

EL MERCADO REGIONAL DE CAPITALES COMO GENERADOR DE RIQUEZA: EL FIDEICOMISO PÚBLICO MUNICIPAL Y EL FONDO DE INVERSIÓN DIRECTA AGRÍCOLA

Fernando Martín Schwartz
fernandoschwartz@arnet.com.ar

Abogado (UNC) – Maestría en Finanzas -Orientación Mercado de Capitales & Law-Finance- (UCEMA) – Miembro de la Comisión de Títulos de la Bolsa de Comercio de Córdoba (BCC) - Delegado de la Cámara Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa en Actividades Productivas (CAFIDAP)

I. Introducción

Como es sabido, el Sistema Financiero de nuestro país, históricamente, funcionó apoyado en el Mercado de Dinero o Bancario, dejándose de lado casi por completo el Mercado de Capitales, inhibiéndose cualquier tipo de desarrollo y fortalecimiento del mismo, rezagando la evolución de este en todos sus aspectos, desaliñándonos del contexto mundial, y privándonos de la globalización de los mercados.

En la década de los noventas, con una nueva conducción política, se pretendió insertar a nuestro país, en forma atropellada, pero inevitable, en el contexto económico, comercial y financiero del primer mundo.

Obviamente, que dicho comportamiento individual, aislado y cortoplacista, típico de nuestras políticas de estado, terminó colapsando en los años 2001/2002, con otro de los tantos fracasos políticos, sociales y económicos.

Como siempre, quedaron en el borrador cosas malas y buenas; de las primeras, en este artículo, no vamos a hablar, mientras que de las buenas tenemos para decir que, en lo que concierne al Mercado de Capitales y a las alternativas de financiamiento no ortodoxas, la intención de desarrollarlas fue notoria, con muchos desaciertos, es verdad, pero se plantó la semilla del crecimiento.

Los Poderes Ejecutivo y Legislativo empezaron a dictar decretos y leyes al respecto; la

Comisión Nacional de Valores comenzó a dictar normas y resoluciones generales; las empresas empezaron a financiarse en el Mercado de Capitales; comenzaron a surgir inversores y especuladores, argentinos y extranjeros, individuales e institucionales; los técnicos empezaron a diseñar nueva y creativas alternativas de financiamiento con oferta pública o con colocación privada; autores de formación económica, financiera y legal comenzaron lentamente a desarrollar nuestra propia doctrina; al igual que los jueces lo hicieron con la jurisprudencia en nuestros tribunales.

II. Mercado de Capitales

El Mercado de Capitales es el canal natural que tienen el sector público, y las pequeñas, medianas y grandes empresas para financiarse, mediante (i) emisión de deuda, conocida como renta fija, por ser la misma determinable o fácilmente determinable, con independencia de la marcha de la emisora; o (ii) emisión de acciones, abriendo el capital de la firma y confiriendo participación societaria, conocida como renta variable, por estar condicionada a los dividendos que genere o no la actividad social durante el curso de su ejercicio anual, tipo de emisión, esta última, de privativo acceso para el Estado.

En nuestro país el Sistema Bancario y el Mercado de Capitales, se encuentran estructurados bajo instituciones organizativas, económicas y legalmente sólidas, desarrolladas y reguladas por una enorme estructura jurídica y reglamentaria,

controlados el primero por el Banco Central, y el segundo por la Comisión Nacional de Valores (CNV), no obstante ello, históricamente, aquél a transmitido una sensación de invulnerabilidad sistémica en los participantes del Sistema Financiero Argentino, que no se condice con la historia de la banca en nuestro país, dejándose casi totalmente de lado la utilización del Mercado de Capitales como la otra fuente de financiación de las empresas.

Como dijimos anteriormente, desde hace algunos años, se le viene dando un gran impulso al Mercado de Capitales Argentino, trabajando sobre la transparencia y mejores prácticas de sus participantes, la incorporación de nuevos instrumentos financieros e incentivación del sector mediante exenciones impositivas, entre otras. Además, muchas de estas regulaciones, con el fin de integrarlas al Mercado de Capitales, están apuntadas directamente a medios de financiamiento para la pequeña y mediana empresa (PyMEs), otorgándosele los beneficios generales, pero flexibilizando y simplificando la normativa para el ingreso y permanencia en el Mercado de Capitales de este tipo de compañías de un giro comercial y una envergadura económica mas reducida que las grandes corporaciones.

El Mercado de Capitales tiene la función de asignar el ahorro de la economía a la inversión productiva de la forma más eficiente y con el menor costo, y para cumplir con dicho cometido depende de la interacción de la triada inversores/ahorristas - intermediarios - emisores demandantes de créditos, como participantes fundamentales del sistema

Los inversores/ahorristas, están dispuestos a invertir o ahorrar en las sociedades cotizadas o abiertas, y/o en entidades públicas de nivel municipal, provincial o nacional, por una relación costo/oportunidad entre rendimiento/riesgo conveniente para ellos.

Las empresas privadas o el Estado, están dispuestos a hacer oferta pública de sus valores

negociables, atento su necesidad de acceder a un financiamiento externo de mediano y largo plazo, para poder llevar a cabo sus proyectos de inversión en forma rentable.

Y por último, los intermediarios financieros, que son quienes cumplen la función de enlace y relación entre aquellos dos participantes del Mercado de Capitales.

En este contexto, dentro del Mercado de Capitales, principalmente, luego del año 2002, comenzó a proliferar en nuestro país de manera importante, el llamado Mercado de Deuda el cual, en estos últimos años, ha venido manteniendo un crecimiento paulatino y constante.

III. Mercado de Capitales Regional

El crecimiento de los países viene de la mano, entre otras cosas, por su vocación productiva, desarrollada por el sector privado e incentivado por el público, como es el caso de los Fondos de Inversión Directa Agrícolas en el interior del país, y/o a la inversa, desarrollada por el sector público y apoyada por el privado, como sucede con los Fideicomisos Públicos para obra de infraestructura municipal, lo que habría que agregar es que si esto se produce de forma descentralizada, nos permitirá generar riqueza localmente y elevar el nivel de vida de sus pobladores.

Por ello, la sinergia generada entre el sector público y privado, conducida mediante estructuras de financiamiento y organización de negocios idóneas, sustentada por un buen Plan de Negocios, genera un modelo de negocio productivo, sólido y equilibrado, pero pensado desde lo regional hacia lo central, con el impacto que ello implica de forma directa e indirecta en la faz económica, política y social de cualquier país, haciendo cotizar los valores negociables emitidos en cuestión, en cada una de las Bolsas de Comercio cabecera de región, procurando generar un mercado secundario regional, con la transferencia y la circulación de los valores negociables en cuestión.

Lamentablemente, cuando hablamos de Mercado de Capitales, todos los índices de medición nos llevan directamente a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, quedando, totalmente relegadas, las Bolsas de Comercio de Rosario, Córdoba, Mendoza, Santa Fe y sus respectivos Mercados de Valores adheridos.

Por ello, es importante procurar cerrar este círculo virtuoso, obteniendo la oferta pública de sus valores negociables que se emitan, y su consiguiente cotización en las Bolsas de Comercio de la región en cuestión, pudiendo hacerlos cotizar en simultáneo con la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

IV. Estructuras de Financiamiento

La Ley 24.441², en sus escasos veintiséis artículos del Título 1, regula el Fideicomiso, convirtiéndolo en una figura extremadamente flexible, lo que genera la gran ventaja de poder estructurar negocios de la más variada gama y complejidad, incluido los Fideicomisos Públicos y los Fondos de Inversión Directa, pero por otro lado, y dada su escueta redacción, con la desventaja de no tener claramente determinado los límites jurídicos a los cuales puede llegar aquél, recayendo dicha responsabilidad en cabeza del estructurador de los mismos, suponiendo que mientras más avezado y experimentado sea el mismo, menos problemas se deberían suscitar durante la vida del negocio que regula dicho contrato, y ante el acaecimiento de los mismos, haber pensado en las puertas de escape para resolverlos, ya que no hay que perder de vista que este tipo de contrato que organizan los Fideicomisos Públicos y Fondos de Inversión Directa, está regulando un proyecto pensado para el futuro, con todos los imponderables que ello implica, teniendo por sustento los usos y costumbres comerciales, y la influencia subsidiaria del derecho como una integralidad.

V. Fondo de Inversión Directa Agrícola

Estos últimos años, el sector agrícola viene siendo uno de los motores de crecimiento de algunas de las Provincias del interior de nuestro país, y es en dicho sector en donde a mayor escala se vienen estructurando y desarrollando los Fondos de Inversión Directa, bajo la instrumentación de los Fideicomisos Agrícolas con oferta pública o privada de sus títulos.

Los Fondos de Inversión Directa (FID) son una alternativa invalorable de la cual podemos tomar mano para llevar a cabo dicho crecimiento, ya que los FID tiene por objeto el desarrollo de una actividad productiva específica, en beneficio de sus inversores, para lo cual se conforma un patrimonio separado de estos, todo ello organizado mediante la celebración de un Contrato de Fideicomiso.

Para entender como funcionan estos Fideicomisos Agrícolas bajo la estructura de un Fondo de Inversión Directa, hay que remitirse a su antecesor, el pool de siembra, el que con aquella herramienta jurídico financiera logró una evolución sustancial.

V.a. Pool de Siembra.

El Pool de Siembra, es decir, la agrupación rural que tiene por objeto lograr un resultado económico a partir de la unión de los aportes y esfuerzos de los distintos actores que lo componen, el cual tienen una larga tradición, y se basa fundamentalmente en la relación personal y de confianza entre las partes, es la figura embrionaria del Fideicomiso Agrícola.

Por lo tanto, este tipo de contrato moderno, es un Pool de Siembra evolucionado o mejorado, pero es importante valorar que lo que ha sido mejorado es la elevación en el nivel de seguridad que obtiene el inversor que participa

2- Ley N° 24.441 - Financiamiento de la vivienda y la construcción. Publicada en el Boletín Oficial con fecha 16/01/95.

del mismo, y no el negocio en sí, es decir, su funcionamiento operativo, atento seguir contando con la esquema básico de los tres participantes del mismo: inversor/es - administrador/es - operador/es, y la dinámica comercial del negocio, sustentada en el aporte de dinero que hacen los primeros a los segundos para que lo administren, y en forma directa o mediante un operador, lo apliquen a la siembra, cosecha y comercialización de granos, distribuyendo la ganancia entre los inversores, previo cobro de los gastos de gerenciamiento, administración y operación del negocio.

Por lo tanto, la precariedad jurídica que signa el modelo de organización del Pool de Siembra, impide el crecimiento del negocio, por la falta de confianza que genera la informalidad del mismo hacia nuevos inversores, carentes del nivel de garantías al que aspiran para cederles su dinero a los desarrolladores del negocio, es decir, el administrador y el operador, los cuales pueden coincidir en la misma persona física o jurídica

V. b. Fideicomiso Ordinario Agrícola.

El salto de calidad que le aporta la estructura jurídica del Fideicomiso a este tipo asociativo de negocio rural, es la elevación en el nivel de seguridad que obtiene el inversor que participa del mismo, ya que dicho contrato jurídico regula todo el negocio, de principio a

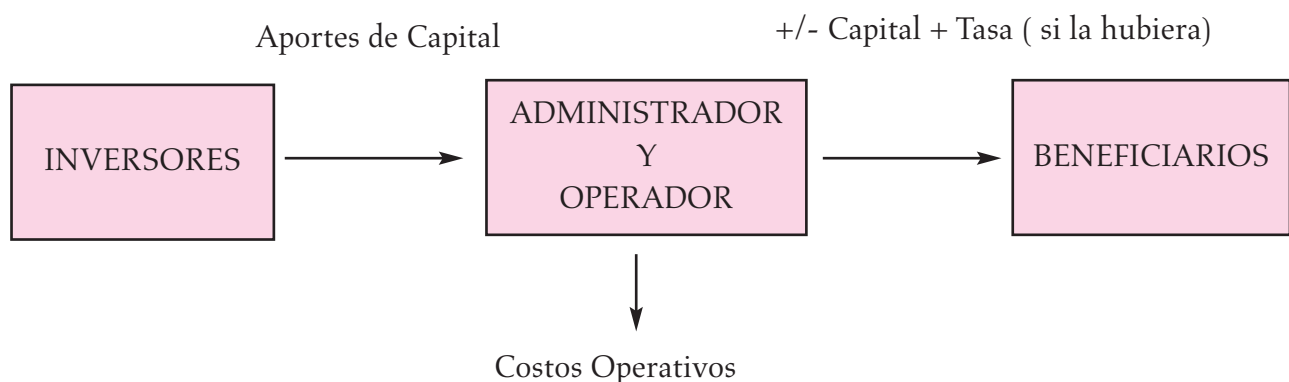
fin, a la medida de los interesados, es decir, las partes del contrato, regulando la relación de los inversores, ahora fiduciantes/beneficiarios, con el administrador/es, ahora fiduciario, determinando los derechos y obligaciones que pesan sobre este, las causales de remoción del mismo, la forma y plazo en la rendición de cuentas, la asamblea de beneficiarios, entre muchas otras cosas, y por último, la obligación de firmar el correspondiente contrato de operación con el operador agrícola, si lo hubiere, regulando en forma exhaustiva, la relación del fiduciario con aquel, todo ello, con el consiguiente encapsulamiento de los bienes o activos aportados por los participantes al negocio, aislándolos del riesgo que cada uno de los integrantes del negocio puede llegar a generar en forma individual, según los términos de la Ley 24.441

Por todo ello, este tipo de Fideicomisos suelen ser de una envergadura mayor a los Pools de Siembra, atento mejorarle a los inversores la asimetría de riesgo que genera la falta de conocimiento entre los nuevos inversores y los otros participantes del negocio, el fiduciario e el operador

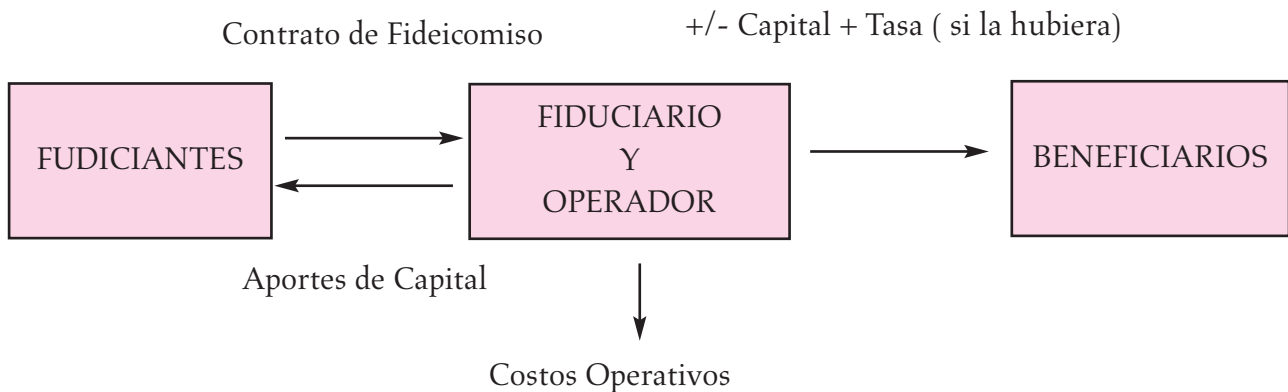
V. c. Fideicomiso Financiero Agrícola.

Ahora, si hablamos de la versión más sofisticada de los Fideicomisos, es decir, el Fideicomiso Financiero, el nivel de seguridad y transparencia automáticamente se eleva a su máxima expresión, atento agregarle a los aportes realizados

Gráfico
Estructura Operativa



**Gráfico
Estructura Operativa**



por el Fideicomiso Ordinario, un incremento ostensible en el nivel de control sobre los instrumentos jurídicos que regulan el negocio, y sobre los participantes que llevan adelante el mismo, mediante un doble control, público y privado, que hace a la dinámica y funcionamiento del Mercado de Capitales, todo ello en beneficio y salvaguarda de los aportantes del dinero al sistema, es decir, los inversores.

Por una lado, tenemos el control público, con todo su andamiaje jurídico, basado en las Leyes y Decretos dictados por los Poderes Legislativo y Ejecutivo, como así también, las Resoluciones General, Reglamentos, Normas y Resoluciones dictadas por la Comisión Nacional de Valores, las Bolsas de Comercio y los Mercados de Valores del país, que legislan, regulan y reglamentan el funcionamiento del Mercado de Capitales.

Por el otro, tenemos el otro de los controles, el privado, realizado por las Calificadoras de Riesgo, las que valoran y asignan una calificación de estándar internacional a los valores fiduciarios emitidos por el Fideicomiso, valoración esta que es monitoreada durante toda la vida del Fideicomiso, el Auditor Contable, cuya función es auditar en forma directa al fiduciario financiero en el desempeño de su tarea, y por último, el Auditor Técnico, cuya función es auditar al Operador en el ejercicio de su trabajo en campo.

V. d. Consideraciones

Después de los ítems desarrollados, es importante considerar que la estructuración de este tipo de negocios, en sus tres versiones, salvando la diferencia que existe entre ellos respecto del nivel de sofisticación de la estructura legal desarrollada y los técnicos intervinientes en los mismos, conviven bajo el formato de un Fondo de Inversión Directa, que no es lo mismo que un Fondo Común de Inversión, muchas veces confundidos, el cual no es el ámbito, ni el momento para desarrollar.

Es decir, que en este tipo de contexto, lo que el inversor está valorando para invertir, no es la propuesta de invertir en el equity o deuda de una empresa, o en un título público de un ente público, los que salen a buscar inversores para desarrollar su propio crecimiento, sus propias actividades, sino, un verdadero Plan de Negocios Productivo³, conformado como una inversión de riesgo previsible y calculada, lo suficientemente acotada para generar la viabilidad y sustentabilidad del negocio, realizado de forma exhaustiva por profesionales idóneos en el tema, y organizado mediante la estructuración de un Fideicomiso, Ordinario o Financiero, ejecutado por distintos participantes, cada uno

3- En las normas de la Comisión Nacional de Valores, Capítulo XV: Fideicomisos, su artículo 23.- determina que los fideicomisos financieros que se constituyan como "fondos de inversión directa", a los fines del artículo 74, inciso l) de la ley n° 24.241, deberán presentar, además de la documentación prevista en los artículos 19 y concordantes, un Plan de Inversión, de Producción y Estratégico (PIPE), que formará parte del contrato de fideicomiso y publicarse en el prospecto, directamente dirigido a la consecución de objetivos económicos, a través de la realización de actividades productivas de bienes o la prestación de servicios en beneficio de los tenedores de los valores negociables emitidos.

en su área, mediante técnicos, especialistas en su materia, altamente capacitados y reconocidos en el medio.

En conclusión, el inversor es un partícipe activo y fundamental en este tipo de proyectos, estructurados bajo el formato de Fondo de Inversión Directa, porque aporta el dinero para que los profesionales, a cargo de la ejecución del proyecto, prestadores de servicios, con el dinero de aquellos, lleven adelante el negocio ofrecido, es decir, que de acuerdo al aporte de cada uno, en mayor o menor medida, los inversores son los dueños de este tipo de emprendimientos, por eso, si las cosas funcionan bien, además de la tasa, se llevan la rentabilidad del proyecto.

VI. Fideicomiso Público Municipal

Es por todos conocida la necesidad de contar con medidas orientadas a promover la inversión productiva, y que para ello se hace imprescindible, como dijéramos oportunamente, procurar la sinergia entre el sector público y el privado, requiriendo indefectiblemente del Mercado de Capitales, como medio para financiar los proyectos de inversión que generen cadenas de valor en las economías regionales del país.

Uno de los puntos infaltables en la agenda de los intendentes, es resolver la postergación que sufren los municipios en la ejecución de obra de infraestructura, ya sea por una mala administración de los fondos públicos, o por un problema financiero, atento el crecimiento de los municipios, causado por ser la pujanza económica de la región mayor que la asignación del presupuesto que se destina para acompañar dicho crecimiento.

Ahora, cuando hablo de financiamiento municipal, hablo de un endeudamiento responsable, es decir, tomando dinero vía Mercado de Capitales para un proyecto determinado con capacidad de repago, realizando una excelente administración y una rendición de cuentas periódica del uso de ese dinero, y con un control

externo adecuado, siendo un elemento muy importante, la condición que el Intendente que tomo el préstamo, lo devuelva, de ser posible, antes de la finalización de su período de gobierno.

Actualmente, hay gran cantidad de Municipios bien manejados políticamente en muchas de las Provincias de nuestro país, y con una pujanza empresarial admirable, que excede el sector agrícola-ganadero de la región, abarcando otros sectores de tipo productiva y comerciales.

Atento el crecimiento que está teniendo este tipo Ciudades, algunos gobiernos tuvieron la inquietud y convicción de dar un paso delante respecto de los sistemas de financiamiento públicos tradicionales, históricamente librados a la buena o mala relación con la administración pública nacional y/o provincial de turno.

Ante la necesidad de realizar obras de infraestructura de forma más agresiva, se organizan y estructuran Fideicomisos Públicos, para tomar dinero y aplicarlo a la ejecución de la misma, integrando nuevos contribuyentes al acervo municipal, generadores de los ingresos necesarios para que el Municipio cancele los compromisos asumidos con los inversores que financiaron la obra municipal, con más una tasa de mercado, la cual debería quedar absorbida por el uso eficiente que haga el Municipio de ese dinero.

Por último, la instrumentación de este modelo jurídico financiera se perfecciona con el propósito de colocar los títulos de deuda entre los mismos empresarios y vecinos del municipio, fidelizados con el crecimiento de su ciudad, quienes apoyan al Municipio y obtienen una rentabilidad garantizada por la buena administración y gestión del Municipio, sumado a las bondades que provee la estructuración del Fideicomiso Público.

En conclusión, este Sistema de Financiamiento Regional Cerrado, estructurado y organi-

zado mediante una variada gama de instrumentos jurídico-financieros, vía Mercado de Capitales, está desarrollado para lograr autosuficiencia municipal. Es decir, el municipio determina la obra de infraestructura con repago. El dinero para la ejecución de la misma lo ponen los ciudadanos del municipio. La obra se licita entre empresas de la ciudad, generando rentabilidad a las mismas y mano de obra real. La compra de los materiales para la construcción de las obras se realiza entre los empresarios de la ciudad. Se ejecuta la obra. Se le cobra a los frentistas. La rentabilidad del préstamo se la llevan los inversores/vecinos. Los vecinos marginados por falta de recursos ingresan dentro del sistema de calles asfaltadas, cloacas, gas, etcétera. Y el municipio crece con obras de infraestructura.

Como se advierte, este tipo proyectos de inversión financiados de forma responsable y bien gerenciados, generan cadenas de valor y riqueza en las economías regionales donde se desarrollan.

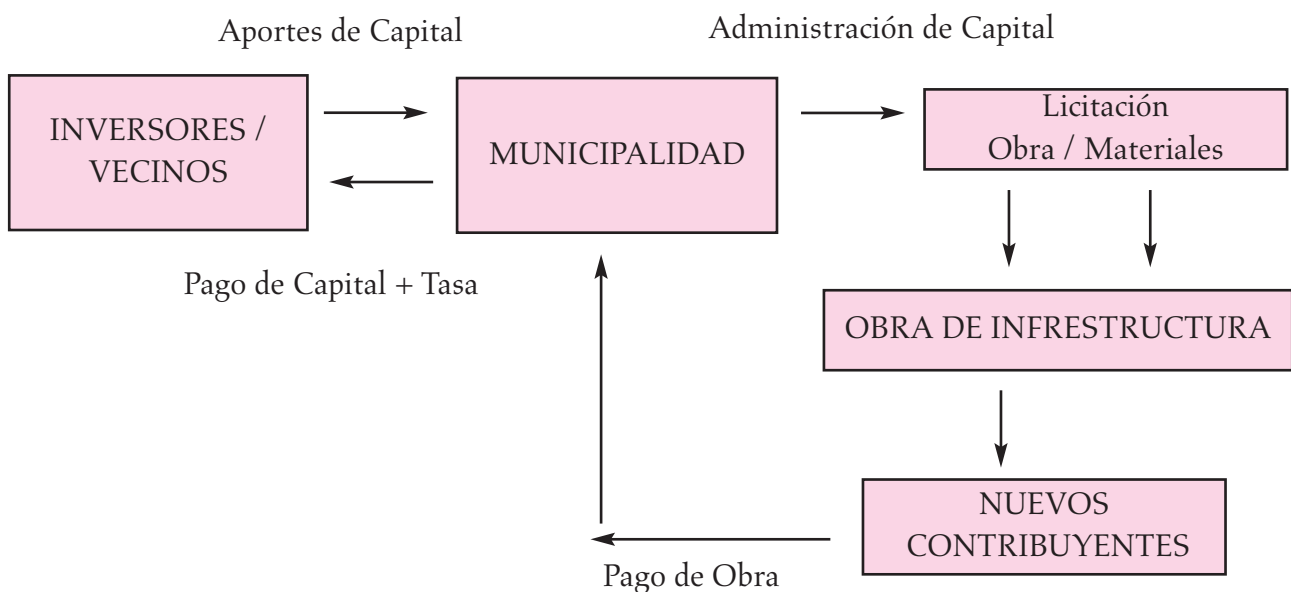
VI. Conclusión

En las economías regionales de nuestro país, al igual que en la de cualquier parte del mundo, encontramos sujetos y sectores con excedentes económicos, y sujetos y sectores carentes del mismo, pero con capacidad de invertirlo y volverlo rentable, generando riqueza para la región.

A diferencia del Sistema Bancario donde existe intermediación financiera y productos estandarizados, el Mercado de Capitales, busca proveer de manera eficiente y directa, la asignación del ahorro o excedente de la economía a la inversión productiva de las empresas o del Estado, estructurando productos a la medida de las necesidades de las emisoras y las exigencias de los inversores.

Este tipo de modelos de desarrollo regional, es sustentable a los fines de generar actividad productiva regional, porque además de proveerle al sistema la formalidad, control y transparencia que otorga el Mercado de Capitales, aborda de forma exitosa uno de los problemas esencial del

Gráfico
Sistema de Financiamiento Regional Cerrado



financiamiento, es decir, la reducción de la asimetría de la información entre las partes, es decir, emisor e inversor, generando un doble efecto, por un lado, que la variable riesgo/rentabilidad se vea altamente beneficiada al momento de ser valorada por el inversor, poco propensa a este tipo de inversiones, producto de tener un conocimiento director y mucho más cercano de la empresa y/o el municipio, y de los que los gobiernan, es decir, directores e intendentes, haciendo una valoración directa y minuciosa del riesgo que asume prestándoles su dinero; y por otro, otorgándole a las empresas de la región y sus municipios, la posibilidad de tomar deuda del sector privado a tasas y plazos que en un mercado foráneo les sería imposible colocar.

Como se observa, conviven tomadores y prestadores en un mismo ámbito territorial, quedando condicionados los deudores, por una probable condena social, ante un potencial incumplimiento, condicionamiento este que provee al sistema de una responsabilidad y transparencia irrefutable, que valores negociables extranjeros, aunque con buena calificación, o hasta de grandes empresas radicadas en otras provincias, jamás lograrían proporcionar.

Por ello, y de esta forma, se fortalece de forma considerable, la decisión de inversión en los tipos de productos estructurados en el Mercado de Capitales de nuestro país, que normalmente se haya fuertemente influenciada por el bajo nivel de protección institucional y legal que el inversor percibe que tiene al financiar de forma directa el sector público y privado argentino.

VII. Bibliografía

- Apreda, R. (2004): "Diseño de Financiación y Gobierno Corporativo", Universidad del CEMA - Departamento Finanzas.

- Apreda, R. (2004): "Governancia del sector público y del sector privado", La Ley.

- Bianchi, R. (1993): "Régimen de Transparencia en la Oferta Pública", Ed. Zavalía, Buenos Aires.

- Brealey, R. y Myers, S. (1998): "Principios de Finanzas Corporativas", V Edición, Ed. McGraw-Hill/Interamericana de España S.A.U, Madrid.

- Coloma, G. (2001): *Análisis Económico del Derecho - Privado y Regulatorio*, Ed. Ciudad Argentina, Buenos Aires.

- Hawley y Williams (1997): "The Emergence of Fiduciary Capitalism", V 5 - N° 4 - Corporate Governance - International Review.

- Schvartz, F. (2008): "Mercado de Capitales: Transparencia y mejores prácticas – El gobierno de las empresas cotizadas" Apéndice: "Mercado de Capitales Regionales", Ed. Buyatti, Buenos Aires.

- Villegas, C. M. y Villegas, C. G. (2001): *Aspectos Legales de las Finanzas Corporativas*, Ed. DYKINSON, Madrid.