



Maestría en Agronegocios

Tesis de maestría:

***“Estructuración de un fideicomiso agrícola”***

Alumno: Mariano Gómez Quiroga

Tutores: Dr. Rodolfo Apreda – Mag. Dominga Amarfil

Buenos Aires, Diciembre del 2013

## **ABSTRACT**

En el arduo camino del progreso como nación en el cual Argentina intenta seguir en carrera, el desarrollo económico es la clave. Para lograrlo debe enfocarse en su sector productivo más eficiente y valioso a nivel global, la agroindustria. Sus condiciones naturales potenciadas por la cultura del trabajo de la tierra por la cual tiene productores de los mejores en términos mundiales, la posicionan en un lugar de privilegio para generar alimentos. En este contexto de asignar la mayor cantidad de recursos posibles al sector agroindustrial, es que debemos fortalecer todos sus flancos. Una de las principales debilidades del sector es el aspecto financiero, en particular, la obtención de capital para apalancar negocios y el aprovechamiento de herramientas financieras para valorar correctamente los proyectos y optimizar sus posiciones de renta-riesgo. La intención del presente trabajo es desarrollar la estructuración de un fideicomiso, demostrando que es el instrumento más apropiado para inyectar capital a la producción agrícola. En un ámbito donde el préstamo bancario es prácticamente inexistente, un instrumento que signifique una desintermediación financiera para obtener recursos de capital, se vuelve aún más valioso. En esta investigación se especificará el proyecto agrícola, resaltando sus fortalezas y características diferenciadoras.

## ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN	página 3
2. SECCIÓN 1 DESCRIPCIÓN DE LA FIGURA DE FIDEICOMISO	página 5
3. SECCIÓN 2 DESARROLLO DEL PROYECTO	página 12
4. SECCIÓN 3 DESCRIPCIÓN DEL FIDEICOMISO TALAPAMPA	página 23
5. SECCIÓN 4 ANÁLISIS CRÍTICO	página 27
6. CONCLUSIONES	página 30
7. BIBLIOGRAFÍA	página 31
8. APÉNDICE MODELO	página 32

## INTRODUCCIÓN

El objetivo de este trabajo es diseñar un fideicomiso agrícola dedicado a la producción y comercialización de cereales y oleaginosas en el norte de la Provincia de Buenos Aires, analizando en detalle sus resultados en la campaña 2012-2013.

Se intentará demostrar que es el producto estructurado de financiamiento que mejor se adapta al proyecto en cuestión. Es importante destacar que el fideicomiso es un instrumento para optimizar el éxito del proyecto, pero si el plan de negocios no es saludable, no puede revertir por si solo el potencial fracaso de la empresa.

La sección 1 está dedicada a la descripción de la figura de fideicomiso resaltando sus características y aspectos principales. Se comienza por su definición, incluyendo una breve reseña de su origen histórico. Luego se lleva adelante una clasificación de los fideicomisos más habituales. Recordemos que la ley que los regula nada dice sobre la finalidad que pueden adoptar y en consecuencia los posibles fideicomisos son tantos como la creatividad humana pueda diseñar. A continuación se describe a las partes incluidas contemplando sus derechos y obligaciones. Además se especifican las coexistencias de roles, en particular la existente en el proyecto que desarrolla este trabajo, fiduciante-beneficiario. Finalmente se menciona a los órganos que contempla el presente fideicomiso y se presenta un organigrama completo de su estructura organizacional.

En la sección 2 se describe el contexto macro donde el proyecto subyacente tiene lugar. Luego se define el tipo de fideicomiso a desarrollar para estructurar el negocio, fundamentando la elección. A continuación se detallan sus aspectos productivos y características innovadoras referidas a la utilización del capital obtenido, estrategia productiva, justificación de la ubicación geográfica, disminución del riesgo productivo y eliminación del riesgo de precio. La estrategia productiva comprende el subalquiler a un tercero para la producción de semillas y la instalación de un sistema de riego. Para concluir la descripción del funcionamiento productivo se explican las características de las partes y órganos en cuestión. Además se detallan las ventajas como “*pool* de siembra” que contiene este proyecto, referidas a la producción a escala y sus cualidades desde una óptica financiera.

La sección 2 continúa con las cualidades diferenciales del proyecto. La implementación de un sistema de riego tiene una consecuencia directa en la formulación de contratos de arrendamiento a largo plazo para recuperar la inversión, y junto con la rotación y uso profesional

del suelo (se certificará bajo las normas de “Buenas Prácticas Agrícolas”), significan maximizar la productividad por hectárea priorizando la sustentabilidad. Luego se hace referencia a la estrategia de obtención de capital orientada a inversores no convencionales, considerando como *target* principal a los profesionales de diversos sectores de la economía. A continuación se desarrolla el concepto de “noticiero” referido a priorizar la comunicación entre los participantes. Para finalizar la sección se analizan las ventajas de la figura del fideicomiso para estructurar el negocio en cuestión, referidas a la desintermediación financiera, seguridad jurídica para los inversores, transparencia organizacional, flexibilidad para adaptarse a los objetivos del negocio, ahorro de costos de quiebra y situación tributaria-contable.

En la sección 3 se lleva adelante la argumentación empírica, desarrollando un ejemplo práctico del fideicomiso agrícola mediante la descripción de un fideicomiso en particular. Se desarrolla un modelo describiendo los *inputs* productivos del proyecto y mediante una simulación de Montecarlo se obtienen los rendimientos de producción para la campaña 2012-2013. Además se realiza una evaluación financiera del mencionado negocio, a fin de determinar su generación de valor. El objetivo buscado en los resultados de la modelización es cuantificar el beneficio económico de todos los participantes del fideicomiso para demostrar su viabilidad en la práctica. De este modo se aplica el alocentrismo, visión de la teoría de los juegos que fomenta el análisis de la percepción de todos los participantes respecto al negocio, y es opuesta al egocentrismo, por el cual se analiza el éxito de un negocio observando únicamente la propia conveniencia<sup>1</sup>. Dicha ideología se implementa en la totalidad de la presente investigación.

En la sección 4 se desarrolla el análisis crítico del proyecto exponiendo las problemáticas del ámbito donde se llevará a cabo, tanto a nivel nacional como internacional, que podrían afectar e incluso destruir sus virtudes. Primero se consideran el contexto económico y el marco regulatorio que son los factores primordiales del ámbito en cuestión. A continuación se desarrolla un análisis fundamental del mercado mundial de granos, pretendiendo una mayor comprensión de su funcionamiento para poder predecir la tendencia de los precios futuros. Luego se detallan alternativas de decisión posibles para incrementar los beneficios del fideicomiso subyacente.

Finalmente se expresan las conclusiones que sintetizan el trabajo, resaltando sus fortalezas y debilidades.

---

<sup>1</sup> Barry, J. and Brandenburger, A. (1996) *Coo-petencia*. Currency-Doubleday, New York.

## SECCIÓN 1

### DESCRIPCIÓN DE LA FIGURA DE FIDEICOMISO

El objetivo es explicar el significado del fideicomiso, desarrollando sus características y aspectos claves. De esta forma se define la figura, se clasifican sus diversos tipos, se detallan las partes, la coexistencia de roles y los órganos que contempla.

#### 1.1 Definición

La palabra fideicomiso viene del latín, “Fideicommissus”, y significa comisión de fe. La ley N° 24.441 sancionada por el Congreso de la Nación en el año 1995 da origen a esta figura definiéndola en su artículo primero de la siguiente manera: “*Habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (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 al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario*”<sup>2</sup>. Surge de esta definición que es requisito obligatorio para la creación de un fideicomiso, que se transfiera la propiedad de determinados bienes para cumplir un fin determinado. Como condición necesaria debe existir un bien, dos partes y un encargo específico; pero no hay límites en cuanto a la cantidad de bienes y partes incluidas.

El fideicomiso no es sujeto de derecho, sino un patrimonio aislado del de sus participantes que debe ser administrado por un sujeto de derecho (fiduciario). Se trata de un dominio imperfecto, ya que el dominio pleno es exclusivo, absoluto y perpetuo. El instituto en cuestión es exclusivo, ya que los bienes de su propiedad son exclusivamente para que el fiduciario los utilice de acuerdo a los objetivos impuestos por el fiduciante. Pero no es absoluto ya que la facultad del fiduciario queda limitada a los fines establecidos en el contrato. De esta forma no puede utilizar con libertad los bienes fideicomitados (entregados al fideicomiso por el fiduciante), como si puede hacerlo un sujeto que ostente propiedad absoluta. Tampoco es un dominio perpetuo sino que es temporario como bien dictamina la ley N° 24.441 en su cuarto artículo “*El plazo o condición a que se sujeta el dominio fiduciario, el que nunca podrá durar*

---

<sup>2</sup> Ley N° 24.441 (1995) *Financiamiento de la vivienda y la construcción*. Boletín Oficial, Artículo n°1.

*más de treinta años desde su constitución, salvo que el beneficiario fuere un incapaz, caso en el que podrá durar hasta su muerte o cese de su incapacidad*<sup>3</sup>.

El origen legal del fideicomiso tal como se lo conoce en la actualidad es reciente, tiene menos de 20 años. Aunque con anterioridad existía bajo el amparo del artículo 2.662 del Código Civil, pero el desconocimiento de su figura y la falta de mayor reglamentación llevaron a su escasa utilización. Es un instituto con antecedentes históricos muy antiguos, referidos al Derecho Romano y al Anglosajón. El punto de partida son las figuras del Derecho Romano: “Fideicommissum” o fideicomiso y “Pactum fiduciae” o fiducia. La primera se instrumentaba por medio de una disposición de última voluntad a través de la cual se confiaba la ejecución de un encargo a favor de alguna persona que se deseaba beneficiar. Era muy utilizado en los testamentos para superar el sinnúmero de incapacidades para heredar bienes existentes en las leyes romanas. Como consecuencia el fideicomiso fue desprestigiado y las normas modernas prohíben el uso de esta herramienta para que el fiduciante alcance un fin prohibido. Por otra parte, la fiducia constituía un acto entre vivos, por el cual una persona le transfería a otra, merecedora de su confianza, uno o más bienes, con el fin de que cumpliera una determinada finalidad. La fiducia “Cum amico” era un negocio de custodia o administración para resguardar los bienes, y la “Cum creditore” un negocio de garantía.

En el Derecho Inglés la fiducia romana reaparece con el “use” que es el antecesor del “trust”. El “use” consistía en un compromiso supeditado a un deber de conciencia que adquiría una persona al recibir bienes que eran entregados por otra con un fin particular. El “trust”, vigente en la actualidad, es el título de propiedad en poder de un sujeto, con el mandato de administrarlo en beneficio de otro. Esta última figura es la de mayor influencia en la legislación argentina referida al fideicomiso<sup>4</sup>.

## **1.2 Clasificación de los fideicomisos**

La ley de fideicomiso hace una clara distinción entre dos tipos de fideicomisos, el ordinario y el financiero, detallando dos características específicas de este último. En su artículo 19 define al financiero como un fideicomiso sujeto a las reglas relativas a fideicomisos ordinarios, pero en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente

---

<sup>3</sup> Ley N° 24.441 (1995) *Financiamiento de la vivienda y la construcción*. Boletín Oficial, Artículo n°4.

<sup>4</sup> Malumián, Nicolás (2006) *Fideicomiso y Securitización*. La Ley, 2da edición, Argentina.

autorizada por la CNV (Comisión Nacional de Valores) para actuar como fiduciario financiero y, beneficiarios, son los titulares de los certificados de participación en el dominio fiduciario o de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes transmitidos. Pueden existir fideicomisos financieros sin oferta pública, en cuyos casos la CNV no interviene.

En alusión a las clases de fideicomisos, la ley que los regula, nada dice respecto a la finalidad que pueden adoptar. Como veremos en la próxima sección, esta versatilidad de la figura en cuestión es una ventaja que la convierte en el único medio posible para estructurar el negocio “a medida” de los requerimientos de las partes incluidas. Es importante a la hora de constituir el fideicomiso definir su finalidad ya que de esta forma se deja constancia de las expectativas de cada parte respecto a su participación en dicho instituto. A modo orientativo, en la siguiente tabla se enumeran los fideicomisos más habituales según su aplicación. En el sector agropecuario, donde el presente proyecto se desarrolla, los más utilizados son el de administración (se aplicará en este trabajo) y de garantía.

*Tabla 1: Clasificación de los fideicomisos más habituales*

<b>Tipo de Fideicomiso</b>	<b>Aplicación</b>
1.De administración	Buscan organizar un negocio con el fin de obtener un lucro. Se transfiere la propiedad de ciertos bienes y/o derechos al fiduciario, cuyo objetivo es administrarlos de acuerdo a las condiciones contractuales, destinando la utilidad al cumplimiento de la finalidad establecida en el contrato.
2.De Garantía	Consiste en transferir al fiduciario bienes que se afectan en garantía de obligaciones a cargo del fiduciante o de terceros. Una vez cancelado el crédito se transfiere el bien al activo del fiduciante, de no poder cumplir con este objetivo el fiduciario procederá a la venta o entrega del mismo al beneficiario o a un tercero acreedor, según lo estipule el contrato.
3.Estatal o Público	El estado por medio de sus dependencias transmite la titularidad de bienes de su pertenencia para realizar un fin lícito de interés público.
4.De propiedad participada	Medio jurídico de implementar un programa de propiedad participada de los trabajadores en las acciones de la empresa.
5.Financiero	Se describió anteriormente. Es el único que define la ley 24.441.
6.Fondos comunes de inversión inmobiliarios	Tiene como objeto la construcción de inmuebles, donde cada fiduciante es propietario de una cuota parte correspondiente a una unidad particular.
7.Testamentario	Disposición de última voluntad mediante la cual una persona trasmite determinados bienes a otra, quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designa en el testamento.
8.De reestructuración bancaria	Entidades financieras a las cuales se les suspende la autorización para funcionar y el Banco Central se hace cargo de su reestructuración.
9.De administración de entidades deportivas	Administración bajo control judicial mediante la cual se evita la liquidación de entidades con dificultades económicas, cuyo objeto sea la práctica deportiva.

*Fuente: elaboración propia en base a bibliografía de Nicolás Malumián.<sup>5</sup>*

<sup>5</sup> Malumián, Nicolás (2006) *Fideicomiso y Securitización*. La Ley, 2da edición, Argentina.

### 1.3 Partes

Las partes de un fideicomiso son cuatro, aunque como se mencionó con anterioridad, es condición necesaria que existan solo dos participantes debido a que una misma persona puede representar varias partes mediante la coexistencia de roles. La descripción de dichas partes es la siguiente:

- *El Fiduciante o fideicomitente:* Es la parte que transmite la propiedad de un bien y le encomienda el cumplimiento de una tarea al fiduciario; definiéndole condiciones, requisitos, objetivos y demás aspectos que hacen a la gestión de este último. Es quien origina el negocio y debe existir al menos uno pero no hay límites en la cantidad, pudiendo ser tanto personas físicas como jurídicas. Es responsable de designar al beneficiario, incluso con la posibilidad de que el negocio sea en su propio beneficio, designándose como beneficiario. El fiduciante puede ser beneficiario y fideicomisario pero nunca fiduciario. Luego se profundizará en el rol de fiduciante-beneficiario ya que es el tipo de fiduciantes que contendrá el proyecto que desarrolla esta monografía.

- *El fiduciario:* Es la parte que ejerce la propiedad fiduciaria para cumplir el encargo fiduciario. Es clave en el funcionamiento del instituto, ya que es la persona en quién el fiduciante depositó su confianza para que administre los bienes fideicomitados exitosamente. Como bien indica el artículo 6 de la ley 24.441 debe actuar “con la prudencia y diligencia de un buen hombre de negocios que actúa sobre la base de la confianza depositada en él”. Cabe recordar que el estándar del buen hombre de negocios está presente en la ley 19.550 de Sociedades Comerciales de donde surge que no es quien necesariamente deba hacer buenos negocios, sino quien adopte todos los recaudos que la ponderación y el sano juicio aconsejan. De esta forma establece una auténtica responsabilidad profesional, implicando capacidad técnica, experiencia y conocimientos. En consecuencia el fiduciario debe conocer muy bien la tarea que se comprometió a ejecutar con el fiduciante, aunque no debe ser necesariamente un especialista en el negocio subyacente. Para ello se puede contratar a un “operador”, figura que se explicará más adelante. El fiduciario será responsable del incumplimiento de los objetivos del fideicomiso, pudiendo ser denunciado por vía penal y/o civil por el fiduciante y reemplazado por otro fiduciario a pedido judicial del fiduciante o en su defecto del beneficiario. La ley dispone su rendición de cuentas al fiduciante

con una periodicidad no mayor a un año. Cualquier persona puede actuar como fiduciario, excepto en el caso de los fideicomisos financieros.

Los siguientes participantes no son partes principales ya que no son firmantes necesarios del contrato de fideicomiso:

- *Beneficiario*: Es quien tiene el derecho sobre los beneficios económicos que genere el fideicomiso. Es importante especificar para el fideicomiso de incumbencia de este trabajo, que los beneficios pueden ser distribuidos tanto en dinero como en especie. Aunque no es obligatorio, es recomendable que el beneficiario firme el contrato constitutivo del fideicomiso que es en su favor, aceptando los derechos y obligaciones que el mismo le imponga.
- *Fideicomisario*: Es la parte que tiene el derecho de recibir el bien al finalizar el fideicomiso. La ley 24.441 exige que el contrato exprese el destino final de los bienes una vez concluido el fideicomiso, implicando el requisito de determinar quién es el fideicomisario.

#### **1.4 Coexistencia de roles**

Es habitual que la misma persona ostente varios roles en un fideicomiso. Es importante destacar que el único que tiene prohibido cumplir con cualquiera de los otros tres roles es el fiduciario. De esta manera los siguientes roles múltiples están prohibidos:

- *Fiduciario-Fiduciante*: En un primer momento las normas de la Comisión Nacional de Valores admitieron al fideicomiso por acto unilateral, pero luego de las críticas recibidas, se dictó la resolución 290/1997 que dispuso la prohibición de constituir este tipo de fideicomisos.
- *Fiduciario-Beneficiario y/o Fideicomisario*: El artículo 7 de la ley 24.441 detalla con claridad que el contrato no puede dispensar al fiduciario de la obligación de rendir cuentas al beneficiario, y la prohibición de adquirir los bienes fideicomitados.

La coexistencia de roles permitidos son:

- *Fiduciante-Beneficiario*: Es el caso en que la misma persona que transmite los bienes y realiza el encargo fiduciario es quien recibe los beneficios del negocio.

- *Beneficiario-Fideicomisario*: Sucede cuando coincide quien recibe los beneficios económicos del fideicomiso con quien obtiene los bienes fideicomitidos al finalizar el fideicomiso.
- *Fiduciante-Beneficiario-Fideicomisario*: Es el caso del fideicomiso que pretende estructurar este trabajo, donde la misma persona que transmite los bienes es quien recibe los beneficios económicos durante la vida del fideicomiso y quien se apodera de los bienes fideicomitidos una vez extinguido el mismo<sup>6</sup>.

## 1.5 Órganos del fideicomiso

El fideicomiso no tiene una estructura organizativa definida por ley como sucede con las sociedades anónimas. Pero en el caso del fideicomiso subyacente, con múltiples fiduciantes-beneficiarios es necesario plantear un organigrama claro e incluir determinados órganos para dar mayor transparencia y prolijidad a la operatoria del negocio. De esta forma se incluirán los siguientes órganos:

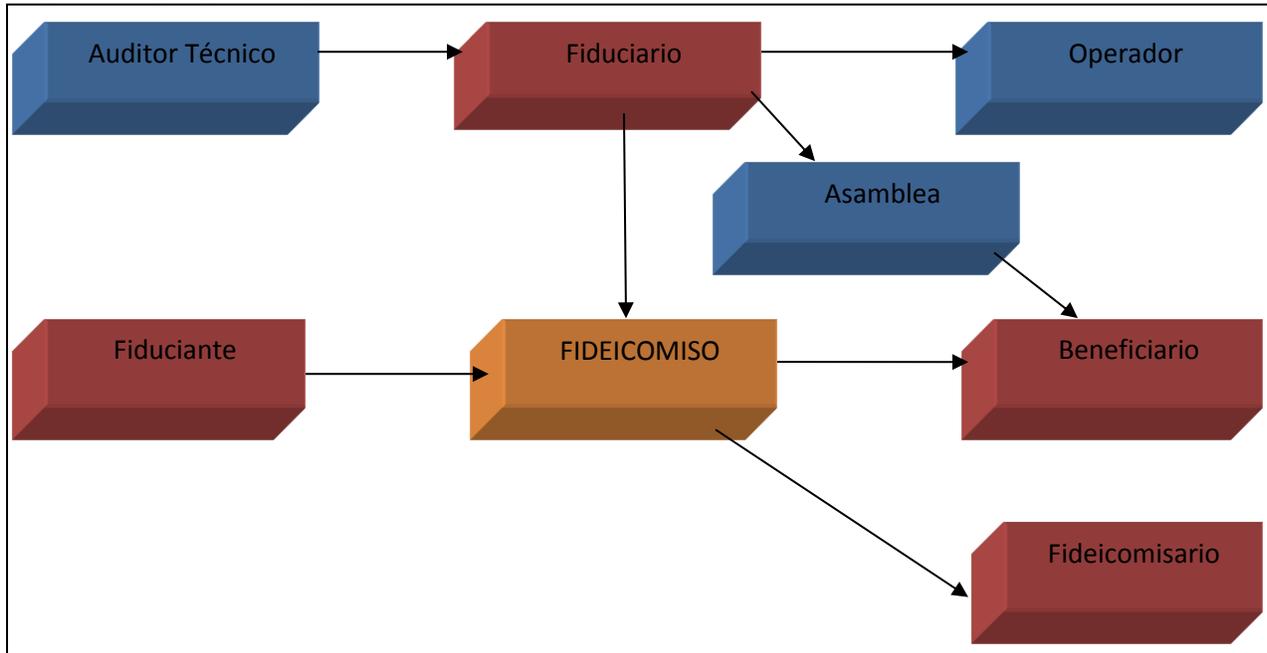
- *Operador*: Es una persona especialista en la actividad que realiza el fideicomiso. El fiduciario le asigna la tarea de implementar el proyecto en la práctica.
- *Auditor Técnico*: Es un tercero ajeno a los intereses del fideicomiso que es contratado para controlar el funcionamiento del negocio. En este sentido tiene la función de auditar las tareas del operador, la valuación de los bienes y el estado de situación del fideicomiso en general. Es positiva su existencia para el fiduciario, quién obtiene con los resultados de las auditorias, comprobantes objetivos de su idónea administración y justificativos del operador designado, frente al fiduciante.
- *Asamblea de beneficiarios*: Asambleas donde se reúnen los fiduciantes-beneficiarios con el fiduciario para indagarlo respecto a su accionar y evacuar todas sus dudas. El fiduciario puede consultarles respecto a temas críticos e incluso plantear modificaciones en el contrato o en su accionar como administrador. La existencia de múltiples beneficiarios obliga a la estipulación de reglas que definan el quórum y mayorías para efectuar mediante una votación la toma de decisiones<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Herzog, N. Mirta (2009) *El Fideicomiso y el Agro*. Osmar D. Buyatti, 2da edición, Buenos Aires.

<sup>7</sup> Malumián, Nicolás (2006) *Fideicomiso y Securitización*. La Ley, 2da edición, Argentina.

Gráfico 1: Organigrama del fideicomiso



Fuente: Elaboración propia.

## SECCIÓN 2

### DESARROLLO DEL PROYECTO

El propósito de esta sección es desarrollar el proyecto. Luego de describir el contexto y definir el tipo de fideicomiso a estructurar, se explican los aspectos productivos, destacando sus características innovadoras. Finalmente se exponen las cualidades diferenciales del proyecto, fundamentales para alcanzar el éxito, y se analizan las ventajas de la figura de fideicomiso para estructurar el negocio subyacente.

#### 2.1 Contexto

Desde una visión de análisis macro, la meta es inyectar capital a la producción agrícola para potenciarla en la búsqueda de su máxima expresión respecto a la generación de riqueza, lo cual trae aparejado el desarrollo de la Argentina, y desde una óptica menos egocéntrica, aporta alimentos vitales al mundo. La cadena agroindustrial mundial tiene un complejo desafío. Según Naciones Unidas (2012) en el año 2012 la población global era de 7.000 millones de habitantes, de los cuales más de 800 millones padecían subnutrición crónica<sup>8</sup>. Se espera que la demanda de alimentos continúe creciendo como resultado del incremento demográfico y el aumento de los ingresos. El mismo organismo estima que para el año 2050 la demanda de cereales alcanzará las 3.000 millones de toneladas y en consecuencia la producción anual tendrá que crecer en aproximadamente 1.000 millones de toneladas (actualmente es de 2.100 millones de toneladas)<sup>9</sup>. Para lograrlo, la tierra cultivable en países en desarrollo tendrá que ampliarse en 120 millones de hectáreas. La Argentina tiene 5 millones de hectáreas cultivables que a junio del año 2013 se encuentran en desuso<sup>10</sup>.

De manera inexplicable e ilógica, el conjunto de la sociedad nacional no aprecia ni valora al sector agropecuario, y en cambio pone su meta en las grandes ciudades e industrias. De esta forma el sector que mayores recursos le aporta al país, no solo para su población y mercado

---

<sup>8</sup>FAO, Naciones Unidas (2012) *Nuevo informe sobre el hambre* (descarga en [www.fao.org/news/story/es/item/161867/icode](http://www.fao.org/news/story/es/item/161867/icode)).

<sup>9</sup>FAO, Naciones Unidas (2009) *2050: un tercio más de bocas que alimentar* (descarga en [www.fao.org/news/story/es/item/35675/icode](http://www.fao.org/news/story/es/item/35675/icode)).

<sup>10</sup>Curso sobre Commodities, Master en Agronegocios de la Universidad del CEMA (2013).

interno sino también en término de divisas e intercambio con las demás naciones, debe sobrevivir en un contexto adverso. La importancia de la agroindustria es indiscutible ya que representa el 13% del PBI (Producto Bruto Interno), 55,8% de las exportaciones, 35,6% del empleo y 18,8% de la recaudación impositiva<sup>11</sup>. Los términos de intercambio que son cada vez más favorables entre productos primarios y tecnología, hoy en día están en veinte a uno, permiten conjeturar un futuro próspero al sector y al presente proyecto (por ejemplo: con una tonelada de soja se puede comprar un Ipad último modelo).

El desafío para la agroindustria mundial antes mencionado recae sobre un reducido número de países productores y de países demandantes que presionan a la oferta. A continuación se presenta a dichos países indicando sus respectivos roles en los principales mercados de cereales (maíz y trigo) y oleaginosas (soja y girasol).

Tabla 2: Oferta y demanda en el mercado internacional de cereales y oleaginosas en el año 2013.

Cultivo	Subproducto	Principales Exportadores	Principales Importadores	Otros comentarios
<b>Soja</b>	Poroto	1.Estados Unidos 2.Brasil 3.Argentina	1. China	China representa el 64% de la demanda mundial. Se muele el 90% de la producción mundial.  Se exporta el 40% de la producción mundial.
	Aceite	1.Argentina 2.Brasil 3.Estados Unidos	1.India 2. China	Estados Unidos exporta el 25% del aceite que produce.
	Harina		1.Union Europea	
<b>Girasol</b>	Poroto	1.Ucrania	1.Unión Europea	La Unión Europea representa el 65% de la demanda mundial de Aceite.
	Aceite	2.Rusia		
	Harina	3.Argentina		
<b>Trigo</b>	Grano	1.Estados Unidos 2.Canada 3.Australia 9.Argentina	1.Egipto 2.Afganistán 3.Brasil	Oferta mundial más atomizada. Argentina supo ser el “granero del mundo”.
<b>Maíz</b>	Grano	1.Estados Unidos 2.Argentina 3.Brasil	1.Japón 2.Corea del Sur 3.China	El 60% se utiliza para consumo forrajero. China es el segundo productor mundial pero destina todo al mercado interno.

Fuente: Elaboración propia en base a datos suministrados por Ricardo Passero (Mag. en Agronegocios).<sup>12</sup>

<sup>11</sup> O’Connor, Ernesto A. (2012) *El sector agropecuario, el mundo y la política económica Argentina*. Página 3 (descarga en [www.uca.edu.ar/uca/common/grupo83/files/2012-03\\_-\\_OConnor.pdf](http://www.uca.edu.ar/uca/common/grupo83/files/2012-03_-_OConnor.pdf)).

<sup>12</sup> Curso sobre Commodities, Master en Agronegocios de la Universidad del CEMA (2013).

Amerita destacar que los cereales constituyen el 80% de la producción mundial y las oleaginosas el 20% restante. Como se puede observar en la tabla siguiente, el principal cultivo en Argentina es la soja, representando más de la mitad de su producción total de granos.

Tabla 3: Producción y exportación Argentina de cereales y oleaginosas en el año 2013.

Cultivo	Subproducto	Producción			Exportación		
		Volumen (mill/ton.)	Posición Mundial	% de la prod. mundial	Volumen (mill/ton.)	Posición Mundial	% de la export. mundial
Soja	Poroto	51	3	20	12	3	11
	Aceite	7,25	3	16	4,22	1	46
	Harina	29,63	2	16	28,65	1	46
Girasol	Poroto	3,4	4	8,5	-	-	-
	Aceite	1,38	4	9	0,84	3	13
	Harina	1,47	4	9	0,73	3	12
Trigo	Grano	11	9	2	5	9	5
Maíz	Grano	27	4	3	19	2	18

Fuente: Elaboración propia en base a datos suministrados por Ricardo Passero (Mag. en Agronegocios).<sup>13</sup>

## 2.2 Elección del tipo de fideicomiso para estructurar el proyecto subyacente

El fideicomiso a desarrollar es ordinario y de administración. Aunque se reconocen las ventajas fiscales (relacionadas con el pago mínimo del impuesto a las ganancias) y de liquidez (posibilidad de colocación secundaria de los títulos) del financiero, se opta por el ordinario ya que el financiero exige un tamaño de negocio para soportar sus cuantiosos costos de estructura, superior al óptimo para el negocio agrícola. La producción agrícola a escala, tiene ventajas de reducción de costos hasta un límite, pero una vez superado éste, los costos de control se vuelven muy abultados y las deseconomías de escala erosionan la rentabilidad. Recordemos que se trata de producción es un espacio físico de miles de hectáreas a cientos de kilómetros de distancia entre sí. Además los fideicomisos financieros con oferta pública, que son en los que más se destacan las ventajas antes mencionadas, están especialmente orientados a inversores institucionales, y no a inversores minoristas, que son los que pretende atraer el proyecto de incumbencia de esta tesis.

Por otra parte, es de administración, ya que los fiduciantes le entregan al fiduciario recursos monetarios, para que éste los administre de acuerdo a lo definido en el contrato que da

<sup>13</sup> Curso sobre Commodities, Master en Agronegocios de la Universidad del CEMA (2013).

origen al instituto. Nos referimos a una inversión económica y en consecuencia el fin de los fiduciantes es obtener un lucro.

### **2.3 Aspectos productivos y características innovadoras del proyecto**

En el fideicomiso agrícola en cuestión, con el capital aportado por los fiduciantes, el fiduciario arrendará campos en la zona norte de la Provincia de Buenos Aires para producir en una mitad de la superficie cereales y oleaginosas, y subalquilar para producción de semillas la otra mitad. Como se analizará más adelante, los arrendamientos de campos serán a largo plazo para justificar la inversión en sistemas de riego, poder realizar una producción sustentable y obtener un precio de alquiler menor.

Las compañías dedicadas a la producción de semillas de maíz (también denominadas semilleras) alquilan a empresas que cumplan con las siguientes condiciones: campos de tierra de excelente calidad con sistema de riego, rotación anual de lotes y ubicación en las cercanías de la ciudad de Rosario donde tienen sus fábricas de procesamiento y están los principales puertos agrícolas del país. Cabe resaltar que exigen todas estas condiciones porque las semillas de maíz, por ser un híbrido<sup>14</sup> son muy costosas y complejas para producir. De esta forma necesitan tierras sumamente fértiles para obtener elevados rendimientos, rotar los lotes con distintos cultivos para no desgastar la tierra afectando su productividad y contar con un sistema de riego para mantener dicha producción en años de sequía.

El fideicomiso cumplirá con estas condiciones no solo porque así lo exigen las semilleras sino también porque son muy beneficiosas para su negocio. La rotación de cultivos significa que en una campaña se siembra soja y en la siguiente, en ese mismo lote la semillera siembra maíz. De esta forma el fideicomiso y la semillera alternarán los campos que utilizan y ambos se verán beneficiados con una mayor producción debido al cuidado del suelo. Si se siembra el mismo cultivo durante años en un mismo lote, la tierra pierde los nutrientes que más consume dicha planta y la productividad se reduce hasta el punto de la erosión. Respecto al sistema de riego, significará para el fideicomiso poder asegurarse una producción exitosa en años de sequía. Su

---

<sup>14</sup> Las semillas de maíz híbrido son el producto de una cruce cuidadosamente organizada entre dos líneas progenitoras muy diferentes. Las semillas del híbrido tienen más características deseables que cada línea progenitora por sí sola y la progenie de semillas híbridas rápidamente pierde la combinación de características que hacen superior al híbrido. Para mayor detalle ingresar en: [www.fao.org/docrep/003/x7650s/x7650s16.htm](http://www.fao.org/docrep/003/x7650s/x7650s16.htm)

ventaja respecto a la cobertura contra sequía que ofrecen las aseguradoras donde solo se recuperan los costos y no se obtienen beneficios, es que significa un seguro sobre la producción esperada y sí se obtiene una renta.

La ubicación geográfica en la zona principal de producción agrícola de la Argentina, ofrece la ventaja de tener fácil acceso a todos los agentes que participan de la cadena de valor del negocio subyacente. La cercanía con puertos y diversas empresas acopiadoras, permite contar con alternativas de clientes posibilitando negociar mejores condiciones de venta (precio, forma y plazo de pago) y también representa un menor costo de flete. Lo mismo sucede en el caso de los proveedores donde la variada oferta es una fortaleza para reducir costos y optimizar la producción con proveedores de primer nivel. Recordemos que algunos colaboradores como los contratistas, quienes con su maquinaria y empleados llevan adelante las tareas productivas, son fundamentales para que la producción sea exitosa. El tiempo y la forma en que cumplen con su labor pueden llegar a definir el éxito o fracaso del proyecto.

La producción agrícola tiene dos riesgos que amenazan su rentabilidad, el riesgo productivo y el riesgo de precio de venta. El riesgo productivo se refiere a las inclemencias climáticas que pueden destruir la totalidad de la producción. La mitad de la superficie subalquilada a un precio fijo significa una renta asegurada, mitigando el riesgo productivo en el 50% del negocio. Respecto a los lotes que trabajará el fideicomiso, la producción a escala y su diversificación en diversos campos con diferentes cultivos, significan una reducción de los riesgos productivos. Los fenómenos climáticos como el granizo o un tornado, son muy puntuales y pueden afectar un porcentaje muy pequeño de los cultivos. De todas formas se contratará un seguro contra granizo. En el caso de las sequías que pueden ser muy abarcativas y afectar regiones enteras, el sistema de riego evitará que los cultivos se vean afectados. Algunos productores agropecuarios manifiestan que aún con sistema de riego se debe contratar seguro contra sequía extrema, ya que por los costos variables del riego (principalmente combustible) existe un punto de inflexión donde son mayores esos costos que el precio de venta de la producción obtenida. Esta argumentación no es aplicable en este proyecto debido a que la zona donde se producirá nunca sufrió, desde que se tiene registro, una sequía extrema que destruyera totalmente su producción. Además si sucediera, por ser la zona responsable de la mayor parte de la producción nacional, los precios internos aumentarían como consecuencia de una menor oferta y sería rentable utilizar el riego.

El riesgo del precio de venta se refiere al desvío entre el precio planeado en la época de siembra y utilizado para evaluar los costos y viabilidad económica del negocio, y el precio efectivamente obtenido seis meses después, en la época de cosecha. Este riesgo será eliminado totalmente utilizando los mercados a término, siendo en Argentina el Matba de Buenos Aires y el Rofex de Rosario los más importantes. En estos mercados, el fideicomiso podrá asegurar el precio de venta de su producción y tener la certeza de que el precio utilizado para analizar la rentabilidad del negocio en el inicio de la campaña es el que obtendrá en el final de la misma. Existen diversas estrategias para participar en los mercados a término, utilizando los distintos derivados financieros que estos ofrecen (principalmente opciones y futuros).

El fiduciario es el responsable del proyecto y deberá cumplir con precisión los objetivos definidos en el contrato del fideicomiso. Se incluirá el órgano mencionado en la sección 1, operador, a quién se le asignará la tarea de implementar el proyecto en la práctica. El operador es un experto en producción agrícola, con experiencia y trayectoria en la zona, que debe definir todas las variables relacionadas con esta actividad para obtener los resultados que el fideicomiso le exige. Por sus servicios el operador obtendrá un *fee* por hectárea, en cambio el fiduciario diversos honorarios. Las remuneraciones se explicarán en detalle en la próxima sección.

Se contratará un auditor técnico, que debe ser externo y sin vínculos con la empresa, para controlar las tareas del operador y del fiduciario, y en general el funcionamiento del proyecto. Cumplirá con su tarea mediante auditorías y realizará un informe final de lo observado. De esta forma los fiduciantes tendrán información objetiva respecto al trabajo del fiduciario. Para este último, también es positiva la participación del auditor ya que obtiene un comprobante objetivo de su tarea y justificativo del operador asignado.

El fideicomiso estará constituido por diversos fiduciantes que además son beneficiarios (reciben los beneficios económicos) y fideicomisarios (se apoderan de los bienes fideicomitados una vez extinguido el fideicomiso). Los fiduciantes podrán ingresar al fideicomiso en el período de suscripción, momento en el cual se definen los fiduciantes para la nueva campaña productiva. También los fiduciantes existentes, definirán su continuidad o salida, y monto a invertir. Debido al arrendamiento de campos a largo plazo, que como se explicará luego, es parte de la estrategia de sustentabilidad del proyecto, los fiduciantes están obligados a mantener sus recursos fideicomitados en el fideicomiso por un período no menor a tres años.

Como se puede observar en el gráfico 1 de la sección 1, se constituirá una asamblea de beneficiarios para que sea el nexo comunicacional entre el fiduciario y los fiduciantes. La

creación de este órgano está contemplada en la política de priorizar la comunicación entre los participantes que se desarrollará más adelante.

### 2.3.1 Ventajas del *pool* de siembra

En la Argentina el término “*pool* de siembra” se ha vuelto sumamente popular para referirse a fondos de inversión en producción agrícola. Cabe aclarar que el fideicomiso en cuestión es un *pool* de siembra, pero no todos los *pool* de siembra están estructurados mediante este instituto; muchos son fondos comunes de inversión, sociedades con distintos tipos de personería jurídica y los menos, en general de dimensiones gigantescas, fideicomisos financieros. Los *pools* tienen sustento en la búsqueda de la producción a mayor escala que pretende reducir costos y favorecerse con las economías de escala. Intentan optimizar el uso de los recursos como las maquinarias y el capital humano. Además consiguen un valioso poder en el mercado por su cuantiosa producción, gracias al cual obtienen mayores beneficios que un productor pequeño a la hora de negociar con todos los agentes que afectan su actividad (terratenedores, vendedores de insumos, empresas de logística, contratistas, acopiadores, exportadores, corredores).

Es importante destacar desde una óptica financiera, la principal ventaja de los *pools* que significa en gran medida su éxito. Esta ventaja es el menor riesgo asociado a su negocio en comparación con un productor autónomo como consecuencia de la diversificación productiva (se siembran diversos cultivos para mitigar la correlación de éxito del negocio con el éxito de un cultivo específico en cuanto a su rendimiento en la cosecha y su precio de mercado; además se produce en distintos campos ubicados en diferentes zonas con lo cual el riesgo climático es fuertemente disminuido) y a no ser dueños de la tierra (ser terrateniente implica un alto costo de salida del negocio y falta de liquidez). De esta forma cuando se analiza el proyecto y se castiga su flujo de fondos con la tasa de descuento (compuesta por el costo de oportunidad y la prima de riesgo), en la búsqueda del valor neto actual, esta es menor a la de un productor típico. Entonces el *pool* exige una rentabilidad esperada menor y puede solventar un costo de alquiler mayor. Esto le permite alquilar campos a precios que el productor pequeño no puede alcanzar, obteniendo con facilidad las mejores tierras para llevar adelante su proyecto.

## 2.4 Cualidades diferenciales del proyecto

El proyecto tiene cuatro cualidades primordiales que amparan su potencial éxito al diferenciarlo de cualquier otro fideicomiso agrícola de características similares. Estas son:

I. Producción: El planteo productivo comentado anteriormente está muy poco difundido y las semilleras están necesitadas de quienes les ofrezcan tierras con las condiciones necesarias para poder desarrollar su actividad. El subalquiler significa un menor riesgo productivo al garantizar una renta fija en el 50% de los campos. En suma con el sistema de riego, seguro contra granizo y diversificación de la producción, significan un menor riesgo en la actividad del fideicomiso. De esta forma la tasa de descuento con la cual se castigará el proyecto para obtener el valor neto actual será menor y el valor del negocio mayor.

II. Sustentabilidad: Se pretende desarrollar un proyecto sustentable que optimice el uso de los recursos naturales pero sin dañarlos. Por eso se firmarán contratos de alquiler a largo plazo que permitan la rotación de cultivos y no fuercen a maximizar beneficios en detrimento del suelo, como sucede con los contratos por campaña donde el arrendatario invierte lo mínimo para producir y siembra el cultivo más redituable sin considerar lo que se sembró con anterioridad. En la actualidad se observan campos donde se produce continuamente soja fomentando un proceso erosivo del suelo. La implementación del sistema de riego también es beneficiada con estos contratos ya que es una inversión que se recupera luego de aproximadamente 3 campañas. Además se producirá bajo las normas de Buenas Prácticas Agrícolas (BPA) que otorgan un certificado que asegura la utilización profesional y responsable de los suelos. Estas prácticas contemplan la siembra directa, la rotación de cultivos y la correcta aplicación de los fitosanitarios y fertilizantes. No es un tema menor ya que se calcula que el 20% de la superficie agrícola mundial está erosionada y en Estados Unidos las pérdidas por este concepto se calculan en mil millones de dólares anuales<sup>15</sup>. En el futuro tener la certificación BPA puede representar un diferencial de la producción obtenida que permita alcanzar un mayor precio de venta.

III. Obtención de capital: La estrategia de obtención de capital estará orientada a inversores no convencionales que además no sean institucionales. El *target* son los profesionales que habitan en ciudades y tienen capacidad de ahorro, pero sus posibilidades de invertir ese dinero son escasas. El flujo de la mayoría de estas inversiones es hacia el negocio inmobiliario urbano,

---

<sup>15</sup> Foro de la Cadena Agroindustrial Argentina (2005) *Buenas Prácticas Agrícolas*. Página 9 (descarga en <http://bcereal.bblanca.com.ar/ArchivosPublicados/www.bcp.org.ar/TrabajosDeDivulgacion/2013-06-27-BUENASPRACTICASAgricolas.pdf?iframe=true&width=80%&height95%>).

lo cual significa un contra sentido por lo referido anteriormente respecto al potencial del sector agroindustrial. Para que estos nuevos inversores se envalentonen y decidan invertir en agricultura, el fideicomiso debe dar prioridad a la publicidad y comunicación. En este sentido se deben comunicar precisiones sobre la producción en cuestión y sus ventajas como negocio para aumentar el capital del inversor, ofreciendo una posición renta-riesgo beneficiosa. Actualmente esto no sucede y los fideicomisos agrícolas están compuestos por grandes grupos económicos y por agentes del mismo sector agropecuario. Como bien manifiesta la teoría del marketing el primero en llegar tiene una enorme ventaja en su posicionamiento en el mercado. En suma este proceso enriquecerá al fideicomiso con un *know-how* único en el mercado, que se convertirá en una barrera de entrada para futuros competidores.

IV. Concepto de “noticiero”: Se buscará imponer la concepción del fideicomiso como un “noticiero”, léase canal de noticias. El sustento de fondo de esta particularidad es la priorización de la comunicación entre todos los agentes incluidos en el proyecto. En el gráfico 1 de la primera sección se puede observar en detalle el organigrama del fideicomiso, pero principalmente sus agentes son los inversores, quienes administran el fideicomiso, los responsables de la producción y todas las entidades públicas que intervienen. Se pretende solucionar el principal problema de los fideicomisos donde la falta de información en tiempo y forma genera fricciones y disputas entre los distintos participantes, afectando la operatoria del proyecto. Además si los principales inversores son ajenos al sector, su desconocimiento de la actividad es mayor, y la comunicación se vuelve aún más esencial. Consecuentemente se organizarán visitas a los establecimientos productivos, se enviarán informes mensuales de gestión y proyecciones de la situación esperada del negocio por trimestre anticipado.

## **2.5 Ventajas de la figura de fideicomiso para estructurar el negocio**

Las ventajas de la figura de fideicomiso para estructurar el negocio subyacente, en otras palabras son la justificación de la elección del fideicomiso para llevar adelante el proyecto potenciando al máximo sus cualidades. Las mismas son:

I. Desintermediación financiera: Debido a la prácticamente inexistencia de préstamos bancarios en el país, la desintermediación financiera que significa el fideicomiso como

instrumento para canalizar inversiones es atractiva. Amerita destacar que la reducida oferta es con sistemas de amortización francés o alemán, y en consecuencia el retorno del proyecto debe soportar no solo el pago de intereses sino también de capital, sin posibilidades de *roll-over* o refinanciación de la deuda, y con el riesgo asociado a posibles restricciones de capital.

II. Seguridad jurídica para los inversores: Al inversor la figura de fideicomiso le otorga la seguridad jurídica respecto al cumplimiento de los objetivos pactados en el plan de negocio incluido en el contrato de adhesión. El fiduciario debe actuar por ley como un “buen hombre de negocios” y es responsable del incumplimiento de los objetivos del fideicomiso, pudiendo ser denunciado por vía penal y/o civil por el fiduciante. Además debido a que el fideicomiso es un patrimonio aislado, se encuentra a salvo de posibles deudas particulares de sus participantes. En forma sencilla podemos decir que es la mejor manera para invertir en un marco jurídico seguro con la garantía de que se hará exactamente lo pactado.

III. Transparencia organizacional: Se debe desterrar la imagen del fideicomiso como una figura turbia. Por lo expuesto en este trabajo es indiscutible que nos referimos a un instituto sumamente formal bajo estrictas normas que regulan su funcionamiento. Desde su origen en el contrato de constitución donde se definen en forma explícita los objetivos, tareas y responsabilidades de cada participante, esta figura es sumamente transparente. Además la obligatoriedad legal de rendir cuentas en forma anual que recae sobre el fiduciario y el estricto control de un auditor externo, aseguran su accionar transparente a lo largo de su existencia.

IV. Flexibilidad para adaptarse a las necesidades del negocio: El fideicomiso es el único medio posible para estructurar el negocio “a medida” de los requerimientos de las partes incluidas, los cuales quedarán plasmados en el contrato que le de origen. Incluso se debe recordar que la ley que lo regula nada dice sobre su finalidad. Por eso es una figura flexible y permite diseñar estructuras jurídicas precisas.

V. Ahorro de costos de quiebra: El fideicomiso no quiebra, se liquida. Entonces se produce un importante ahorro de los costos de quiebra y el fiduciario estará a cargo de su liquidación. Dicha tarea la realizará conforme al orden de privilegios establecido entre los diversos involucrados. Una vez subsanadas las deudas con los acreedores, el saldo restante se dividirá entre los fiduciantes (ya que también son los fideicomisarios).

VI. Situación tributaria y contable: Los inversores por ser fiduciantes y beneficiarios deben pagar el impuesto a las ganancias en forma particular, lo que significa una ventaja en la mayoría de los casos ya que según sus ingresos se define la alícuota a pagar, que es altamente probable

que sea menor al 35% que pagaría el fideicomiso. También es importante considerar que el fideicomiso es un patrimonio aislado y en consecuencia los fiduciantes no pagan ningún impuesto por esa parte de su activo que transfirieron al fideicomiso.

## SECCIÓN 3

### DESCRIPCIÓN DEL FIDEICOMISO TALAPAMPA

En esta sección se describe un fideicomiso en particular, llamado Talapampa, como ejemplo práctico del proyecto en cuestión. El objetivo es demostrar empíricamente, mediante argumentos numéricos reales, la viabilidad económica de lo expuesto en la sección anterior.

#### 3.1 Características generales

A continuación se enumeran las características del fideicomiso Talapampa, destacando exclusivamente aspectos que no fueron definidos en la sección 2 y que son relevantes para la correcta comprensión del funcionamiento del instituto en cuestión.

- Moneda: Dólares Estadounidenses. Es la moneda que considera el sector agrícola debido a que la producción, insumos y alquileres se expresan en la misma.
- Escala: Se alquilan 10.000 hectáreas en el norte de la Provincia de Buenos Aires.
- Inversión mínima y período de permanencia: 10.000 dólares durante 3 años.
- Rentabilidad esperada: 34,07 % (en dólares).
- Período de suscripción: Febrero a Agosto de cada año.
- Período de desinversión: Junio de cada año.
- Fiduciario: una sociedad anónima dedicada al desarrollo, administración y gerenciamiento de proyectos del sector de los agronegocios.
- Remuneración Operador: 38 dólares por hectárea.
- Remuneración fiduciario:
  - *Fee* fijo: 3% de la inversión total. Se cobra en cuotas mensuales.
  - *Fee* variable: 20% del ingreso neto.

### **3.2 Contrato**

A los efectos del presente trabajo se detallan los principales elementos que debería incluir el contrato de fideicomiso aplicable al caso:

- I. Definición de las partes.
- II. Definición de los términos utilizados en el contrato.
- III. Objeto.
- IV. Descripción del proyecto.
- V. Detalle de la transferencia de los aportes.
- VI. Desarrollo del proyecto.
- VII. Especificación de la extinción y liquidación del fideicomiso.
- VIII. Descripción de los fiduciantes/beneficiarios/fideicomisarios incluyendo sus derechos y obligaciones.
- IX. Descripción del fiduciario y operador incluyendo sus facultades, obligaciones, responsabilidades, rendición de cuentas, remoción/renuncia y remuneración.
- X. Detalle del patrimonio fideicomitado.
- XI. Definición de las cuotas partes.
- XII. Definición de la moneda utilizada.
- XIII. Aspectos legales: declaración de las partes, notificaciones, jurisdicción y competencia.

### **3.3 Modelo**

Considerando las características expuestas sobre el fideicomiso Talapampa, se desarrolló un modelo para evaluar los posibles resultados económicos del proyecto. Su objetivo es calcular la renta que el proyecto genera a los fiduciantes para luego poder compararla con la ofrecida por otros negocios de riesgo similar. Si el proyecto se destaca del resto de las inversiones posibles por su mayor rentabilidad, demostrará su conveniencia económica, factor clave para asegurar su viabilidad práctica al garantizar su capacidad de atraer inversores.

No se debe descuidar la renta de los otros participantes claves en el proyecto, fiduciario y operador, ya que es su principal motivación para cumplir con sus roles eficientemente. En

consecuencia se incluirá el análisis del beneficio económico obtenido por éstos en el modelo. Para lograr su objetivo el modelo debe calcular para cada agente los siguientes conceptos:

- Fiduciante: Su renta es la sumatoria del ingreso neto por el alquiler a la semillera y por la producción propia de soja.
- Fiduciario: La sumatoria de honorarios fijos y variables.
- Operador: La sumatoria de sus honorarios fijos por hectárea.

Luego de tener la estructura lógica definida, se realiza una simulación de Montecarlo para obtener los resultados esperados del costo del alquiler y del rendimiento de la soja. La otra variable que puede afectar los resultados, el precio de venta de la soja, no se simula debido a tratarse de una campaña pasado por lo que se conoce dicho valor.

Las variables simuladas son discretas y su información se obtuvo según series de datos en el caso del rendimiento de la soja y por la opinión de expertos en lo referido al costo del alquiler. En ambos casos los parámetros especificados son: mínimo, más probable y máximo. La distribución utilizada por ser la que mejor interpreta estos parámetros es la BetaPert. Su ventaja sobre la distribución Triangular es que su desvío standard es menos sensible a los valores extremos, ya que su media es cuatro veces más sensible al valor medio que a los valores extremos. De esta forma no tiene el problema que significa la Triangular al sobreestimar la densidad de las colas y subestimar la densidad en el “tronco” de la distribución.

Se utilizó el *software* @Risk<sup>16</sup> para la simulación ejecutando 10.000 iteraciones. Remitirse al apéndice para conocer los detalles del modelo.

### 3.4 Resultados

Los resultados obtenidos para cada participante son los siguientes:

- Fiduciante: 34,07 % (tasa nominal anual en dólares).
- Fiduciario:
  - Fee fijo por ha: US\$ 27,95
  - Fee variable por ha: US\$ 81,73

---

<sup>16</sup> @Risk. Versión 6. Palisade Company (descarga en [www.palisade.com/risk/?ad=G\\_@R-7&gclid=CJmk-vSgxroCFc6j4AodlAEAbA](http://www.palisade.com/risk/?ad=G_@R-7&gclid=CJmk-vSgxroCFc6j4AodlAEAbA)).

- Ingreso anual total por las 10.000 ha: US\$ 1.096.854
- Operador:
  - Ingreso anual total por las 5.000 ha: US\$ 190.000 (recordemos que trabaja 5.000 ha, ya que en la mitad que se subalquila no participa).

La rentabilidad ofrecida a los inversores del 34,07 % en dólares es aún más atractiva en un país con una inflación anual del 28 % (según el indicador IPC Congreso para el año 2013), tasa que incrementa la renta del fideicomiso. A modo ilustrativo se puede comparar dicha renta con la tasa de interés anual para plazos fijos que en agosto del 2012, final del periodo de suscripción del fideicomiso, estaba en un promedio mensual del 11,90 %<sup>17</sup>. Incluso la Badlar<sup>18</sup> con una tasa anual promedio para el mismo mes del 13,95 %<sup>19</sup> es menos atractiva que la renta del fideicomiso, pese a exigir una inversión mucho mayor. Además luego de las primeras tres campañas en las que se costea la inversión en el equipo de riego, la renta del fideicomiso se incrementará en forma exponencial al reducir sus costos un 52%.

Para comprender la magnitud del proyecto se menciona la necesidad de US\$ 9.596.654 de capital inicial para su ejecución. Dicho capital permite la producción de 5.000 hectáreas de soja y el fideicomiso lo obtiene inicialmente aunque muchos costos suceden en meses posteriores, incluso luego de la cosecha, con el objeto de reducir riesgos de iliquidez y evitar la obligación de vender la producción al momento de la cosecha para cubrir los gastos, desechando la posibilidad de decidir el mejor momento de venta según los precios del mercado. Las otras 5.000 hectáreas no generan necesidades de capital ya que los gastos se cubren con los ingresos obtenidos por el subalquiler a la semillera, debido a la coincidencia temporal de dichos flujos de fondos. De esta forma el subalquiler a la semillera implica como ventaja adicional una reducción del capital inicial necesario del 50 %, en comparación al monto necesario si se trabajarán las 10.000 hectáreas sin subalquilar.

---

<sup>17</sup> Banco Central de la República Argentina (descarga en [www.bcra.gov.ar/pdfs/polmon/serieese.xls](http://www.bcra.gov.ar/pdfs/polmon/serieese.xls)).

<sup>18</sup> Badlar es la tasa de interés promedio que las entidades bancarias pagan a los ahorristas por depósitos a plazo fijo de 30 días mayores a un millón de pesos o dólares.

<sup>19</sup> Banco Central de la República Argentina (descarga en [www.bcra.gov.ar/pdfs/polmon/serieese.xls](http://www.bcra.gov.ar/pdfs/polmon/serieese.xls)).

## **SECCIÓN 4**

### **ANÁLISIS CRÍTICO**

El objetivo de esta sección es desarrollar un análisis crítico del proyecto considerando el contexto económico y marco regulatorio, análisis fundamental del mercado de granos y alternativas de decisión posibles.

#### **4.1 Contexto económico y marco regulatorio**

El mundo moderno tiene una economía inestable donde los diversos agentes intervinientes buscan posibilidades de arbitraje no solo en los mercados especulativos, sino también en los sectores productivos y de servicios. La interacción entre naciones es cada vez más intensa y sus fronteras pierden rigidez. La Argentina está obligada por sus condiciones naturales a cumplir con un rol preponderante en la producción agroindustrial. Uno de los principales factores que le imposibilitan lograrlo, es su débil economía como consecuencia de una idiosincrasia donde la búsqueda de generar y capturar valor es marginal, mientras que reina la pelea interna por el mercado y renta existentes, siguiendo una filosofía de suma cero. Es un país que sufre ciclos económicos de aproximadamente diez años que terminan en profundas crisis impidiendo una evolución constante de los diversos mercados en el tiempo.

La problemática económica nacional es consecuencia de una política ineficiente y corrupta. Quienes tienen la responsabilidad de proteger los intereses del conjunto de la sociedad, solo se ocupan de los propios, impulsando medidas demagógicas para conservar su poder y triunfar en los comicios. Su horizonte es el corto plazo y no tiene lugar un proyecto de país de largo plazo. Las instituciones no son respetadas y el marco regulatorio es confuso, sin reglas claras que definan el funcionamiento de la economía. El costo es elevado ya que la inyección de capitales internacionales mediante inversiones es nula y el apalancamiento financiero deja de ser una opción de crecimiento por las altas tasas de endeudamiento exigidas al país en concordancia con su elevado riesgo país. De esta forma Argentina se encuentra marginada del mundo con políticas proteccionistas que definen en forma parcial las importaciones y exportaciones que pueden ejecutarse. El sector agroexportador es castigado desde el año 2002 con retenciones a las

exportaciones y desde el año 2006 con la apertura y cierre discrecional de los registros de exportación. Las implicancias son negativas para el mercado de granos y su riesgo inherente, generando incertidumbre en los precios y cumplimientos de los contratos de proveeduría internacionales. El principal producto que comercializará el proyecto subyacente, la soja, tiene un 35% de retenciones pero en comparación a los granos relevantes para el mercado interno, como el trigo, sufre menores limitaciones para obtener los permisos de exportación.

#### **4.2 Análisis fundamental del mercado de granos**

El sector de los agronegocios se ubica dentro de la economía real y tiene un valor objetivo como fuente de alimentos para la subsistencia de la raza humana. Los precios de sus productos pueden variar por el comportamiento de las fuerzas del mercado, pero siempre mantienen su característica de necesidad básica, la cual comparten solo con una ínfima parte de las mercaderías que se comercian en el mundo moderno.

A partir del año 2000 los precios de la soja se han mantenido en una escalada constante, aumentando en dólares por tonelada de 181 en el año 2000 a 652 en el año 2012 (precios FOB<sup>20</sup>), hasta la campaña 2013, considerada en el modelo de la sección 3, donde el precio internacional de la soja disminuyó a 520 dólares por tonelada<sup>21</sup>. Una de sus causas fue la mayor oferta, en especial por parte de Estados Unidos que obtuvo una cosecha record. Pero se deben incluir en el análisis los precios del petróleo y del dólar por su correlación con el precio de los *commodities* agrícolas. El petróleo tiene una correlación de precio directa o positiva con los cereales y oleaginosas debido a su rol de sustituto de los biocombustibles y a su impacto en los costos de la agricultura (formador del precio de los fertilizantes, fletes y de las labores con maquinaria). En el caso del dólar la correlación es opuesta o negativa debido a su competencia con los *commodities* agrícolas por atraer el capital de los inversores institucionales que buscan un refugio para que sus activos no disminuyan su valor real y de esa forma mantener sus niveles de riqueza.

La tendencia de largo plazo del precio de los granos indica una evolución positiva, al margen de fluctuaciones menores por circunstancias específicas en algunos años, sustentada por una demanda creciente de alimentos y combustibles. Según estudios de la consultora McKinsey (2013) se proyecta un incremento en la demanda de alimentos de un 35% para el año 2030.

---

<sup>20</sup> El precio FOB (*free on board*) es el precio de referencia pagado a los exportadores en el mercado internacional.

<sup>21</sup> Revista Márgenes Agropecuarios (2013). *Reseña estadística*.

Además se estima un menor crecimiento de la oferta por una desaceleración de la productividad como consecuencia principalmente de las prácticas conservacionistas, menores retornos marginales de *inputs* adicionales y limitaciones en el esparcimiento mundial de las mejoras tecnológicas<sup>22</sup>.

### **4.3 Alternativas de decisión posibles**

En el sector agropecuario argentino, la información es la antítesis de lo que se espera en el *súmmum* de los mercados para la teoría económica, la competencia perfecta, siendo la misma totalmente informal, asimétrica e imperfecta. En consecuencia, en el modelo de negocio planteado en la sección 3 se pueden hacer diversos ajustes en los valores de las variables consideradas. Aunque como bien su nombre lo indica, los modelos no son la realidad, sino una modelización de la misma para poder realizar una simulación y obtener los resultados esperados con el menor desvío posible respecto a los efectivamente percibidos. La única manera de incrementar la precisión de las variables es realizando el proyecto para poder imputar el costo de alquiler y rendimiento productivo exacto de cada establecimiento.

Desde una visión más global se puede criticar el ámbito donde se pretende crear el fideicomiso, la Argentina. Observando naciones limítrofes como Uruguay, Paraguay y Brasil donde las bondades naturales son similares pero las instituciones son respetadas y el marco regulatorio es certero con reglas claras, se podría debatir la posibilidad de poner en práctica el fideicomiso en esos países. Su apertura al comercio internacional es total y las barreras aduaneras coherentes, sin retenciones abusivas ni permisos de exportación discrecionales. Si el proyecto se ejecutara en Paraguay, la disminución del ingreso por la comercialización de soja de un 35% no sucedería ya que las retenciones son inexistentes. Es sencillo inferir que las complejidades para obtener una renta atractiva para los fiduciantes serían fuertemente aminoradas.

---

<sup>22</sup> McKinsey Global Institute (2013). *Resource Revolution: Tracking global commodity markets*.

## CONCLUSIONES

El fideicomiso agrícola desarrollado en este trabajo muestra una sólida estructura para lograr sus objetivos. Todos los participantes ven protegidos sus intereses y obtienen los beneficios esperados. La posición renta-riesgo que ofrece a los fiduciantes lo convierten en una inversión superior a otras de riesgo similar, ofreciendo una mayor renta y en dólares, lo cual tiene un valor agregado en un país con una moneda sumergida en un profundo proceso devaluatorio. Además la campaña bajo análisis fue la de menor precio de los últimos 13 años y la tendencia futura es un incremento sostenido del precio de los granos. Es indiscutible que el proyecto se encuentra en un mercado fuerte con un futuro prometedor debido a la importancia de su producción para el mundo, que además de alimentos, incluye medicamentos, energía y diversos productos industriales.

Desde una perspectiva financiera es una inversión muy positiva por la excelente diversificación que representa el sector agrícola en un portfolio de inversiones debido al reducido valor de su coeficiente Beta<sup>23</sup>, lo que significa una correlación negativa con el resto de la economía y positiva con la inflación<sup>24</sup>. Dicha característica tiene mayor valor en la Argentina donde la inflación es habitual y es engorroso para los inversores hallar refugio para sus recursos económicos. De esta forma se debe exigir a la actividad agrícola una tasa de retorno inferior que la que correspondería según el riesgo propio de la actividad. Esto último surge considerando el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) que manifiesta que se debe valorar a los activos por su riesgo sistemático y no por su riesgo individual, que en el caso agrícola es elevado (riesgo climático y precio).

Como debilidad del proyecto se debe mencionar que un reducido coeficiente Beta define una sensibilidad elevada de la actividad en cuestión respecto a la tasa de interés real. Pero la principal flaqueza del proyecto es la dependencia de un contexto político incierto que implica una economía nacional inestable y negativa. Los productos alimenticios por ser sustento de una necesidad básica para la sociedad, sufren el máximo rigor de las políticas demagógicas dominantes y la intervención estatal en sus mercados es constante.

---

<sup>23</sup> Beta representa el riesgo de la actividad. Mide el riesgo que no es posible eliminar diversificando la cartera.

<sup>24</sup> Barry, P. and Hennings, E. (2005) *Portfolio diversification using farmland investments*. American Agricultural Economics Association Annual Meeting (descarga en [ageconsearch.umn.edu/bitstream/19273/1/sp05he05.pdf](http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/19273/1/sp05he05.pdf)).

## BIBLIOGRAFÍA

- Ley N° 24.441 (1995) *Financiamiento de la vivienda y la construcción*. Boletín Oficial.
- Malumián, Nicolás (2006) *Fideicomiso y Securitización*. La Ley, 2da edición, Argentina.
- Herzog, N. Mirta (2009) *El Fideicomiso y el Agro*. Osmar D. Buyatti, 2da edición, Buenos Aires.
- Delgado, Gabriel (2006) *Finanzas Rurales*. INTA ediciones, segunda edición, Buenos Aires.
- FAO, Naciones Unidas (2012) *Nuevo informe sobre el hambre*.
- FAO, Naciones Unidas (2009) *2050: un tercio más de bocas que alimentar*.
- O'Connor, Ernesto A. (2012) *El sector agropecuario, el mundo y la política económica Argentina*.
- Foro de la Cadena Agroindustrial Argentina (2005) *Buenas Prácticas Agrícolas*. Página 9.
- Revista Márgenes Agropecuarios (2013) *Reseña estadística*.
- McKinsey Global Institute (2013) *Resource Revolution: Tracking global commodity markets*.
- Barry, P. and Hennings, E. (2005) *Portfolio diversification using farmland investments*. American Agricultural Economics Association Annual Meeting
- Delgado, Gabriel (2009) *Estimación de tasas de descuento para actividades agrícolas*. Tesis doctoral de la Universidad del CEMA.
- Barry, J. and Brandenburger, A. (1996) *Coo-petencia*. Currency-Doubleday, New York.
- Curso sobre Commodities, Master en Agronegocios de la Universidad del CEMA (2013).

## APÉNDICE: MODELO

### a) Rentabilidad de la producción de soja (campaña 2012/13)

Estado de Resultados				
Conceptos (en US\$/ha)	Monto	Plazo de pago	Aclaraciones	
<b>Ingreso</b>				
Ingreso por venta	\$1,359.23			
Gastos comerciales	(\$250.07)		62	Us\$/tn
<b>Total</b>	<b>\$1,109.17</b>			(incluye fletes, impuestos, sellado, paritaria, secado, zarandeo y comisión acopio)
<b>Costos</b>				
Arrendamiento	(\$477.42)	Agosto/Mayo		Fijo en toneladas por año
Labranzas	(\$96.00)	Contado		
Semilla/inoculante/ fungicida	(\$49.00)	30 y 60 días		
Agroquímicos/fertilizante	(\$100.00)	30 y 60 días		
Cosecha	(\$72.00)	Mayo		
Riego	(\$25.00)	Febrero		50 mm por ha (0,50 US\$/mm)
Seguro contra granizo	(\$6.00)	Octubre		
<b>Total</b>	<b>(\$825.42)</b>			
<b>Ingreso Neto final</b>	<b>\$283.75</b>			

Fuente: Revista Márgenes Agropecuarios n° 332 (2013).

Precio FAS Soja Mayo/13 (US\$/tn)	337 <sup>25</sup>
-----------------------------------	-------------------

Fuente: Revista Márgenes Agropecuarios n° 332 (2013).

### Variables simuladas

Alquiler	
Costo	Tn/ha
Mínimo	1.2
Más Probable	1.4
Máximo	1.7
<b>Esperado</b>	<b>1.4167</b>

Soja (rendimiento)	
Precio	Tn/ha
Pesimista	3.8
Más Probable	4
Optimista	4.4
<b>Esperado</b>	<b>4.0333</b>

<sup>25</sup> El precio FAS (*free alongside ship*) es el precio de referencia pagado a los productores.

<b>Flujo de Fondos</b>	<b>Ago-12</b>	<b>Sep-12</b>	<b>Oct-12</b>	<b>Nov-12</b>	<b>Dic-12</b>	<b>Ene-13</b>	<b>Feb-13</b>	<b>Mar-13</b>	<b>Abr-13</b>	<b>May-13</b>	<b>Jun-13</b>	<b>Jul-13</b>
Ingresos										\$1,359.22		
Arrendamiento	(\$238.71)									(\$238.71)		
Labranzas				(\$48.00)		(\$24.00)			(\$24.00)			
Insumos				(\$37.25)	(\$37.25)		(\$37.25)	(\$37.25)				
Gs Com. + Cosecha										(\$322.06)		
Riego+seguro			(\$6.00)				(\$25.00)					
<b>Flujo de fondos</b>	<b>(\$238.71)</b>	<b>\$0.00</b>	<b>(\$6.00)</b>	<b>(\$85.25)</b>	<b>(\$37.25)</b>	<b>(\$24.00)</b>	<b>(\$62.25)</b>	<b>(\$37.25)</b>	<b>(\$24.00)</b>	<b>\$798.44</b>	<b>\$0.00</b>	<b>\$0.00</b>
TIR	<b>11%</b>											
VAN	<b>\$231.15</b>											
Tasa de descuento	10.93%											

## Observaciones

- La tasa de descuento utilizada fue desarrollada por el Dr. Gabriel Delgado<sup>26</sup>.
- Rentabilidad nominal por hectárea: 34%.

<sup>26</sup> Delgado, Gabriel (2009). *Estimación de tasas de descuento para actividades agrícolas*. Tesis doctoral de la Universidad del CEMA (descarga en [www.ucema.edu.ar/sites/default/files/tesis\\_delgado\\_2009.pdf](http://www.ucema.edu.ar/sites/default/files/tesis_delgado_2009.pdf)).

**b) Rentabilidad alquiler a semillera (campaña 2012/13)**

<b>Estado de Resultados</b>			
<b>Conceptos (en US\$/ha)</b>	<b>Monto</b>	<b>Plazo de pago</b>	<b>Aclaraciones</b>
<b>Ingreso</b>			
Ingreso por alquiler	\$1,011.00	Oct/Mayo	Se cobran 3 tn/ha
<b>Total</b>	<b>\$1,011.00</b>		
<b>Costos</b>			
Alquiler	(\$477.42)	Oct/Mayo	
<b>Total</b>	<b>(\$477.42)</b>		
<b>Ingreso Neto final</b>	<b>\$533.58</b>		

**Observaciones**

- Debido a la inexistencia de un flujo inicial negativo, el VAN es positivo y genera valor económico, aunque no se lo pueda calcular con precisión mediante la técnica del flujo de fondos descontado.
- Rentabilidad nominal por hectárea: 112%.

### c) Rentabilidad partes del fideicomiso

Rentabilidad inversor nominal por hectárea (50% soja y 50% subalquiler)		
Concepto	Importe	Aclaraciones
<b>Inversión inicial</b>		
Riego	(\$500.00)	Se paga en 3 años. Financiación ofrecida por empresa de riego
Producción	(\$431.71)	Costo total de la soja + honorarios del operador
Alq campo maiz	\$0.00	No exige capital inicial
Honorarios fiduciario	(\$27.95)	Fijos
<b>Total</b>	<b>(\$959.67)</b>	
<b>Ingreso Neto</b>		
Soja	\$141.88	por 0.5 ha
Alq maiz	\$266.79	por 0.5 ha
<b>Total</b>	<b>\$408.67</b>	
Honorarios fiduciario	<b>(\$81.73)</b>	Variables
<b>Ingreso Neto Final</b>	<b>\$326.94</b>	
<b>Rentabilidad/ha</b>	<b>34.07%</b>	<b>Nominal en dólares</b>

Costos de estructura		
Concepto	Precio	Aclaraciones
Operador (US\$/ha)	\$38.00	No cobra en las ha subalquiladas
Fiduario (fijo)	\$27.95	3% de la inversión
Fiduciario (variable)	\$81.73	20% del ingreso neto

### Observaciones

- Se considera como unidad de análisis una hectárea por tratarse de la unidad de referencia habitual en el sector agrícola.