, con múltiples resultados, maneras de articularse y con tendencia de alta crecimiento de utilización.

EL FIDEICOMISO FINANCIERO FONDO GANADERO INTA BORDENAVE

El objetivo específico de este trabajo de tesis es estudiar y evaluar el Fideicomiso Financiero Fondo Ganadero INTA Bordenave como una aplicación concreta de la herramienta Fideicomiso financiero a la financiación del negocio de la capitalización de cría vacuna.

Antecedentes:

El Instituto Nacional de Tecnología Agropecuaria es dependiente de la Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentación del Ministerio de Economía y Producción de la Nación.

Su objetivo fundamental es la investigación y extensión de tecnología aplicada al sector agropecuario en base a tres pilares fundamentales, incrementar la competitividad del agro, de una manera sustentable y contribuyendo la equidad social (INTA Plan Estratégico, 2004).

La EEA INTA Bordenave es el órgano de intervención en el territorio regional del SO bonaerense.

Las dificultades de acceso al financiamiento para el productor agropecuario local, mencionadas anteriormente, promovieron el trabajo a partir del año 2000 de los técnicos de la EEA INTA Bordenave hacia el estudio de los nuevos instrumentos de financiamiento para el sector enfocado al productor agropecuario descapitalizado, con el fin de dar respuestas a las dificultades de crédito que se comenzaban observar.

En este contexto, el 1 de febrero de 2005 es finalmente constituido el FG con su apertura a la suscripción, como un Fondo de inversión ganadero para la cría vacuna en los Partidos del SO bonaerense del área de influencia de la EEA Bordenave.

Su objetivo primordial fue generar una alternativa de financiamiento para la adquisición de vientres por el productor agropecuario regional descapitalizado, utilizando las ventajas de los fideicomisos financieros en su acceso a los mercados de capitales. Logrando para la plaza inversora una alternativa novedosa de inversión y para el productor agropecuario una alternativa de financiamiento principalmente a

bajas tasas debido a las ventajas de los fideicomisos, utilizando como garantías reales las mismas vacas, con pagos en valor producto y a 10 años de plazo.

Estructura del Fondo Ganadero:

El FG se constituye a través de un Fideicomiso Financiero, con todas las características de los mismos. Para poder concertar este proyecto de inversión instrumentado a través del Fideicomiso se requiere que estén presentes inversores decididos a invertir, productores dispuestos a producir y un administrador idóneo con el encargo de llevar adelante el negocio con diligencia y eficacia para el bien de todas las partes involucradas. En este sentido, se puede observar que los objetivos planteados en la constitución del FG se encuentran claramente definidos y articulados en el diseño de su estructura operativa, en la cual se determinan las siguientes figuras participantes con sus respectivas responsabilidades y obligaciones (Delgado, 2006).

Fiduciario:

El Fiduciario de este Fondo de inversión es BAPRO Mandatos y Negocios S.A., responsable legal del patrimonio del fondo, la titulación de los activos del mismo y de la realización y administración de los procesos productivos en la actividad de cría vacuna.

Fiduciantes:

El 100% del capital del Fideicomiso es constituido por el aporte de los fiduciantes, en donde se puede observar una interesante aplicación de ingeniería financiera para la adecuación de los distintos intereses en la participación del negocio. Existen dos tipos de fiduciantes a describir:

Fiduciantes-Inversores:

Son personas interesadas en el negocio ganadero, los cuales aportan un 70 % de los recursos de la conformación del fideicomiso que reciben como contrapartida Títulos de Deuda (TD) del fideicomiso a una tasa de interés fija del 9,1925% en cabezas de ternero, independientemente de los resultados productivos del mismo.

Todo inversor debe tener número de CUIT y los TD pueden ser propiedad de varias personas.

En el segmento de inversores potenciales se encuentran una gran variedad de participantes potenciales como productores propietarios de rodeos vacunos con insuficiencia de espacio físico para ubicar sus vacas en su propio campo, originado por distintos motivos usuales en la actividad agropecuaria, como intenciones de expandir al superficie de agricultura, deterioro de la productividad de las pasturas presentes, etc. y que no les resulta útil alquilar nuevas superficie o darlo a capitalizar a un desconocido por lo que el FG les representa una alternativa interesante por la seguridad de la figura y el seguimiento de un administrador profesional.

También pueden sumarse como inversores consignatarios de hacienda u privados que no tienen la posibilidad de dedicarse a llevar adelante el proceso productivo y que a través de la estructura del fideicomiso pueden concretarlo.

En definitiva el FG permite a sus inversores invertir su dinero en un negocio de economía real, en los plazos estipulados de la actividad productiva y conociendo fehacientemente el lugar donde lo está colocando, bajo la gestión de un administrador idóneo y con la seguridad que ofrece la figura jurídica del fideicomiso antes descripto (Delgado, 2006).

En este sentido se puede clasificar a los inversores en TD en dos tipos:

-Inversor en especias:

Quienes realizan sus aportes al Fideicomiso con vacas, este caso se observa sobretodo en productores agropecuarios que, como fue mencionado anteriormente, por distintos motivos no poseen la superficie necesaria para mantener sus vacas.

Otro motivo por el cual se observa una gran participación de inversores que aportan al fondo directamente las vacas, es debido a las ventajas impositivas que este les proporciona. La liquidación de un número importante de vientres implicaría un costo impositivo importante en concepto de ingresos brutos e impuesto a las ganancias por la magnitud de la venta, además en el impuesto a la renta la posibilidad de pasarse a categorías más altas en las cuales la alícuota es mayor.

La transmisión de la propiedad a un dominio fideicomitado, a diferencia de una venta, no esta gravada por ninguno de ambos impuestos, encontrándose solo gravada la recepción de los beneficios generados por el fideicomiso (terneros). En el

caso del FG estos beneficios, representan amortización de un décimo del capital más intereses, distribuidos en cuotas durante 10 años, de manera que la obligación de una venta de gran magnitud se divide en un periodo de 10 años, además de recibir un rendimiento anual correspondiente a los intereses del TD.

Este caso se observa sobretodo en productores agropecuarios de zonas donde la ganadería esta siendo desplazada por agricultura de mejores márgenes y no quieren deshacerse drásticamente del ganado.

-Inversor Financiero: Son por lo general inversores ahorristas vinculados o no al negocio ganadero que le extienden el encargo al fiduciario para que a través de su operador les realice el servicio de compra de las vacas que les corresponde aportar al FG.

Aquí se encuentran inversores sofisticados que buscan diversificar el riesgo de sus activos, a los cuales destinar un porcentaje de sus activos a negocios de economía real a valor producto les resulta interesante para la composición final del riesgo de su cartera de inversión global, logrando además resolver algunas cuestiones importantes en materia de inversión: colocar sus fondos al mismo plazo que dura la actividad productiva y conociendo fehacientemente a quien se le está prestando y en que actividad económica (Delgado, 2006).

Dentro de este grupo encontramos también inversores ahorristas no relacionados al negocio ganadero, que no poseen o les resultaría casi imposible dedicarse a esta actividad productiva, si bien les resulta muy interesante, encontrando en el FG la alternativa de poder realizarlo y un marco de seguridad y confianza de la estructura responsable de llevar adelante una eficiente actividad productiva.

Fiduciantes-productores:

Participan del negocio recibiendo un documento distinto, Certificados de Participación (CP), el cual los autoriza a cobrar el remanente del negocio luego de saldadas las cuotas de los TD y gastos de funcionamiento del fideicomiso. Este segundo tipo de inversores del fideicomiso aportan un 30 % de los fondos de formación del Fondo.

Aquí se encuentran principalmente los productores agropecuarios que buscan incrementar su rodeo para aprovechar toda la capacidad de carga disponible en sus

campos y por lo tanto reciben en capitalización el 70% de las vacas del FG aportadas por los inversores ahorristas, razón por la cual deben aportar el otro 30% restante mencionado.

El objetivo de esta estructuración por la cual se distingue dos tipos de inversores y formas de participación del fideicomiso, es en primer lugar adecuar la realidad del negocio a sus características intrínsecas, en las cuales los productores agropecuarios participantes se enfrenten a una estructura FG de incentivos que los motive a realizar un proceso productivo lo más eficientemente posible.

En segundo lugar la condición de participar en el FG con un aporte de un 30% con vientres propios, es una forma de otorgar una garantía a los inversores participantes, del cumplimiento de los niveles de producto a generar proyectados (terneros) y por otro lado es un indicio implícito de que cuentan con la estructura productiva y financiera propia para llevar adelante este proyecto, ya que las mismas se encuentran subordinadas al orden preferido de pagos en primer lugar de TD y gastos del fideicomiso.

Su participación del 30% se concreta a través de la compra de CP mediante su aporte de vientres propios vendiéndolos al FG a cambio de los primeros.

En este sentido la diferencia de inversores participantes con TD y CP se podría comparar realizando una analogía con respectivamente con las obligaciones y acciones de las sociedades anónimas. En las cuales las obligaciones tiene prioridad de pago sobre las acciones que van a participación con los remanentes (Delgado, 2006).

La Figura del Productor Agropecuario Capitalizador:

El FG denomina "Productor" a aquellos productores agropecuarios que reciben el rodeo del Fideicomiso y realizan todo el manejo del proceso productivo para producir los terneros. Estos son debidamente seleccionados y como se especifica en el punto anterior son fiduciantes-productores en el FG por un 30% del rodeo fideicomitado en CP.

Durante 10 años son responsables de todo el manejo productivo del rodeo, es decir, la alimentación, sanidad, manejo reproductivo, reposición, de manera de asegurar una producción de terneros acorde a la zona.

Durante esos 10 años, entregan al Fideicomiso un máximo de 0,34 terneros por vaca del rodeo del Fideicomiso, la mitad machos y la mitad hembras, con un peso no menor de 160 kg c/u, en fecha y lugar acordado con anterioridad.

Además, acepta las recorridas y controles periódicos que realiza el operador, y se compromete a recibir capacitación y asesoramiento por parte del INTA.

Finalizados los 10 años, el productor es dueño de la totalidad de las vacas recibidas del rodeo del fideicomiso.

Se encuentra también especificado las recorridas y controles periódicos que realiza el operador, y su compromiso de recibir capacitación y asesoramiento por parte del INTA.

Como contrapartida de su entrega anual de terneros al vencimiento del plazo establecido se le traslada la propiedad de la totalidad de las vacas del módulo recibido del Fideicomiso.

La decisión final en la selección de los productores candidatos por parte del fiduciario se efectúa mediante el aval del INTA, para lo cual realiza una visita de diagnóstico al establecimiento rural a fin de determinar los parámetros técnico-productivos del mismo para llevar adelante el proceso productivo.

En este aspecto es muy importante la consulta a otras instituciones locales a fin de obtener conocimiento de las características morales del candidato, dado que si bien es un delito penal la venta de la propiedad ajena, un hecho de este tipo repercutiría en el perjuicio de todo el fondo.

La Figura de los Operadores del FG:

Los operadores son personas idóneas en el negocio ganadero, debidamente capacitados, muy vinculados a los mercados de hacienda y por lo general con formación técnica, que el fiduciario contrata localmente para realizar en su nombre el control del proceso productivo y la gestión de la logística necesaria para cumplimentar los compromisos ante el inversor y el productor.

Resulta ser una figura fundamental para el correcto funcionamiento del FG, ya que son los responsables del seguimiento de la actividad productiva y gestión durante la vigencia del contrato.

Para el FG cumplen un rol esencial ya que hacen posible la participación de inversores no pertenecientes a la actividad brindando el servicio comercial inicial, a cuenta y orden, de la compra de los vientres para incluir en el patrimonio

fideicomitido y concluyendo cada ciclo productivo la liquidación de los terneros a los beneficiarios que así se lo indiquen. De esta cumplen la función de conversión de activos líquidos a capital hacienda y viceversa en la finalización del proceso productivo, función esencial para maximizar la eficiencia del FG ya que permiten la participación de los actores ajenos al negocio ganadero.

La participación de la EEA INTA Bordenave: Es el autor intelectual del diseño del FG y cumple la función de asesor productivo del Fideicomiso, teniendo a su cargo el asesoramiento y la capacitación del productor con el fin de promover el mejoramiento y equilibrio de su sistema productivo a través de la adecuación e incorporación de propuestas tecnológicas probadas para la región aplicada al proceso productivo ganadero.

Características Funcionales del Fideicomiso:

El Fideicomiso presenta el siguiente diseño estructural que define su funcionamiento, resultados y características del negocio para ambas partes, a definir a continuación.

- Moneda Equivalente del fideicomiso: kg. de ternero.
- Equivalencia de conversión Unidad Ternero/ Kg. Ternero: 1 ternero= 160 kg mínimos de peso.
- Valor Tamaño de los Módulos: 100 terneros.
- Equivalencias conversión Unidad Vaca/Unidad Ternero: 2 terneros = 1 vaca.
- Constitución de los Módulos: La integración de un título de deuda con un certificado de participación conforma la constitución de un nuevo módulo.
 - ✓ 70% del Módulo: 1 TD con interés preferido fijo del 9,1925%.
 - ✓ 30% del Módulo: 1 CP que habilita la propiedad del remanente del negocio saldados los pagos de los títulos de deuda y los gastos del fideicomiso.
- Adjudicación de los Módulos: Productores agropecuarios que hayan realizado la prescripción, aprobados por el Fondo y que se hagan propietarios de un certificado de participación.
- Características de los contratos de Capitalización subyacentes al Fideicomiso:

- Plazo: 10 años
- Responsabilidades comprendidas: El manejo productivo del rodeo, en todo concepto: la alimentación, sanidad, manejo reproductivo, reposición, de manera de asegurar una producción de terneros acorde a la zona.
- Pagos anuales: 0,34 terneros/vaca recibida mitad macho, mitad hembra con un peso mínimo de 160 kg entregados en lugar y fecha previamente acordado con el operador.
- Cumplimiento de los pagos anuales: En concepto de pago efectuado por la entrega de los terneros, se le entrega al productor un recibo suscrito por el inversor ahorrista tenedor del título de deuda en conformidad por el pago recibido.
- Finalización del contrato: Integración por parte del productor de su certificado de participación con el título de deuda obtenido al saldar sus 10 cuotas anuales, determinando su propiedad de la totalidad de los vientres del modulo.

Circuito Funcional del Fideicomiso:

A fin de dar un completo detalle de la operatoria de funcionamiento del Fideicomiso en base a sus características estructurales, se procede a detallar los pasos del mismo:

La moneda equivalente interna del FG en el cual se encuentra determinado todo su activo es el kg de ternero. Toda operatoria dentro del Fideicomiso tanto de entrada como salida es en valor ternero. De esta forma los aportes de los fiduciantes al fondo, los pagos de las cuotas realizados en los contratos de capitalización celebrados por el fiduciario con los productores agropecuarios son en kg de ternero, como los honorarios profesionales del fiduciario y gastos del Fideicomiso.

De esta manera, se logra aislar del funcionamiento del fondo el riesgo precios ya que los todos los aportes de participación al fondo y los pagos en todo concepto se realizan en la moneda equivalente: kg de ternero (Delgado, 2006).

La operatoria de conformación de los módulos se inicia normalmente a de enero a abril de cada año con un plazo de 120 días en el cual se toman las prescripciones tanto de inversores como productores interesados en participar.

En cuanto a la selección de los productores receptores de los módulos se presta especial atención a fin de aceptar a todos aquellos productores que no presenten referencias negativas o que pudieran ser negativas para el normal funcionamiento del Fideicomiso. La selección se efectúa en base a las referencias comerciales y responsabilidades productivas locales observadas a partir de la fuente de las instituciones, cooperativas y empresas locales.

A partir de las prescripciones se comienza a trabajar en la integración de TD y CP para la conformación de los módulos.

El tamaño de cada módulo individual es de 100 terneros y la equivalencia de conversión de Unidades de Terneros/Unidades de Vacas es de 2 a 1, por lo que cada módulo queda conformado por 50 vacas de cría que se marcan con la marca del FG.

La conformación de un módulo se realiza mediante la integración de un TD correspondiente al 70% del mismo, de un tamaño de 70 terneros que representan 35 vacas, con un CP aportado por el productor receptor del modulo del Fideicomiso correspondiente al 30% restante del modulo, de un tamaño de 30 terneros que representan 15 vacas.

De esta forma quedan predeterminados los módulos a concretarse para el correspondiente ciclo.

El fiduciario es el responsable del proceso de titulización de los activos de cada parte realizando la emisión de los títulos de deuda y certificados de participación respectivos, como de su posterior integración formal a la fecha estipulada en la prescripción de la conformación de los módulos.

Integrados los TD con los CP, el fiduciario procede a realizar los contratos de capitalización con los productores agropecuarios participantes.

Las condiciones de estos contratos son muy similares a los contratos privados de capitalización que se observan en el mercado.

En lo que respecta al servicio productivo que brinda el productor para la capitalización del rodeo, asume la responsabilidad civil en todo concepto del rodeo recibido. Aspectos concernientes a:

- Cuidado y mantenimiento de la calidad de las vacas del rodeo,
- Provisión de su alimentación (gestión de los pastoreos y suplementaciones dietarias que se hicieran necesarias).
- Sanidad del rodeo (gastos de veterinario y medicamentos).

- Manejo reproductivo y aporte de los toros a razón de un 4% del rodeo.
- Tomar aquellos seguros que crea convenientes suscribirse.
- Reponer las vacas en caso de muerte o extravío.
- Efectivizar el pago anual de la cuota terneros en tiempo y forma.
- Tomar las capacitaciones brindadas por INTA de manera de obtener asesoramiento técnico y estar en contacto con la evolución de la tecnología ganadera.

Previamente al momento estipulado de la entrada del rodeo fideicomitado al establecimiento, el productor agropecuario tiene el derecho de observar y revisar las vacas del modulo a recibir. En caso de encontrar animales que no le convencieran tiene el derecho de revisar distintos lotes conjuntamente con el operador hasta conformar el rodeo a recibir.

Esta alternativa se diseñó para poder resolver los problemas de las distintas calidades de animales dentro de una misma categoría que se encuentran en un rodeo. De esta manera una vez que el productor está de acuerdo con la tropa a recibir firma en conformidad el contrato, donde se hace responsable frente al fiduciario del cuidado de los animales por el plazo establecido, aceptando que con el lote de animales que recibe podrá cumplir con el negocio.

Asimismo en el contrato del Fideicomiso financiero están claramente estipuladas las características básicas de las vacas a integrar en el FG.

- Las vacas deben tener garantía de preñez para su segunda o tercera parición.
- Deben tener al día los análisis sanitarios de rutina correspondientes.
- No deben presentar lastimaduras, golpes, deben poder caminar.
- Raza, tamaño y conformación con el visto bueno del Operador.
- Razas británicas o sus cruzas para producción de carne.
- En ningún caso la vaca podrá contar con menos del 70% del diente.
- Debe ingresar con un estado corporal adecuado (condición corporal 2 en escala del 1 al 5, y estado reproductivo que garantice el servicio estacionado.
- No deben presentar trastornos en el sistema nervioso.
- Las vacas deberán ser aceptadas por el productor antes que la lleven al campo.

Durante el ciclo anual el proceso productivo, el mismo es controlado por el operador. El INTA participa brindando asesoramiento en lo tecnológico y capacitaciones regionales a fin de apoyar al productor en su alcance y mejoramiento de los niveles productivos deseados.

Al final del ciclo anual, el productor en coordinación con el operador, debe realizar la entrega de la cuota anual de terneros en el lugar y fecha establecidos en el contrato, que por lo general es la balanza más próxima a su explotación.

Las características de los terneros a entregar están también claramente definidas en el contrato de Fideicomiso:

- Mitad Machos y mitad hembras de 160 kg de promedio.
- No deben presentar lastimaduras, golpes, deben poder caminar, ver y alimentarse por sí mismos.
- Deben ser hijos de vacas propiedad del Fideicomiso.
- Razas británicas y sus cruzas para producción de carne
- Bien alimentados y sanos a simple vista.
- No más de 9 (nueve) meses de edad.
- Sin trastornos en el sistema nervioso.
- En lo que respecta a tamaño y conformación, deberán tener el visto bueno del Operador.

El tenedor de títulos será notificado por el fiduciario con 15 días de antelación del lugar, fecha exacta y cantidad de terneros que le serán entregados por el operador en representación del fideicomiso.

El inversor podrá solicitar al operador el servicio de venta de los terneros a su cuenta y orden, el cual realizará transfiriéndosele al beneficiario la suma obtenida por la venta descontados los gastos de comercialización que resulten aplicables.

El fiduciario con el pago de esta cuota honra en primer lugar el pago de los títulos de deuda correspondientes al capital más intereses, en segundo lugar los gastos del fideicomiso donde se encuentran comprendidos sus honorarios y los del operador como los gastos de funcionamiento y por último determina los terneros que le corresponden al productor en concepto de cobro del equity por sus certificados de participación, que quedan en el campo del productor.

El tenedor del título de deuda firma en conformidad por su pago percibido un recibo anual que es entregado al productor capitalizador, que luego del pago de las 10 cuotas anuales esta canjea por el TD respectivo para que el fiduciario pueda integrar con su CP trasmitiéndole la propiedad del módulo. Así de esta manera el productor vuelve a marcar con su marca declarada en el registro de marcas y señales la hacienda del módulo.

Análisis de la Alternativa de Inversión:

Para el Inversor:

En lo que respecta al análisis de la herramienta financiera Fideicomiso como instrumento de inversión se pueden visualizar los siguientes aspectos interesantes desde la óptica del inversor.

- 1) El FG se plantea como una propuesta muy innovadora de inversión que habilita a inversores de toda nómina a participar del negocio ganadero asegurándoles una tasa de interés fija calculada en el 9,1525% y amortización de capital de deuda, mediante sistema francés en cabezas de ternero.
- 2) A través del Operador del fondo, que actúa como intermediario en la compra de hacienda y liquidación de la misma, un inversor no vinculado al negocio ganadero o sin la posibilidad de llevar adelante el proceso productivo y comercial de este negocio adquiere la posibilidad de participar de esta actividad económica.
- 3) El Inversor encuentra de esta manera un instrumento para canalizar su ahorro hacia actividades productivas de economía real que se desarrollan en su zona, con la seguridad jurídica que le ofrece esta novedosa herramienta del Fideicomiso y la idoneidad de un operador de destacada experiencia en el negocio.
- 4) El diseño de la estructura de inversión fideicomitada permite lograr una interesante administración de riesgos adecuada a los intereses de cada parte.
 - a) Para el caso del inversor, se le transmite la totalidad de los riesgos productivos al productor capitalizador, ya que se le asegura a este primero una cuota anual de terneros fija, en concepto de repago de amortización de

capital e intereses de sus títulos de deuda, independientemente de los resultados productivos que logrará el productor.

b) Como contrapartida le es transferido la totalidad del riesgo precios al inversor. Sin embargo esta estructura de administración de riesgos se presenta adecuada en función de la habitualidad e inherencia del tipo de riesgo que asume cada parte considerando su actividad más usual o para la cual normalmente se encuentran más informadas. Un inversor financiero se puede considerar más habituado e informadas para trabajar en contextos de alta volatilidad de precios de los distintos activos y por consiguiente se presume que posee mayores conocimientos de la administración y minimización de los mismos, mientras un productor agropecuario se presume mayormente habituado y con conocimientos tecnológico-prácticos para minimizar o paliar los riesgos climáticos y de producción.

5) El FG asimismo cuenta con el diseño de una interesante estructura de estímulos al productor receptor de las vacas sujetas a los TD. De esta manera la estructura lograda mediante la obligación a los productores de participar en el FG con el aporte del 30% con vientres propios, otorgándoseles a cambio los CP respectivos, permite:

a) Establecer una estructura de incentivos al productor capitalizador para realizar un proceso productivo los más eficientemente posible ya que se encuentra participando en equity y los costo de la cuota anual es fija.

b) Se introduce en el fideicomiso garantías reales cubriendo los riesgos de situaciones de incumplimiento, como así también permite asegurar al inversor el logro de los niveles mínimos de producto proyectados para asegurar el pago de las cuotas fijas correspondientes a sus títulos de deuda.

6) Para el caso de inversores sofisticados que buscan diversificar los riesgos de sus activos, el FG se presenta como una muy interesante alternativa de inversión en economía real, permitiendo la administración mediante la diversificación de riesgos en la composición final de su portafolio global de inversión.

Asimismo la posibilidad de conversión de activos líquidos a capital hacienda en la entrada del fideicomiso y viceversa en la finalización del proceso productivo anual, conjugada con la gran volatilidad de precios de la hacienda, altamente

sujeta a las situaciones de oferta y demanda estacionales y coyunturales, se presentan como una oportunidad siempre presente de efectivizar acciones de arbitraje o especulativas (alternativas buscadas por algunos tipos de inversores), cambiando sus posiciones sobre activo ganaderos o activo financiero en los momentos que relaciones de precios lo justifiquen.

7) El Inversor posee el derecho de negociar su título de deuda en el mercado secundario debido a la posibilidad de transferir el Título de Deuda en todo momento, con previa notificación al Fiduciario.

8) El inversor logra resolver una cuestión muy importantes en materia de inversión: colocar sus fondos al mismo plazo que dura la actividad productiva, conociendo fehacientemente a quien se le esta prestando y en que actividad económica. Situación que ha adquirido valor en base a las experiencias de pánico bancario de los últimos años generadas a partir de las asimetrías propias del sistema financiero tradicional, donde el inversor presta indirectamente su dinero (a través del banco) a un desconocido, en una actividad económica desconocida y a un plazo menor al que duran las deudas que ofrece el banco al prestatario (Delgado, 2006).

9) A inversores productores propietarios de hacienda que no pueden retener en sus propios campos y no les interesa darlas a capitalizar a un privado le confiere una alternativa de una alta seguridad jurídica sobre la propiedad de su hacienda y la articulación el proceso productivo seguido por un operador idóneo, asistido por el INTA.

10) Brinda importantes ventajas impositivas descritas anteriormente, sobretodo a productores agropecuarios que se ven en necesidad de liquidar un importante número de vientres.

11) La especificación de las recorridas y controles periódicos que realiza el operador, y el compromiso del productor de recibir capacitación y asesoramiento técnico por parte de INTA resulta un aval importante que fortalece el correcto desempeño del proceso productivo.

12) La selección de los productores candidatos a capitalizar la hacienda realizada por el operador y el INTA, con el la previa visita de diagnóstico del establecimiento, analizando sus parámetros productivos, y la recopilación de referencias comerciales y productivas locales representan una seguridad inicial importante para el inversor. En todo momento el inversor tiene acceso al listado de productores capitalizadores.

13) Finalmente, se presenta como una alternativa para inversores ahorristas locales no productores, vinculados al sector (agronomías, veterinarias, casas consignatarias de hacienda, etc.) los cuales la recepción de las cuotas anuales de terneros les resultan útiles a los fines de sus negocios principales relacionados con el sector.

Para el Productor Capitalizador:

El Fideicomiso financiero se presenta como una interesante y nueva herramienta de financiamiento para el productor agropecuario otorgándole la alternativa de capitalizarse y llevar adelante su actividad de cría vacuna, presentando algunas ventajas importantes a describir:

1) Se presenta como una alternativa de financiamiento de la actividad de capitalización de cría vacuna establecida:

- a) En cuotas a tasa fija eliminado los riesgos de incremento de las tasas de interés variables de un crédito en un contexto inflacionario.
- b) En cuotas a valor producto eliminando los riesgos precios que poseen una gran influencia en el resultado del negocio ganadero, por su gran volatilidad atada a una oferta muy influenciada por las condiciones climáticas anuales.
- c) El periodo de 10 años representa financiamiento de largo plazo para este tipo de actividad económica, en comparación a los plazos de financiación tradicionalmente ofrecido a esta actividad. Ej. Créditos Bancarios.
- d) Las cuotas son de pago año vencido y el periodo de pago coincide exactamente con el periodo de finalización del proceso productivo del negocio, calzando obligación de pago con el momento de la obtención de

resultados económicos. Obteniéndose plazos de financiamiento acordes a los plazos de desarrollo de la producción.

2) La inversión está directamente vinculada a la situación de la actividad ganadera de cría vacuna, ya que se ingresa con vacas y se recibe por el capital aportado e intereses, parte de la producción de esas vacas en forma de terneros de destete.

3) Mayores posibilidad de recurrir a financiación, teniendo en cuenta que el crédito bancario en muchos casos se encuentra no disponible, por la no calificación como sujetos de crédito, debido a sus escalas, la falta de las garantías solicitadas por la entidad bancaria, la situación impositiva, etc. Esta situación excluye a un gran número de productores agropecuarios en su acceso al financiamiento.

4) Las garantías requeridas por la mayoría de los bancos privados para el otorgamiento de créditos volcadas al sector pecuario presentan las siguientes desventajas para el productor tomador:

a) Casi la totalidad de las entidades bancarias otorgan créditos de inversión en el sector pecuario con garantía hipotecaria sobre el campo mediante un monto entre un 30 y 50% por sobre el valor del préstamo.

b) Las líneas de crédito para inversión en ganadería, cuya garantía sea la prenda sobre la hacienda, son inexistentes debido a los problemas para la creación de la prenda sobre el ganado, las limitaciones en la identificación del bien y la ejecución prenda es un proceso largo (más de un año), que conlleva elevados costos adicionales para el banco (Colombet, 2002).

En este sentido, el FG permite al productor agropecuario a través de la figura del Fideicomiso, resolver este aspecto crucial del financiamiento: las garantías.

a) Afectando como garantía única sus vacas, mediante la entrada de las mismas en el fideicomiso. Que representan una garantía menor a la mitad del capital recibido en financiamiento, ubicado en el 42,85% (15 vacas sobre

35 vacas recibidas por módulo) y que a su vez las participan en concepto de equity en el negocio.

b) El productor afecta estos vientres como garantía, pero no afecta su capacidad de producción, ni la genética del rodeo ya que todas sus vacas quedan produciendo en su campo, bajo su manejo, y se recuperan con la entrega de parte de su producción de terneros.

5) La tasa de interés de financiamiento del 9,1525% se presenta como una tasa notablemente mas baja, lograda por la seguridad jurídica hacia los activos que logra la figura Fideicomiso, en comparación de las tasas que se observan en el mercado de créditos de la mayoría de las entidades financieras para el sector agropecuario.

6) Cuentan con el asesoramiento gratuito y capacitación de los Técnicos regionales de INTA aportando propuestas tecnológicas para la organización y optimización los niveles de producción ganadera del rodeo.

7) El operador con su actividad de seguimiento de la actividad productiva y de acordar las pautas mínimas de manejo del rodeo, apuntala y sostiene al productor en su tarea para el logro de estos objetivos.

8) La estructura de Fideicomiso cuanta con una marcada mayor seguridad jurídica que los contrato de capitalización privados presentes en el mercado.

ANEXO IV (a): Estructura Productiva Establecimiento Agropecuario Modal Partido de Bahía Blanca.

CAPITAL FUNDIARIO:

<i>Detalle</i>	Has Totales	U\$/ha	TOC	\$/ha	\$/Sup Total
Tierra	629	850	3,14	2669	1598731

CAPITAL MEJORAS FUNDIARIAS:

<i>Mejoras</i>	Cant.	Agric. (%)	Ganad. (%)	Año	V. Nuevo. Unidad (\$)	V. Nuevo. Total (\$)	Vida útil (años)	VR (%)	Valor contable residual (\$)	Valor contable actual (\$)	Amortiz. (\$)	VN (%)	Gastos. Conservación (\$)
Casa principal (m2)	170	50	50	1964	1450,0	246500,0	50,0	10	24650,0	55709,0	4437,0	0,5	1232,5
Casa personal (m2)	120	50	50	1965	841,0	100920,0	50,0	10	10092,0	24624,5	1816,6	0,5	504,6
Galpón chapa (m2)	206	50	50	1982	464,0	95584,0	40,0	10	9558,4	41818,0	2150,6	0,5	477,9
Molino completo	2	0	100	1983	16300,0	32600,0	30,0	10	3260,0	9128,0	978,0	1	260,8
Alambrado perimetral (m)	13000	24	76	1987	3,9	50700,0	50,0	10	5070,0	32448,0	912,6	1	405,6
Alambrado interno (m)	9000	24	76	1983	7,3	65700,0	50,0	10	6570,0	37317,6	1182,6	1	525,6
Alambrado corrales (m)	350	24	76	1983	17,5	6125,0	50,0	10	612,5	3479,0	110,3	1	49,0
Manga 7m	1	0	100	1975	3736,0	3736,0	40,0	10	373,6	1046,1	84,1	1	0,5
Tranqueras	20	0	100	1991	377,6	7552,0	50,0	10	755,2	5377,0	135,9	1	60,4
Silo 15 tn	2	100	0	1977	5918,4	11836,8	30,0	10	1183,7	1183,7	355,1	1	94,7
Alambrado eléctrico (m)	700	0	100	1998	0,7	490,0	20,0	10	49,0	291,6	22,1	1	3,9
Pastura Peremne Pasto Llorón	47	0	100	1980	455,0	21157,5	30,0	5	1057,9	3067,8	670,0	0,10	21,2
TOTAL GANADERIA										215490,3	7768,3		2199,3

CAPITAL FIJO INANIMADO:

<i>Máquina</i>	Cant.	Agric. (%)	Ganad. (%)	Año	V. Nuevo. Unidad (\$)	V. Nuevo. Total (\$)	Vida útil (años)	VR (%)	Valor contable residual (\$)	Valor contable actual(\$)	Amortiz. (\$)	Coef. Rep. y Repar.	Rep. y Repar. (\$/h)
Tractor 80 HP	1	24	76	1999	68950	68950,0	10	25	17237,5	27580,0	5171,3	0,00004	2,76
Arado rastra 14 d.	1	24	76	1997	17946	17945,6	20	20	3589,12	10767,4	717,8	0,00015	2,69
Rastra doble 44 d.	1	24	76	1997	25477	25476,8	20	20	5095,36	5095,4	1019,1	0,0001	2,55
Sembradora 28 d.	1	24	76	1996	49771,0	49771,0	15	20	9954,2	20572,0	2654,5	0,00005	2,49
Acoplado silero 3,5 Tn.	2	100	0	1974	7560	15120,0	20	20	3024	3024,0	0,0	0,00004	0,30
Desmalezadora	1	0	100	1995	23458	23458,0	15	20	4691,6	8444,9	1251,1	0,0001	2,35
Rastra dientes	7	24	76	1975	400	2800,0	20	20	560	560,0	0,0	0,0001	0,04
Cosechadora 18 pies	1	100	0	1968	415200	415200,0	20	20	83040	83040,0	0,0	0,00007	29,06
Camioneta gasolera	1	24	76	2002	51288	66750	5	25	16687,5	16687,5	10012,5	0,0000025	2503,13
TOTAL GANADERIA										70204,2	16128,2		

*Repuestos y reparaciones camioneta expresado en \$/año.

DETERMINACION DE COSTOS DE LA MAQUINARIA PROPIA:

Equipo	Combust. (\$/h)	Lubricantes (\$/h)	Rep y repar. (\$/h)	M. de Obra (\$/h)	Ancho trab. (m)	Vel (km/ha)	Tiempo Trab. efect. (%)	Coef. Ajuste unid.	Cap. Trab. (ha/h)	Tpo. Oper. (h/ha)	Costo \$/ha
Tractor 80 HP	1,49	0,15	2,76	6,00							
Arado rastra 14 d.			2,69		2,2	8	0,85	0,1	1,5	0,67	8,75
Rastra doble 44 d.			2,55		6,3	7	0,85	0,1	3,7	0,27	3,45
Sembradora 28 d.			2,49		4,2	6	0,7	0,1	1,8	0,57	7,30

GASTOS DE ESTRUCTURA:

Detalle	Total	Agric. (%)	Ganad. (%)	Agricultura	Ganadería
Impuesto inmobiliario	2516,00	24	76	603,84	1912,16
Electricidad rural	960,00	50	50	480,00	480,00
Gas	840,00	50	50	420,00	420,00
Telefono y Celular	1080,00	50	50	540,00	540,00
Gastos Contador	1200,00	50	50	600,00	600,00
Retiro Anual Empresa	16000,00	50	50	8000,00	8000,00
<u>Camioneta:</u>		50	50		
<i>Combustible</i>	3104,17	50	50	1552,08	1552,08
<i>Lubricantes</i>	694,44	50	50	347,22	347,22
<i>Seguro</i>	1044,00	50	50	522,00	522,00
<i>Patente</i>	1020,00	50	50	510,00	510,00
<i>Repuestos y reparaciones</i>	2503,13	50	50	1251,56	1251,56
TOTAL	30961,74			14826,71	16135,03

DISTRIBUCION FACTOR TIERRA:

Detalle	has
Ganaderia Vacuna	478
Agricultura Trigo	150

EXISTENCIAS STOCK GANADERO ANTES DE PROYECTO:

Categoría	Existencia inicial Nº cabezas	EV totales
Vacas de cría	195	196,1
Terneras reposición	39	23,3
Toros	10	10,0
TOTAL	244	229,5

DATOS PORDUCTIVOS AL INICIO:

Carga animal/ha Inicial	0,51	Cab/ha
Carga animal/ha Inicial	0,48	Ev/ha

PLANIFICACION PRODUCTIVA ESTABLECIMIENTO:

Has Ganaderas	478	has
Capacidad carga animal/ha Planteo Mejorado del Partido	0,7	Ev/ha
Receptividad Maxima Establecimiento	335	EV

PROYECTO DE INVERSION:

PLANIFICACION PRODUCTIVA DEL PROYECTO

Objetivo:

*Evaluación del Proyecto de Inversión de adquisición de 70 vientres mediante las tres modalidades de financiamiento: FG, CBP y CBE.

PLANIFICACION DEL RODEO:

Detalle	Cabezas	Requer. EV/día	EV
Vacas extraprediales a incorporar	70	1,0	70
Vacas propias a integrar	30	1,0	30
Carga objetivo anual Vacas	100	1,0	101
Carga objetivo Terneras reposición	20	0,60	12
Carga objetivo Toros	4	1,0	4
Carga Objetivo TOTAL	124		117
<i>Balance EV situación objetivo</i>			5,82
<i>Porcentaje de seguridad (EV excedentes /EV receptividad promedio)</i>			5,0%

PLANIFICACIÓN SUPERFICIE DEL PROYECTO:

Has Ganaderas	175	has
Capacidad carga animal/ha Planteo Mejorado del Partido	0,7	Ev/ha
Receptividad Maxima Superficie afectada al Proyecto Inversión	123	EV

PLANIFICACION ESTRUCTURA REPRODUCTIVA:

Toros:

Porcentaje de Toros servicio	4	%
Vida útil Toros	5	años

Madres:

Vida útil vaca	7	pariciones
Cambio generacional anual	15	%

Criterios de Rechazo.

Al Servicio:

Vacas viejas con o sin ternero	5	%
Vacas nuevas sin cría	2	%

Al tacto:

Vacas viejas vacías	1	%
Vacas nuevas vacías	5	%
Mortandad anual (viejas)	2	%
Reposición Anual de Vientres	15	%

Ajuste:

Retención para margen de selección (rechazo al servicio)	5	%
Total Retención Terneras para Reposición	20	%

INDICES REPRODUCTIVOS OBJETIVO:

Preñez	91	%
Parición	88	%
Destete	85	%

CARACTERIZACIÓN DE LA REPOSICIÓN:

Mes inicio servicios Madres Adultas	Noviembre
Periodo servicio Madres Adultas	3 Meses
Mes inicio nacimientos	Agosto
Mes destete	Marzo
Edad 1er servicio Vaquillona	15 Meses
Mes inicio 1er servicio Vaquillona	Noviembre
Periodo servicio	2 Meses

Ganancia diaria de peso ternera hasta vaca Adulta:

Marzo - Mayo	0,40kg/dia
Junio - Septiembre	0,50kg/dia
Octubre	0,60kg/dia
Peso al 1er servicio	274Kg
Noviembre	0,55kg/dia
Diciembre a Abril	0,35kg/dia
Mayo a Agosto	0,2kg/dia
Septiembre a Noviembre	0,4kg/dia
Peso al 2do servicio	403Kg

DETALLE DE LOS RECURSOS FORRAJEROS:

Recursos forrajeros	Sorgo	Avena Pastoreo	Avena Rollo	Moha	C. Nat.	Pasto Llorón	Total
Hectáreas	35	42	3	18	61	17	175
% / sup. Ganadera	20,0	24,0	1,7	10,0	34,8	9,5	100

DETERMINACION DE COSTOS DE LOS RECURSOS FORRAJEROS:

Sorgo:

Labores	kg/ha	\$/kg	\$/ha
Rastra doble (x2)			6,91
Siembra			7,30
Semilla	9	1,85	16,65
Total			30,86

Avena Pastoreo:

Labores	kg/ha	\$/kg	\$/ha
Rastra doble (x2)			6,91
Siembra			7,30
Semilla	80	0,40	32,00
Total			46,21

Avena Rollo:

Labores	kg/ha	\$/kg	\$/ha
Rastra doble (x2)			6,91
Siembra			7,30
Semilla	80	0,40	32,00
Enrollada			35,00
Total			81,21

Moha:

Labores	kg/ha	\$/kg	\$/ha
Rastra doble (x2)			6,91
Siembra			7,30
Semilla	15	2,65	39,75
Total			53,96

COSTO TOTAL ANUAL DE ALIMENTACIÓN:

Recurso	\$/ha
Avena Pastoreo	1940,88
Avena Rollo	243,63
Sorgo	1080,15
Moha	944,32
TOTAL	4208,98

COSTO SANIDAD ANUAL DEL RODEO:

Detalle	Dosis	\$/dosis	\$ totales
Aftosa	246	1,85	455,10
Brucelosis	85	0,87	73,95
Mancha y gangrena	170	0,31	52,70
Antiparasitario oral	136	3,04	413,69
Calcio	80	0,77	61,20
Mosca de los cuernos	260	0,41	105,46
Control toros	2	56,00	112,00
TOTAL			1274,10

DETERMIANCIÓN AMORTIZACIÓN ANUAL TOROS:

Valor a nuevo reproductor	2400	\$/cabeza
Valor refugo reproductor	962,5	\$/cabeza
Amortización anual	287,5	\$/año
Toros totales	4	cabezas
TOTAL Amortizaciones anual Toros	1191	\$/ano

DETALLE GENERACION DE LOS RETIROS POR MANOS DE OBRA Y GESTION EMPRESARIA DE LA FAMILIA RURAL

Detalle	Ganaderia	Agricultura	Total
<i>Retiros Empresariales en concepto de Gestión Empresa y Mano de Obra Indirecta</i>	8000,00	8000,00	16000,00
<i>Mano de Obra especifica en Labores de preparación y siembra</i>	1755	6300	8055
TOTAL	9755,00	14300,00	24055,00

Retiro Familiar Mensualizado	2004,58	\$/mes
-------------------------------------	----------------	---------------

ANEXO IV (b): Alternativa de Financiamiento Fideicomiso Financiero Fondo Ganadero INTA Bordenave

RESULTADO PRODUCTIVO

Primer Año:

Resultado Productivo Rodeo	95	terneros/as
Pago Cuota FG 2 modulos (capital + int. titulos deuda)	22	terneros/as
Pago Honorarios y gs. Func FG 2 modulos	10	terneros/as
Equity terneros 2 modulos	2	terneros/as
Resultado Final Productor	65	terneros/as

Resto del Horizonte de Proyecto:

Resultado Productivo Rodeo	85	terneros/as
Pago Cuota FG 2 modulos (capital + int. titulos deuda)	22	terneros/as
Pago Honorarios y gs. Func FG 2 modulos	10	terneros/as
Equity terneros 2 modulos	2	terneros/as
Resultado Final Productor	55	terneros/as

RETENCION TERNERAS REPOSICION:

Reposición Terneras	20
----------------------------	-----------

DETALLE VENTAS ANUALES FG:

<i>Detalle</i>			1		2		3		4		5	
Categoría	Kg./cab.	\$/Kg.	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total
Terneras	165	3	12	5504	8	3329	8	3329	8	3329	8	3329
Terneros	175	3	32	15252	28	12946	28	12946	28	12946	28	12946
Vaquillonas rechazo selección al servicio	276	2	5	3284	5	3284	5	3284	5	3284	5	3284
Vacas vacías y secas	398	2	7	4987	7	4987	7	4987	7	4987	7	4987
Vacas refugo	430	2	6	4618	6	4618	6	4618	6	4618	6	4618
Toros refugo	550	2	1	770	1	770	1	770	1	770	1	770
Vacas fin Proyecto	430	1,79										
TOTAL			64	34416	54	29934	54	29934	54	29934	54	29934

<i>Detalle</i>			6		7		8		9		10	
Categoría	Kg./cab.	\$/Kg.	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total
Terneras	165	3	8	3329	8	3329	8	3329	8	3329	8	3329
Terneros	175	3	28	12946	28	12946	28	12946	28	12946	28	12946
Vaquillonas rechazo selección al servicio	276	2	5	3284	5	3284	5	3284	5	3284	5	3284
Vacas vacías y secas	398	2	7	4987	7	4987	7	4987	7	4987	7	4987
Vacas refugo	430	2	6	4618	6	4618	6	4618	6	4618	6	4618
Toros refugo	550	2	1	770	1	770	1	770	1	770	1	770
Vacas fin Proyecto	430	1,79									100	76970
TOTAL			54	29934	54	29934	54	29934	54	29934	54	106904

Utilidades antes Imp. a las Ganancias	-43493	-2134	-6257	-6257	-6257	-6257	-6257	-6257	-6257	-6257	82724
Monto Imponible Imp. a las Ganancias	-43493	12457	8334	8334	8334	8334	8334	8334	8334	8334	97315
Impuesto determinado 14%		-1744	-1167	-1167	-1167	-1167	-1167	-1167	-1167	-1167	-13624
Utilidades luego Imp. a las Ganancias	-43493	-3878	-7424	-7424	-7424	-7424	-7424	-7424	-7424	-7424	69100
IVA Compras Pagado	0	-3106	-3040	-3040	-3040	-3040	-3040	-3040	-3040	-3040	-4231
IVA a Ingresar al Fisco	0	-507	-103	-103	-103	-103	-103	-103	-103	-103	-7414
Crédito Fiscal a Ejercicio Siguiete	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CASH FLOW	-43493	6062	2516	2516	2516	2516	2516	2516	2516	2516	79040

VAN 15%	\$ -12.822,47	
VAN 10%	\$ 4.692,14	
VAN 5%	\$ 26.289,15	
TIR	11,49	%
Periodo de Repago	9,22	Periodos

ANEXO IV (c): Alternativa de Financiamiento Crédito Banca Privada

RESULTADO PRODUCTIVO PARA CBP Y CBE:

Primer Año:

Resultado Productivo Rodeo	95	terneros/as
Resultado Final Productor	95	terneros/as

Resto Horizonte de Proyecto:

Resultado Productivo Rodeo	85	terneros/as
Resultado Final Productor	85	terneros/as

RETENCION TERNERAS REPOSICION:

<i>Reposición Terneras</i>	20
-----------------------------------	-----------

DETALLE VENTAS ANUALES CBP:

<i>Detalle</i>			1		2		3		4		5	
Categoría	Kg. /cab.	\$/Kg.	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total
Ternereras	165	3	27	12161	23	9987	23	9987	23	9987	23	9987
Terneros	175	3	47	22314	43	20007	43	20007	43	20007	43	20007
Vaquillonas rechazo selección al servicio	276	2	5	3284	5	3284	5	3284	5	3284	5	3284
Vacas vacias y secas	398	2	7	4987	7	4987	7	4987	7	4987	7	4987
Vacas refugo	430	2	6	4618	6	4618	6	4618	6	4618	6	4618
Toros refugo	550	2	1	770	1	770	1	770	1	770	1	770
Vacas fin Proyecto	430	2										
TOTAL			95	48135	86	43653	87	43653	88	43653	89	43653

<i>Detalle</i>			6		7		8		9		10	
Categoría	Kg. /cab.	\$/Kg.	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total
Ternereras	165	3	23	9987	23	9987	23	9987	23	9987	23	9987
Terneros	175	3	43	20007	43	20007	43	20007	43	20007	43	20007
Vaquillonas rechazo selección al servicio	276	2	5	3284	5	3284	5	3284	5	3284	5	3284
Vacas vacias y secas	398	2	7	4987	7	4987	7	4987	7	4987	7	4987
Vacas refugo	430	2	6	4618	6	4618	6	4618	6	4618	6	4618
Toros refugo	550	2	1	770	1	770	1	770	1	770	1	770
Vacas fin Proyecto	430	2									100	76970
TOTAL			90	43653	91	43653	92	43653	93	43653	94	120623

EVALUACION DEL PROYECTO DE INVERSION:

FLUJO DE FONDOS CBP:

<i>Detalle</i>	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
INGRESOS	0	48135	43653	43653	43653	43653	43653	43653	43653	43653	120623
Ingreso Crédito para Compra Vientres (70%)	50120										
<i>IVA Ventas Percibido</i>		5054	4584	4584	4584	4584	4584	4584	4584	4584	12665
EGRESOS											
Compra de 70 Vientres Garantía Preñez	-50120										
Gs. Comercialización Compra Vacas (8%)	-4010										
Gs. Otorgamiento Crédito Bancario (2%)	-1002										
Participación con 30 vacas propias	-21480										
Alimentación Rodeo	0	-4209	-4209	-4209	-4209	-4209	-4209	-4209	-4209	-4209	-4209
Sanidad Rodeo	0	-1274	-1274	-1274	-1274	-1274	-1274	-1274	-1274	-1274	-1274
Gastos de Estructura	0	-5907	-5907	-5907	-5907	-5907	-5907	-5907	-5907	-5907	-5907
Gastos Conservación Mej. Fundiarias	0	-805	-805	-805	-805	-805	-805	-805	-805	-805	-805
Gs. de Comercialización hacienda (9%)	0	-4332	-3929	-3929	-3929	-3929	-3929	-3929	-3929	-3929	-10856
Impuesto a los Ingresos Brutos (1%)	0	-481	-437	-437	-437	-437	-437	-437	-437	-437	-1206
Interés Crédito Bancario (Sist. Francés)	0	-9773	-8777	-7586	-6162	-4461	-2429				
Asesoramiento Técnico	0	-952	-952	-952	-952	-952	-952	-952	-952	-952	-952
C. Oportunidad Tierra y Mej. Fundiarias	0	-11662	-11662	-11662	-11662	-11662	-11662	-11662	-11662	-11662	-11662
C. Oportunidad Maquinarias Agrícolas	-12813										8969
Costo de Oportunidad Capital Toros	-9200										5520
Amortizaciones del Capital	0	-9939	-9939	-9939	-9939	-9939	-9939	-9939	-9939	-9939	-9939
Amortización Capital de Deuda Bancaria	0	-5111	-6108	-7299	-8722	-10423	-12456				

<i>Utilidades antes Imp. a las Ganancias</i>	-48505	-6311	-10345	-10345	-10345	-10345	-10345	4540	4540	4540	88302
<i>Monto Imponible sujeto Imp. a las Ganancias</i>	-97009	13391	10354	11545	12968	14669	16702	19131	19131	19131	102893
<i>Impuesto determinado 14%</i>	0	-1875	-1450	-1616	-1816	-2054	-2338	-2678	-2678	-2678	-14405
<i>Utilidades luego Imp. a las Ganancias</i>	-48505	-8186	-11794	-11961	-12160	-12398	-12683	1862	1862	1862	73897
IVA Compras Pagado	-6105	-3710	-3625	-3625	-3625	-3625	-3625	-3625	-3625	-3625	-5080
IVA a Ingresar al Fisco	0	0	0	0	0	0	-451	-958	-958	-958	-7586
Crédito Fiscal a Ejercicio Siguiete	-6105	-4339	-3381	-2423	-1465	-507	0	0	0	0	0
CASH FLOW	-48505	1753	-1855	-2022	-2221	-2459	-2744	11801	11801	11801	83836

VAN 15%	\$ -23.355,63	
VAN 10%	\$ -7.501,12	
VAN 5%	\$ 18.175,35	
TIR	8,27	%
Periodo de Repago	9,27	Periodos

ANEXO IV (d): Alternativa de Financiamiento Crédito Banca Estatal de Tasa Subsidiada

DETALLE VENTAS ANUALES CBE:

<i>Detalle</i>			1		2		3		4		5	
Categoría	Kg. /cab.	\$/Kg.	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total
Terneras	165	3	27	12161	23	9987	23	9987	23	9987	23	9987
Terneros	175	3	47	22314	43	20007	43	20007	43	20007	43	20007
Vaquillonas rechazo selección al servicio	276	2	5	3284	5	3284	5	3284	5	3284	5	3284
Vacas vacias y secas	398	2	7	4987	7	4987	7	4987	7	4987	7	4987
Vacas refugo	430	2	6	4618	6	4618	6	4618	6	4618	6	4618
Toros refugo	550	2	1	770	1	770	1	770	1	770	1	770
Vacas fin Proyecto	430	2										
TOTAL			95	48135	86	43653	87	43653	88	43653	89	43653

<i>Detalle</i>			6		7		8		9		10	
Categoría	Kg. /cab.	\$/Kg.	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total	Cab.	\$ total
Terneras	165	3	23	9987	23	9987	23	9987	23	9987	23	9987
Terneros	175	3	43	20007	43	20007	43	20007	43	20007	43	20007
Vaquillonas rechazo selección al servicio	276	2	5	3284	5	3284	5	3284	5	3284	5	3284
Vacas vacias y secas	398	2	7	4987	7	4987	7	4987	7	4987	7	4987
Vacas refugo	430	2	6	4618	6	4618	6	4618	6	4618	6	4618
Toros refugo	550	2	1	770	1	770	1	770	1	770	1	770
Vacas fin Proyecto	430	2									100	76970
TOTAL			90	43653	91	43653	92	43653	93	43653	94	120623

EVALUACION DEL PROYECTO DE INVERSION:

FLUJO DE FONDOS CBE de Tasa Subsidiada:

<i>Detalle</i>	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
INGRESOS	0	48135	43653	43653	43653	43653	43653	43653	43653	43653	120623
Ingreso Crédito para Compra Vientres (90%)	64440										
IVA Ventas Percibido	0	5054	4584	4584	4584	4584	4584	4584	4584	4584	12665
EGRESOS											
Compra de 90 Vientres Garantía Preñez	-64440										
Gs. Comercialización Compra Vacas (8%)	-5155										
Gs. Otorgamiento Crédito Bancario (2%)	-2255										
Participación con 10 vacas propias	-7160										
Alimentación Rodeo	0	-4209	-4209	-4209	-4209	-4209	-4209	-4209	-4209	-4209	-4209
Sanidad Rodeo	0	-1274	-1274	-1274	-1274	-1274	-1274	-1274	-1274	-1274	-1274
Gastos Conservación Mej. Fundiarias	0	-805	-805	-805	-805	-805	-805	-805	-805	-805	-805
Gastos de Estructura	0	-5907	-5907	-5907	-5907	-5907	-5907	-5907	-5907	-5907	-5907
Gs. de Comercialización hacienda (9%)	0	-4332	-3929	-3929	-3929	-3929	-3929	-3929	-3929	-3929	-10856
Impuesto a los Ingresos Brutos (1%)	0	-481	-437	-437	-437	-437	-437	-437	-437	-437	-1206
Interés Crédito Bancario (Sist. Francés)	0		-6122	-5318	-4438	-3475	-2420	-1265			
Asesoramiento Técnico	0	-952	-952	-952	-952	-952	-952	-952	-952	-952	-952
C. Oportunidad Tierra y Mej. Fundiarias	0	-11662	-11662	-11662	-11662	-11662	-11662	-11662	-11662	-11662	-11662
C. de Oportunidad Maquinarias Agrícolas	-12813										8969
Costo de Oportunidad Capital Toros	-9200										5520
Amortizaciones del Capital	0	-9939	-9939	-9939	-9939	-9939	-9939	-9939	-9939	-9939	-9939
Amortización Capital de Deuda Bancaria	0	0	-8458	-9261	-10141	-11105	-12160	-13315			

<i>Utilidades antes Imp. a las Ganancias</i>	-36583	8573	-10040	-10040	-10040	-10040	-10040	-10040	4540	4540	88302
<i>Monto Imponible sujeto Imp. a las Ganancias</i>	-137607	23164	13009	13812	14692	15656	16711	17866	19131	19131	102893
<i>Impuesto determinado 14%</i>	0	-3243	-1821	-1934	-2057	-2192	-2339	-2501	-2678	-2678	-14405
<i>Utilidades luego Imp. a las Ganancias</i>	-36583	5330	-11861	-11973	-12097	-12232	-12379	-12541	1862	1862	73897
IVA Compras Pagado	-7849	-3710	-3625	-3625	-3625	-3625	-3625	-3625	-3625	-3625	-5080
IVA a Ingresar al Fisco	0	0	0	0	0	0	0	0	-201	-958	-7586
Credito Fiscal a Ejercicio Siguiete	-7849	-6505	-5547	-4589	-3631	-2673	-1715	-757	0	0	0
CASH FLOW	-36583	15270	-1922	-2034	-2157	-2292	-2440	-2602	11801	11801	83836

VAN 15%	\$ -5.844,53	
VAN 10%	\$ 8.926,72	
VAN 5%	\$ 32.858,49	
TIR	12,73	%
Periodo de Repago	9,13	Periodos

ANEXO V: Balance Oferta y Demanda Forrajera del Proyecto de Inversión:

PRODUCTIVIDAD ANUAL DE LOS RECURSOS FORRAJEROS (raciones/ha/mes):

Recurso	Sup.	E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Total
Campo Natural	1			15	20				5	10	20	15		85
Sorgo	1	70	85	85	65								45	350
Moha	1	70	85	85	65								40	345
Avena pastoreo	1				40	65	15	15	45	55	45			280
Pasto Llorón	1	45	60	40						15	30	55	55	300
Rastrojo Trigo	1	12	20	22	11								10	75
TOTAL		140	170	247	190	65	15	15	50	65	65	15	85	1122

* Raciones /ha /mes

DISPONIBILIDAD ANUAL DE RACIONES TOTALES (raciones totales/mes)

Recurso	Sup.	E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Total
Campo Natural	61	0	0	913	1218	0	0	0	304	609	1218	913	0	5174
Sorgo	35	2450	2975	2975	2275	0	0	0	0	0	0	0	1575	12250
Moha	18	1225	1488	1488	1138	0	0	0	0	0	0	0	700	6038
Avena pastoreo	42	0	0	0	1680	2730	630	630	1890	2310	1890	0	0	11760
Pasto Llorón	17	748	998	665	0	0	0	0	0	249	499	914	914	4988
Rastrojo Trigo asignado	56	672	1120	1232	616	0	0	0	0	0	0	0	560	4200
TOTAL		5095	6580	7273	6926	2730	630	630	2194	3168	3606	1828	3749	44409

* Raciones totales /mes

REQUERIMIENTOS MENSUAL DE RACIONES POR CATEGORÍA:

Categoría	Cant.	E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Prom. anual
Vaca de cría	1	1,31	1,35	0,66	0,66	0,69	0,79	0,90	1,00	1,00	1,13	1,25	1,33	1,0
Teneras Reposición	1			0,60	0,60	0,62	0,65	0,66	0,75	0,77	0,84	0,89	0,79	0,6
Vaquillona 2do Servicio	1	0,81	0,82	0,84	0,85	0,81	0,85	0,96	1,02	1,15	1,17	1,35	1,32	1,0
Toros	1	1,21	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	0,97	1,21	1,21	1,0

* 1 Equivalente Vaca= 1 Ración

REQUERIMIENTO ANUAL DE RACIONES TOTALES:

Categoría	Cant.	E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Totales
Vaca de cría	85	3452	3213	1739	1683	1818	2015	2372	2635	2550	2978	3188	3505	31146
Teneras Reposición	20	0	0	372	360	384	390	409	465	462	521	352	312	4027
Vaquillona 2do Servicio	15	377	344	391	383	377	383	446	474	518	544	628	614	5477
Toros	4	150	109	120	116	120	116	120	120	116	120	145	150	1505
TOTAL		3979	3666	2622	2542	2699	2903	3347	3695	3646	4163	4312	4581	42155

*Equivalente Vaca totales /mes /categoría

PRODUCCION DE RESERVAS:

Reserva	Cantidad	Raciones /rollos	Total raciones reserva	% Reserva / Demanda total
Rollos de avena	19	45	840	2%

BALANCE DE OFERTA Y DEMANDA FORRAJERA:

<i>Detalle</i>	Unid,	E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Total Anual
Oferta	raiones	5095	6580	7273	6926	2730	630	630	2194	3168	3606	1828	3749	44409
Oferta Acumulada diferida mes anterior	raiones	0	1117	4031	8681	13065	13096	10822	8105	6605	6127	5571	3086	
Demanda	EV	3979	3666	2622	2542	2699	2903	3347	3695	3646	4163	4312	4581	42155
BALANCE inicial		1117	4031	8681	13065	13096	10822	8105	6605	6127	5571	3086	2255	2255
Uso de reservas	rollos													0
BALANCE FINAL		1117	4031	8681	13065	13096	10822	8105	6605	6127	5571	3086	2255	2255

OFERTA EXCEDENTE:

5,3%	% Oferta Excedente/Demanda Total
-------------	---

