

**UNIVERSIDAD DEL CEMA  
Buenos Aires  
Argentina**

Serie  
**DOCUMENTOS DE TRABAJO**

**Área: Finanzas y Negocios**

**FIDEICOMISO: VEHÍCULO OPTIMO PARA QUE  
LAS PYMES Y LOS INVERSORES PARTICIPEN  
EN EL MODERNO MERCADO DE CAPITALS**

**Francisco M. Pertierra Cánepa**

**Marzo 2016  
Nro. 584**

**[www.cema.edu.ar/publicaciones/doc\\_trabajo.html](http://www.cema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.html)  
UCEMA: Av. Córdoba 374, C1054AAP Buenos Aires, Argentina  
ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea)  
Editor: Jorge M. Streb; asistente editorial: Valeria Dowding <jae@cema.edu.ar>**



## ***Fideicomiso: vehículo óptimo para que las Pymes y los inversores participen en el moderno Mercado de Capitales***

Por Francisco M. Pertierra Cánepa\*

### **Abstract**

Más de 15 años de experiencia en el uso del fideicomiso en el Mercado de Capitales nos confirman la activa participación de los inversores institucionales. Este trabajo demuestra que además, el fideicomiso es el vehículo óptimo para captar fondos provenientes de ahorristas particulares y conducirlos a cubrir las necesidades de capital de las Pymes, especialmente en las economías regionales, por la valoración positiva del público como instrumento ágil, seguro, idóneo y eficaz, en el marco de un gran mercado federal. Así el fideicomiso, se puede convertir en la palanca transformadora que les permita a los inversores particulares y a las empresas medianas y pequeñas, introducirse en inversiones institucionales a través de los fideicomisos financieros y luego, adquirida cierta experiencia y cultura financiera, considerar nuevas modalidades con este y otros instrumentos de renta fija y de renta variable. El nuevo impacto diferencial podrá observarse rápidamente en las Pymes y los pequeños y medianos productores de las economías regionales, porque les permitirá lograr un salto competitivo obteniendo la escala adecuada para desarrollar negocios y lograr la integración, accediendo a nuevas inversiones e incorporando tecnología, a través de acciones asociativas flexibles y focalizadas. Esto redundará en un mayor volumen de operaciones logrando un mercado de mayor profundidad, que permita desarrollar el Mercado Secundario por la mayor confianza y, acompañados por asesores idóneos y calificados, los inversores irán incorporando nuevos instrumentos para sus portfolios. En síntesis, su aplicación estratégica lo convierte en puente ideal para generar el ansiado desarrollo de un Mercado de Capitales sustentable, generando negocios inclusivos basados en relaciones de mutua confianza entre todos los segmentos socioeconómicos de nuestro país.

### **Key words**

Fideicomiso, Mercado de Capitales, Desarrollo Sustentable, Instrumentos de renta fija y de renta variable, Pymes, Economías regionales, Entrepreneurs, Microfinanzas, Inversores.

---

\* Los puntos de vistas del autor son personales y no representan necesariamente la posición de la Universidad.

El autor es Doctor en Dirección de Empresas, MBA de la UCEMA e Ingeniero Agrónomo de la UBA. Profesor Titular de las Cátedras de: Entrepreneurship y Diseño de Planes de Negocios; de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa y de Mercado de Capitales en la Universidad del CEMA. Presidente de la Asociación Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa ([www.aafyfid.com.ar](http://www.aafyfid.com.ar)). Director Ejecutivo de la Consultora Joaquín Ledesma & Asoc.

## **1- Fideicomiso: el instrumento clave para el financiamiento de los proyectos asociativos.**

Para iniciar todo trabajo sobre fideicomisos conviene afirmar que, en Argentina, es un vehículo jurídico que no es sujeto de derecho y que estaba regulado por la ley 24.441 del año 1.995, para luego ser incorporado al nuevo Código Civil y Comercial de la Nación que entró en vigencia en el año 2.015.

El Fideicomiso es una figura novedosa en su aplicación a los negocios de la economía real, que se caracteriza por su flexibilidad y seguridad, lo que le valió convertirse en el vehículo ideal para el desarrollo de los negocios productivos en la Argentina y en Latinoamérica. Concretamente, es un contrato que permite una ventaja diferencial, respecto a otros, al poder estructurar negocios, aún los más complejos, en los diferentes sectores productivos de la economía a través de la creación de nuevos patrimonios con fines específicos, ya sean fideicomisos públicos, privados y los Fondos de Inversión Directa (en adelante FID). Las ventajas generadas por la vieja ley y receptadas en el nuevo Código hacen que sea muy importante determinar en la redacción de contrato los límites jurídicos, operativos y organizacionales del negocio subyacente cuya responsabilidad absoluta recae en su propietario legal, que es el fiduciario, quien puede delegar tareas y funciones en profesionales idóneos de su confianza. Es así que para ejecutar la responsabilidad de la estructuración y la dirección, puede recurrir a especialistas o a personas más experimentadas para que, durante la marcha del negocio regulado por el contrato de fideicomiso, haya menores posibilidades de ocurrencia de errores o conflictos. Realizando esto, podremos disponer de planes de contingencia aptos para ejecutar ante la aparición de hechos negativos y no planificados, pues no hay que perder de vista que los fideicomisos tienen como justificativo subyacente, un proyecto pensado para el futuro, con todos los imponderables que ello implica, conteniendo, va de suyo, los usos y costumbres productivos y comerciales, y como así también la influencia subsidiaria del orden jurídico, tomado como una integralidad.

Los FID son el vehículo ideal para el desarrollo de los sectores productivos especialmente el agrícola, el ganadero, el forestal, el energético, la construcción y el inmobiliario, que son los motores del crecimiento y desarrollo sustentable de toda Latinoamérica. En estos, Argentina posee una rica tradición en la aplicación de estas estructuras tanto en oferta pública o privada, resultando ser los FID una alternativa invalorable para lograr dicho crecimiento<sup>1</sup>, pues tienen por objeto el desarrollo de una actividad productiva específica en pos de lograr beneficios para sus inversores, con la primordial ventaja de hacerlo a través de la constitución de un nuevo patrimonio, separado del propio de sus participantes, y todo ello contenido y organizado mediante la celebración de un contrato de fideicomiso.

Por supuesto que la inserción y adopción del fideicomiso no fue lineal ni pareja en todos los sectores productivos, siendo a modo descriptivo, el de la construcción el de mayor velocidad y el minero el más lento. Pero en ambos extremos, debemos entender que estamos hablando de

---

<sup>1</sup> Gómez de la Lastra, Manuel y Pertierra Cánepa, Francisco M. "Vehículos jurídicos innovadores para desarrollar proyectos productivos". Buenos Aires, Universidad del CEMA, 1er. Congreso Argentino del Mercado de Capitales, septiembre de 2008.

períodos muy cortos ya que el fideicomiso en nuestra legislación, apenas excede los 20 años, lo que implicó haber adoptado una nueva forma de organización de los negocios que produjo un salto disruptivo, en tiempo record. Por lo tanto, en todos los sectores el impacto fue notorio, diferenciándose algunos en que al enorme interés, le sumaron el uso y la aplicación práctica inmediata, como fueron los sectores agropecuario, de la construcción e inmobiliario, hecho que se explica principalmente por la cultura asociativa de productores, constructores y grupos de inversores que buscaron herramientas que les permitieran desarrollar proyectos asociativos, como fueron el pool de siembra<sup>2</sup> y el consorcio de construcción. Por eso, no queda duda que esa historia actuó como palanca de enorme peso para lograr rápidamente el cambio cultural necesario.

Según la legislación argentina, el fideicomiso puede ser estructurado, acorde a su clasificación, como Fideicomiso Ordinario o Financiero (en adelante FO y FF), dependiendo ello de los objetivos del negocio, las regulaciones que cumpla y la complejidad del diseño. En el caso de los negocios de la economía real, el primer salto de calidad que produce un fideicomiso correctamente estructurado, es la obtención de un nuevo estándar de seguridad para el inversor que participa del negocio, ya que la figura y el contrato jurídico diseñado artesanalmente, deben ser a la medida de las partes del contrato, regulando la relación entre todos los participantes y no solo con los inversores; es decir deben estar contemplados también los fiduciantes, fiduciarios, beneficiarios, administradores, desarrolladores, asesores, etc., determinando los derechos y obligaciones de c/u, las relaciones, los límites funcionales, las causales de remoción, los plazos de cumplimiento, las rendiciones de cuentas, el proceso de consultas y asambleas, y todas las diferentes obligaciones y circunstancias que pueda ocurrir y ser panificadas en la vida de un proyecto. Además, el contrato madre debe contener y /o regular todos los contratos de cualquier característica, que puedan ser necesarios para la marcha y operación del negocio. A su vez el fiduciario deberá administrar a su mejor y leal saber el nuevo patrimonio que encapsula todos los bienes o activos aportados o ingresados durante la marcha del negocio bajo el contrato de fideicomiso, los cuales están protegidos y aislados del riesgo que cada uno de los integrantes del negocio puede llegar a correr a nivel particular e individual. Esto produjo una revolución cualitativa estructural en sectores como el agrícola y el de la construcción, que históricamente manejaban los proyectos a nivel asociativo

---

<sup>2</sup> Nota del autor: Pool de Siembra. se denominó de esta manera a los grupos de inversores de riesgo que se reunían con el fin de participar en un negocio agrícola, en general de carácter anual. Por lo tanto el pool de siembra fue un conjunto de voluntades que basadas en su conocimiento y confianza, tenían el objetivo de formalizar un proyecto de riesgo productivo y resultado económico, a partir del aporte de diferentes bienes como tierra, insumos agrícolas y dinero, para lograr a través del esfuerzo común, desarrollar un negocio oportunístico que podía o no repetirse. En un principio, estas agrupaciones nacieron lideradas por un profesional de la agronomía que trabajaba en la localidad donde se instalaban inicialmente las operaciones, y estaban integrados por distintos actores apoyados en su relación personal. El primitivo pool es el antecesor natural del fideicomiso agrícola, donde la evolución radicó en la mayor seguridad que obtiene el inversor, el diseño detallado del negocio, la planificación, el funcionamiento operativo, la gobernanza y la transparencia, entre otras, dada la administración directa del fiduciario por ser el propietario legal del nuevo patrimonio conformado.

con figuras jurídicamente grupales solidarias en lo patrimonial. Así se concretó una ventaja inigualable en lo que hace al riesgo para los inversores por la asimetría que produce la falta de conocimiento entre los inversores, los terceros participantes, el desarrollador y el fiduciario del negocio.

El fideicomiso financiero es una excelente alternativa de financiamiento para las empresas y una interesante opción de inversión en el mercado de capitales, donde se participa a través de un procedimiento denominado “titulización de activos o securitización” (del inglés, securities). Este es un mecanismo financiero por el cual se pueden convertir activos ilíquidos en activos líquidos a través de la emisión de títulos valores, que son valores negociables fiduciarios. Por lo tanto, se logra la enorme ventaja de poder financiarse hoy con activos que son de ejecución futura, pagando una tasa por ese beneficio. Esto que despertó enorme interés en las empresas, hizo que muchas lo hayan adoptado casi en forma exclusiva, ya que les permite obtener financiación en forma ágil, rápida y segura, con la ventaja adicional de separar de su patrimonio determinados activos, cuyo rendimiento se destinará al pago de los servicios por los valores negociables emitidos, constituyendo ese mismo patrimonio, la garantía del cumplimiento de las obligaciones asumidas, y que cuentan con la aprobación y autorización de la Comisión Nacional de Valores (en adelante CNV) para realizar la oferta pública de una emisión de un FF individual con valores representativos de deuda o certificados de participación (en adelante VRD o CP) o un programa global para la emisión de valores representativos de deuda o certificados de participación hasta un monto máximo, en una o varias series. Una de las obligaciones que debe cumplir el titular de un FF es publicar los términos y condiciones del contrato de fideicomiso en un documento denominado “prospecto”, que debe ser aprobado por la CNV y constituye el elemento fundamental por medio del cual se realizará la oferta pública de los valores fiduciarios ofrecidos al mercado. Pero también pueden ser objeto de esta oferta los programas globales que involucren series, donde el prospecto detallará las características generales de los bienes afectados al repago del programa o de cada serie.

Como ya explicamos, existen dos tipos de fideicomiso, el Ordinario y el Financiero. El primero es aquel contrato donde el fiduciario no tiene la obligación de ser una sociedad inscripta en el registro de fiduciarios financieros que lleva la CNV y donde los beneficiarios de los derechos no poseen valores fiduciarios emitidos que reflejen su participación. En el segundo caso, el FF, son obligatorias esas dos características lo que nos permite contar con una mayor sofisticación en el diseño de los controles, la gobernancia y la transparencia, pues para obtener esa condición, es necesario someterse a un proceso donde se incrementan los requisitos de aprobación y el nivel de circulación de la información. Así, el negocio y los participantes están sometidos a 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 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 Generales, Reglamentos, Normas y Resoluciones dictadas por la CNV, las Bolsas de Comercio y el Mercado de Valores de cada país, ya que el conjunto de este andamiaje, es el que legisla, regula y reglamenta el funcionamiento del Mercado de Capitales. Por

el otro, tenemos el control privado, realizado por los asesores y las calificadoras de riesgo, las que evalúan y emiten una calificación de estándar internacional a los valores fiduciarios emitidos por el fideicomiso, estatus que debe ser monitoreado durante toda la vida del fideicomiso. Pero además intervienen profesionales externos como los auditores contables y técnicos, cuya función consiste en analizar y evaluar en forma directa lo realizado por el fiduciario en el área de su especialidad, que hace al desempeño específico que deben supervisar durante el ejercicio del trabajo de campo, del fiduciario y de cada uno de sus dependientes o delegados.

En consecuencia, podemos resumir que el fideicomiso es un instrumento tan ágil, creativo y flexible que también puede ser utilizado por el Estado, además de las empresas privadas, las Instituciones y los inversores. En todos los casos, esto puede ocurrir dentro o fuera del mercado de capitales, y los valores que puede emitir cada fideicomiso financiero pueden ser de renta fija y/o de renta variable, pero siempre acorde a la realidad del negocio subyacente y sus necesidades de diseño.

## **2- Mercado de capitales:**

El Mercado de Capitales es el ámbito en donde se realizan operaciones primarias y secundarias con títulos valores representativos de la formación de activos financieros de empresas como acciones, obligaciones negociables y títulos de deuda de largo plazo. Este mercado forma parte del mercado de valores y está sujeto a los lineamientos y normatividad que rige en cada país sobre la materia. Es un mercado especializado en la transacción de instrumentos de capital y deuda originados en diferentes actores con el objetivo de financiarse fuera del sistema tradicional bancario, y obtener recursos líquidos para desarrollar los proyectos productivos que les permitan el crecimiento, el desarrollo y la sustentabilidad. Así los títulos valores negociados cuentan con el respaldo de las empresas, públicas y privadas, individuales y colectivas, que los emiten y por lo tanto, es un buen termómetro de la situación y las perspectivas de la actividad económica imperante en el país y sus participantes.

Los mercados de capitales y de commodities son un intermediario financiero fundamental en la conducción del ahorro y el capital hacia las actividades productivas a través de las empresas intervinientes en la matriz productiva. Por ello, el Mercado de Capitales debería liderar el proceso de apoyo a las inversiones productivas como fuente adecuada de financiamiento, con amplias posibilidades de desarrollo hacia todos los sectores económicos, especialmente en el ámbito de la construcción, la infraestructura y los agronegocios, cuyas actividades multiplicadoras de la mano de obra, son de vital importancia para nuestro país y los de la región. Para ello el mercado debe ser eficiente, de bajo costo y con adecuados rendimientos, contar con un sólido respaldo y la mejor tecnología que le permita generar eficacia, agilidad y transparencia. En consecuencia, su actividad es muy importante para los países que se desempeñan en un contexto económico y financiero globalizado, pero además aquellos con crisis recurrentes, ya que esto genera mayor competencia por los recursos económicos y necesitan, con mayor énfasis, la articulación del capital con las actividades productivas que generan desarrollo sustentable, alejándose de la cultura de la especulación meramente financiera.

En Argentina el Mercado Financiero está conformado por el Mercado Bancario y el Mercado de Capitales, ambos estructurados bajo instituciones organizativas, económicas y legalmente sólidas, desarrolladas y reguladas por una importante estructura jurídica y reglamentaria. Estos dos sistemas son controlados por el Banco Central y por la CNV. Pero el sistema financiero de nuestro país funcionó históricamente organizado a través del Mercado Bancario quedando, en contraposición, muy postergado el Mercado de Capitales. En consecuencia, éste no logró crecer y desarrollarse fortaleciendo los procesos económicos, a diferencia de la evolución del contexto mundial que implicaba la globalización de los mercados<sup>3</sup>.

En la década de los noventa se inició una etapa de fuerte compromiso para darle un gran impulso al mercado de capitales argentino, trabajando sobre la transparencia y mejores prácticas de sus participantes, la incorporación de nuevos instrumentos financieros y los incentivos aplicando exenciones impositivas. El gobierno, con una nueva conducción política, pretendió insertar a nuestro país rápidamente y sin el tiempo y la madurez necesaria que requiere esto, en el contexto económico, comercial y financiero del primer mundo. Esa iniciativa aislada y cortoplacista, muy común en las políticas de Estado de los países de la región, terminó colapsando hacia el año 2.001/2.002 y quedando para el reflexivo análisis, enseñanzas positivas y negativas. Así entre los avances, podemos destacar el crecimiento del Mercado de Capitales y la llegada de alternativas de financiamiento no ortodoxas, como el Fideicomiso y el Leasing. Este movimiento hizo que todo el gobierno se fuera adecuando al nuevo paradigma y se dictarán leyes y decretos específicos, así como normas y resoluciones generales del BCRA y la CNV. Como consecuencia, las empresas empezaron a financiarse en el Mercado de Capitales dado el atractivo despertado en la comunidad de inversores individuales e institucionales, y de grupos financieros especuladores, tanto argentinos como extranjeros. En simultáneo, y en un país con crédito caro y casi inexistente, fue ganando lugar la participación creciente de técnicos idóneos con propuestas creativas de alternativas de financiamiento con oferta pública o con colocación privada.

La función madre del Mercado de Capitales consiste en conectar y conducir el ahorro logrado en la economía, con y hacia la inversión productiva pero de la forma más eficiente y con el menor costo. Para ello se apoya en tres patas con igualdad de importancia, que actúan como un sistema: “los inversores” que son los ahorristas, “los intermediarios” que son los facilitadores, y “los emisores”, que son aquellos que necesitan los fondos para financiarse y demandan los créditos. Los inversores necesitan ahorrar y por eso invierten en las empresas que cotizan en el mercado, y/o en entidades públicas de nivel municipal, provincial o nacional, según su criterio y perfiles y su inclinación al rendimiento/riesgo. A su vez, las empresas privadas o el Estado en cualquiera de sus 3 niveles, está interesado en ofrecer a través de la oferta pública, sus valores negociables y así poder obtener financiamiento externo de mediano y largo plazo. De esa manera satisface las necesidades de los inversores y concreta sus proyectos de inversión en forma rentable. Pero en ambos casos, necesitan de la tercera pata de la mesa que son los intermediarios financieros, que cumplen la función de enlace, asesoramiento y facilitación entre los dos jugadores del Mercado de

---

<sup>3</sup> Pertierra Cánepa Francisco M. “El mercado de capitales en Argentina”. Material de clases, Cátedra de Mercado de Capitales, Maestría en Agronegocios. Buenos Aires, Universidad del CEMA. 2013.



Capitales. Dado esto, el Mercado de Capitales debería ser el canal natural donde financiarse, tanto para el sector público, como las pequeñas y medianas empresa (en adelante Pymes) y las grandes empresas, emitiendo deuda o abriendo su capital social. Para ello pueden emitir instrumentos de “renta fija”, por ser la misma determinable o fácilmente determinable con independencia de la situación del Emisor, o de “renta variable”, ofreciendo al inversor participación accionaria en la empresa, lo que implica que esa renta estará condicionada a los resultados y decisiones de la Asamblea sobre los dividendos producidos, si los hubiera.

Una importante aspiración de toda esta política, fue lograr la integración al Mercado de Capitales de las Pymes y el desembarco en las economías regionales, para que pudieran acceder a los mismos beneficios imperantes para las grandes empresas, pero de manera más simple y flexible respecto a la normativa a cumplir para el ingreso y la permanencia dentro del Mercado de Capitales.

Mercado de Capitales: federal e integrado

Es conveniente y necesario explicar que el crecimiento del mercado de capitales no logró el impacto esperado ni el efecto contagio adecuado en toda la geografía del país, por lo cual se continuó fortaleciendo un sistema centralista en Buenos Aires, y en menor medida en Rosario como toda muestra del espectro federal. Sabemos que para lograr el crecimiento sostenible de los países es fundamental incentivar la vocación productiva desarrollada por el sector privado y apoyada por el Estado, con reglas claras, financiamiento e infraestructura pública, en toda la geografía de un país y no solo en sus principales conglomerados poblacionales. También, promoviendo el ambiente de negocios utilizando los Fondos de Inversión Directa en las economías regionales, instrumento que permite confluir sinérgicamente la inversión del sector público y del privado. Prueba de esto deberían ser los Fideicomisos Públicos para obra de infraestructura nacional, provincial y municipal, donde si se diseñan atento a una planificación responsable y por profesionales idóneos con un criterio descentralizado, serían los factores creadores del círculo virtuoso del desarrollo económico local y zonal, con la mejora del nivel de vida de sus pobladores, y su efecto desbordante a todo el país. Por eso y con el fin de mejorar la regionalización del mercado estimulando el desarrollo de las diferentes localidades y regiones económicas, se trabajó en diferentes proyectos que propusieran un crecimiento más federal y representativo, culminando esta etapa con la nueva ley 26.831, del mercado de capitales. La misma, al menos en sus enunciados, tiene como objetivos principales<sup>4</sup>:

a) Promover la participación en el mercado de capitales de los pequeños inversores, asociaciones sindicales, asociaciones y cámaras empresariales, organizaciones profesionales y de todas las instituciones de ahorro público, favoreciendo especialmente los mecanismos que fomenten el ahorro nacional y su canalización hacia el desarrollo productivo;

---

<sup>4</sup> Ministerio de Economía. Ley 26.831. online <http://infoleg.mecon.gov.ar/infolegInternet/anexos/205000-209999/206592/norma.htm>

- b) Fortalecer los mecanismos de protección y prevención de abusos contra los pequeños inversores;
- c) Promover el acceso al mercado de capitales de las pequeñas y medianas empresas;
- d) Impulsar un mercado de capitales federalmente integrado a través de mecanismos para la interconexión de los sistemas informáticos de los distintos ámbitos de negociación;
- e) Simplificar la negociación a los usuarios para lograr mayor liquidez y competitividad.

Es así que en esta nueva visión integradora de las diferentes realidades, el desarrollo de los negocios localizados debería surgir desde lo regional, aprovechando la sinergia generada entre el sector público y el privado. Para ello se necesita de estructuras de financiamiento ágiles y conocedoras de las situaciones particulares, pero también es clave formar y contar con usinas locales de diseño y organización de negocios, con profesionales idóneos habituadas a las buenas prácticas a través del diseño de Planes de Negocios<sup>55</sup>. Estos, realizados por expertos con experiencia en la práctica, y que tengan un alcance sustentable para los diferentes modelos de negocios productivos de cada región. Esto sin duda, tendrá un impacto revolucionario a nivel local, incidiendo positivamente en forma directa e indirecta, en la economía, la política y el desarrollo social de cada área de incumbencia. Obviamente, nos estamos refiriendo a un Mercado de Capitales conectado online e integrado, donde no haya diferencias entre Buenos Aires, Rosario, Córdoba, Mendoza, Santa Fe, Salta y otras localidades.

### **3- Mercado de capitales, pymes y economías regionales**

En Argentina se denomina como economías regionales a las producciones de bienes y servicios localizadas en regiones fuera de la Pampa Húmeda, focalizando en las producciones agrícolas y agroindustriales, que por sus condicionantes económicos y geo-climatológicos, no pueden disponer de un amplio abanico de producciones sino que tienen alta concentración en algunas. En algunos casos, lamentablemente por un juicio imprudente, se las menciona como economías marginales a las extra zona pampeana, cuando en realidad se trata de un conjunto de sectores económicos que presentan características de funcionamiento particulares y con debilidades y problemáticas parecidas. Por tal razón, afirmamos que este concepto de economías regionales, a nuestro entender, es erróneo ya que distingue a todos por igual, unificando y haciendo comparables sectores tan distintos como la vitivinicultura, la yerba mate, los frutales y la caña de azúcar, cuyas realidades son muy diferentes por su propia estructura de costo, mercados y logística a los centros de consumo o procesamiento.

Donde sí se pueden observar mayores similitudes es en las debilidades, producto de la distancia a los mercados, los costos internos, la logística y transporte, las limitaciones para diferentes alternativas y la dependencia de los precios internacionales. Nos referimos específicamente a

---

<sup>55</sup> Pertierra Cánepa Francisco M. "La importancia del Business Plan". Material de clases. Cátedra de Entrepreneurship. MBA de la Universidad del CEMA. 2006

economías que giran en torno de producciones como el algodón, el arroz, el tabaco, el olivo, la caña, la yerba mate, la vid, los frutales, la forestación y la ganadería en sus diferentes alternativas. Por lo tanto esto incluye a todas las provincias argentinas, inclusive a zonas más alejadas pero importantes de provincias que integran la zona de la pampa húmeda. Podemos definir algunas características comunes a todas ellas como las limitaciones ecológicas productivas, la distancia a los polos portuarios, la matriz de costos, la cultura productiva establecida en mono producciones y con nulo o bajo valor agregado, debilidades de infraestructura como el transporte y acceso a los mercados. Por lo tanto y salvo excepciones, predomina una carencia de actividades industriales que son de capital intensivo y requieren mano de obra especializada. A su vez la producción puede estar alejada del consumo pues como ocurre en la industria forestal, las plantas productoras de celulosa deben localizarse cerca de los campos de producción de materia prima y de los ríos, y la fabricación del producto final con valor agregado y el consumo del mismo, pueden estar a miles de km de distancia con el consiguiente aumento de los costos de transporte. También presentan diferencias respecto a factores como la riqueza disponible y la renta producida, lo cual a partir de la mayor información, el acceso a la capacitación y el financiamiento para adopción de tecnología, permiten acortar abruptamente la brecha que producen esas debilidades a nivel local.

Sabemos que salvo honrosas excepciones, es característica de toda Latinoamérica la carencia de una adecuada planificación estratégica de alcance regional. La difusión y la docencia respecto a las ciencias y técnicas de producción, administración y comercialización sobre las economías regionales deberían tener el objetivo de generar el desarrollo multiplicador de actividades económicas competitivas, trascendiendo las fronteras del mercado nacional, ya que en general, estas actividades económicas se focalizan en el abastecimiento de los mercados locales, los vecinos y en pocos casos, alcanzar nivel nacional.

Por eso, con el financiamiento adecuado, el acceso a los mercados de capitales, la incorporación de management y tecnología, y el apoyo del Estado con políticas abiertas, integradas y sostenibles, las economías regionales podrían alcanzar verdadera competitividad y justo desarrollo, aprovechando sus ventajas comparativas. Pero además de estos pilares, también se les debe dar escala, participación y seguridades, y para lograrlo es clave aprovechar los modernos instrumentos del mercado que como en el caso de los fideicomisos, permiten la creación de nuevos patrimonios, tan necesarios para sumar a los inversores y desarrollar las cadenas de valor, con la creación de clusters y de actividades económicas integradas de manera vertical y horizontal, con proveedores de insumos, de servicios y el soporte del área educacional. Pero para todo esto se necesita contagiar la cultura del trabajo multidisciplinario, público y privado, en forma profesional e integrada, logrando la visión planificada basada en una estrategia regional de faros largos. Debemos entender que si bien no podemos determinar los precios internacionales de los commodities, si podemos capacitarnos para modificar cuali y cuantitativamente el nivel de la producción dándole continuidad de oferta y valor agregado, pero también para elevar la relación de los pequeños y medianos productores con la comercialización y la agroindustria a través del trabajo participativo e integrado, pero entendiendo los problemas estructurales de competitividad, de regulaciones y de logística para poder modificarlos armónicamente.

Esto nos permitiría el desarrollo de mercados que estimulen y derramen la bonanza económica generando justicia y progreso social en todo el interior de nuestros países, desalentando las migraciones poblacionales que producen miseria y desarraigo, ya que en la matriz actual, la mayor parte de las exportaciones agrícolas están concentradas en pocos productos originados en las zonas más fértiles, lo que contradice el beneficio estratégico para el desarrollo económico sustentable a nivel nacional.

Si analizamos las producciones regionales en Argentina y Latinoamérica, podemos observar que son pocos los productores evolucionados a empresarios que pudieron incorporar management, técnicas productivas y paquetes tecnológicos para lograr rendimientos superiores que les dieran sustentabilidad a sus proyectos. La mayoría de los medianos y pequeños productores, adoleciendo de capacitación y financiamiento, no pudieron adoptar estas nuevas tecnologías, lo que impidió la homogeneización y el avance a nivel regional, quedando en producciones de subsistencia local. Pero el impacto social y económico de los pequeños y medianos productores de las zonas pampeanas, pero también de las extra pampeanas de nuestro país, es muy alto porque si bien proporcionalmente no ocupan la mayor superficie, si representan una parte muy importante en volumen de la población que está, históricamente, muy entrelazada en el tejido económico y social de las economías locales, lo que también se observa en los países de la región. Según las estadísticas de la Secretaría Pyme de la Nación (en adelante Sepyme), más de 600.000 empresas (casi el 95 % del total) en Argentina pertenecen al segmento Pymes, siendo el dato de mayor impacto que generan más del 70 % del empleo total, lo cual involucra unos 6.500.000 de puestos de trabajo. Pero claramente las estadísticas muestran todo lo contrario si analizamos la participación de este segmento en las exportaciones, donde menos de 6.000 empresas pymes logran hacerlo.

Ante lo desarrollado y dadas las características del sector productivo, se impone el planteo respecto a porque es importante que los pequeñas y medianas empresas puedan participar del Mercado de Capitales.

Analizando la información de Sepyme y de CAME, sabemos que el financiamiento tradicional bancario sigue siendo la vía tradicional para las pymes pese a su alto costo, lo que sumado a la presión fiscal, la falta de flexibilización laboral y el aumento de costos, hacen muy complicado el crecimiento sustentable de este sector. Además, es una realidad determinante que el acceso al financiamiento de fuentes externas es vital para este segmento de empresas y organizaciones familiares, que generalmente no cuentan con un abanico de posibilidades en su tablero de comando, para disponer de fondos y ahorros propios. Pero también es prudente reconocer las debilidades de este segmento para entender que el proceso de alcanzar ese tipo de financiamiento puede generar miedos y presentar dificultades al inicio, lo cual debería ser atenuado por una fuerte actividad docente a desarrollar por universidades, instituciones sectoriales, comerciales y gremiales, el mercado de capitales y por el Estado mismo, a través de programas federales de formación conjunta. Esto toma el carácter de fundacional toda vez que las ventajas establecidas para las empresas una vez que incorporan al Mercado en su estrategia, el hecho se convierte en una alianza vital para la sostenibilidad. Por estas razones es que podemos

destacar algunas de las ventajas más relevantes, por lo cual el acceso de estos segmentos productivos al mercado es un objetivo de valor estratégico:

- Acceso fluido a fuentes de financiamiento permanente con alta liquidez,
- Abanico de Instrumentos para adaptar al diseño particular y necesidad financiera de cada empresa,
- Tasas de mercado preferenciales,
- Una vez superado el ingreso al mercado, contar con una operatoria simple y accesible,
- Disponer de los mejores plazos financieros que permitan articular con las producciones,
- Obtener mejoras de costos y procesos de mayor transparencia,
- Conocer asesores y operadores con antecedentes y de reconocida trayectoria,
- Tener patrones comparativos y conocer valores de tasas para financiarse,
- Información sobre los costos de intermediación,

Según los datos publicados por el Banco Central de la República Argentina y la Sepyme, entre los años 2.002 y 2.015, más de 14.000 pymes lograron acceder y financiarse por más de 4.500 MM, disponiendo de una serie de opciones entre las que podemos mencionar como más utilizadas los cheques de pago diferido, las obligaciones negociables y los fideicomisos financieros, quedando la apertura del capital social muy relegada.

De estas y siendo el mercado poco líquido y profundo, las más demandada fueron los CPD pero lo interesante es que a pesar de estas limitaciones estructurales, las operaciones de emisiones de FF siempre fueron una alternativa importante a la hora del análisis empresarial, lo que confirma que aún en este segmento, el instrumento es conocido y aceptado.

Sobre la base de lo ya desarrollado, es importante analizar la palanca positiva que produjeron en Argentina la creación de las Sociedades de Garantía Recíproca (en adelante SGR), y el potencial que podrían generar al ser utilizadas en el diseño sinérgico con otros instrumentos como los fideicomisos.

Las SGR son sociedades comerciales que tienen por objeto facilitar el acceso al crédito a las pymes a través del otorgamiento de garantías para el cumplimiento de sus obligaciones. El objetivo con el que fueron concebidas apunta a lograr una estrategia asociativa entre las grandes empresas y las pymes. Estas sociedades son un formidable instrumento que permite a las pymes garantizar cualquier tipo de compromisos u obligaciones susceptibles de apreciación dineraria, y su origen tiene como denominador común, la problemática de las pymes al operar en el mercado con sectores de mayor poder o tamaño, con la consiguiente pérdida de capacidad de negociación. Para ejemplificar, podemos mencionar algunas como:

- Dificultades estructurales para generar credibilidad de cumplimiento de contratos relacionado con temas de cantidad, calidad, permanencia, seguridad y sanidad.

- Falta de información sobre la región o sector al que pertenecen.
- Evaluación sobre la base de patrimonio neto y no de factibilidad de proyectos.
- Limitaciones para financiar el capital de trabajo.
- Financiamiento a largo plazo casi inexistente.
- Requerimiento de garantías hipotecarias con alto margen de cobertura.

Asimismo, la misión de las SGR es la de actuar como intermediario financiero para de esa forma:

- Actuar representando a grupos de pymes con el objetivo de lograr mejores condiciones crediticias en cuanto a costo y plazos.
- Acompañar al empresario colaborando para lograr mayor certidumbre sobre las posibilidades de éxito de sus proyectos.
- Asesorar en el diseño de los proyectos y la forma de presentarlos.

En la práctica, funcionan otorgando garantías líquidas a sus socios, denominados partícipes que son las pymes, para mejorar sus condiciones de acceso al crédito. Esto fue muy importante para el sector porque las mismas constituyeron, y constituyen, una fuerte traba para acceder al mercado, lo cual muchas veces constituyó una barrera mental cultural mayor a lo que significa la complejidad administrativo-operativa. Entre estas condiciones podemos mencionar la exposición de antecedentes, la demostración de credibilidad para el cumplimiento de compromisos u obligaciones, la presentación de información formalmente expuesta, etc. Por lo tanto esta importante actividad la pueden realizar a través de la emisión de avales financieros (préstamos), técnicos (cumplimiento de contratos) o mercantiles (ante proveedores o anticipo de clientes) y de cualesquiera de los permitidos por el derecho mediante la celebración de contratos de garantía recíproca. Por otra parte y tal como surge de la misión de las SGR, una función irrenunciable consiste en brindar asesoramiento técnico, económico y financiero a sus asociados en forma directa, para lo cual también pueden valerse del servicio de terceros contratados a tal fin. Las SGR son sociedades anónimas cuyo origen legal en Argentina, al igual que el fideicomiso, se remonta a año 1.995 por medio de la Ley Pyme que es la n° 24.467, del año 1.995. Estas sociedades funcionan con dos clases de socios, que son los Protectores y los Partícipes. Además deben constituir un Fondo de Riesgo, que integra su patrimonio, y se forma principalmente con los aportes que hacen los socios protectores. Es así como luego operan emitiendo avales a favor de sus socios partícipes para que éstos puedan obtener financiamiento en el Mercado de Capitales o Financiero en mejores condiciones que las que lograrían actuando de manera individual. A su vez, los socios partícipes deben ofrecer garantías a favor de la SGR (contrato de contragarantía) en respaldo de los avales recibidos. Obviamente esta actividad está regulada y controlada por la Sepyme, que pertenece al Ministerio de Industria. Conviene a continuación describir en forma más detallada a los tipos de socios de una SGR.

Por un lado están los socios protectores que son las personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, que suscriben y realizan determinados aportes al Fondo de Riesgo. Por el otro, los socios partícipes que son las Pymes que suscriben acciones para tener el

derecho a ser avaladas por la SGR, quien será la encargada y responsable de evaluar el estatus de riesgo crediticio de la empresa, para determinar los límites de la garantía a otorgar y los plazos.

También el Mercado cuenta y ubica dentro del panel Pymes, las Obligaciones Negociables (ON) para Pymes: Las empresas de este segmento que pueden emitir las son las que califican como tales acorde a la resolución nº 50/2.013 de la Sepyme y que por supuesto, también deben cumplir con los requisitos del Mercado en la que se encuentren listadas. Las ON son instrumentos de renta fija que se pueden asimilar a bonos privados y representan una obligación de pago futura, es decir una deuda. Son valores de deuda que la empresa emite ante una necesidad estratégica de fondos, con objetivos diversos como realizar inversiones, refinanciar deudas o para obtener capital de trabajo. Así una vez realizada la emisión, son ofrecidos al público inversor cotizando en la Bolsa donde se colocan y negocian, para ser colocadas entre el público inversor mediante su cotización y negociación en la Bolsa.

Es pertinente presentar algunas características importantes para el desenvolvimiento de las operaciones:

- Se puede realizar una emisión global o en distintas series por hasta \$ 15.000.000, con la gran ventaja de poder diseñarla acorde al flujo de fondos particular de cada empresa,
- Las condiciones de emisión se pueden adaptar a las propias necesidades de financiamiento.
- Cuentan con un instrumento informativo estandarizado que es el Prospecto de emisión, donde figura el plazo, la tasa, los períodos de pago y amortización, las garantías adicionales, entre otras,
- Está simplificado el régimen de presentación de la documentación contable,
- El costo financiero total es menor que en otras alternativas disponibles,

Por último, es importante destacar el prestigio que puede generar a las Pymes cotizar y operar en los mercados porque les abre puertas con sus clientes, con sus proveedores y con otras fuentes de financiamiento.

Con respecto al financiamiento de la “innovación” que en gran parte está en mano de los entrepreneurs<sup>666</sup> y pequeñas organizaciones, el Mercado de Capitales también debe aprender a interpretarlos y acompañarlos estudiando y comprendiendo su cultura muy particular. Pero a su vez y en busca de lograr el acercamiento concreto, los entrepreneurs deben enfocarse en diseñar proyectos atractivos para los mercados que puedan ser financiados cumpliendo con determinadas características de base:

- Producto o servicio nuevo en el mercado o sector,

---

<sup>666</sup> Pertierra Cánepa Francisco M. “Fundamentos del Entrepreneurship”. Material de clases. Cátedra de Entrepreneurship. MBA de la Universidad del CEMA. 2007

- Innovación en procesos como los de operaciones, gestión, logística y/o distribución.
- Adopción de tecnología.
- Up-grades tecnológicos.

Así podemos determinar una serie de ventajas también para estos grupos pioneros en el desarrollo tecnológico y la generación de nuevos proyectos:

- Apoyo sinérgico para el entrepreneur o Pyme para la detección y diseño de oportunidades de negocio para cada proyecto;
- Analizar y luego diagnosticar cada proyecto en relación al potencial económico y productivo;
- Lograr optimización de recursos,
- Obtener estándares y condiciones de financiamiento adecuadas al negocio y sus oportunidades;
- Obtención de garantías acorde a las características, el desarrollo y el potencial de cada proyecto, que permitan su financiamiento.

Si bien la capacidad creativa permite sostener proyectos en todas las áreas de la economía, podemos destacar a modo orientativo los sectores + atractivos para la financiación entrepreneur, que son: alimentos, energías renovables, industrias como la metalmecánica y la automotriz, proyectos relacionados con el medio ambiente y la salud, y por supuesto, software, hardware y telecomunicaciones.

Pero acordemos que antes de planificar el financiamiento de proyectos y su fundraising, es determinante realizar una valuación estratégica y realista de la empresa, para identificar las necesidades de financiación, los riesgos, magnitudes y momentos. Por eso, una pyme competitiva que decide encarar un proceso expansivo deberá previamente y tal como explicamos, diseñar un completo plan de negocios de carácter estratégico, el que contendrá la planificación económico-financiera en los distintos escenarios, para darle viabilidad al futuro crecimiento de la empresa.

Sabemos que los proyectos profesionales, atractivos y viables, en general, tienen serias posibilidades de conseguir financiamiento ante el estudio de las alternativas disponibles, pero considerando el estudio realizado donde las medianas y pequeñas empresas dependen casi exclusivamente de la vía bancaria como fuente de financiación, debemos desarrollar los canales alternativos más innovadores para lograr sortear el déficit crediticio.

Pero también en este estudio, conviene analizar el segmento individual más vulnerable reservado generalmente a las microfinanzas, donde postulamos que el mercado de capitales también debe ser una alternativa viable en el portfolio de decisiones. De esto se desprende la necesidad, sobre todo en los países con las características sociales de los latinoamericanos, de estudiar la dinámica de los sectores de micro producciones y de los préstamos participativos entre individuos



denominado “crowdfunding”<sup>77</sup>, donde veremos que, instrumentos del mercado como el fideicomiso, podrían generar una potencialidad muy importante para lograr la conexión sinérgica entre este segmento y el mercado como institución.

El crowdfunding además de la participación masiva de pequeños inversores utilizando plataformas tecnológicas, necesita de una planificación estratégica en lo comunicacional, para crear a través de la docencia una cultura en los individuos, respaldada por un accionar ágil, simple y profesional por parte del mercado. Por estas razones es que no podemos dejar de lado a los individuos, porque desde el mercado, se puede potencializar la financiación de las dos puntas, para poder impulsar nuevos e innovadores modelos de negocio. Es así que el crowdfunding apoyado desde el mercado de capitales, puede incorporar un enorme número de potenciales inversores al sistema, facilitando la transmisión de concepto empresarios y aprovechando las ventajas comerciales y productivas de la escala, como también del marketing apoyado en plataformas tecnológicas.

Reforzando lo desarrollado podemos concluir que el acercamiento y crecimiento del mercado de capitales puede aportar un set de alternativas para el financiamiento de las Pymes, las economías regionales y los entrepreneurs, con diseños a medida a través de productos estructurados y no estructurados. Para esto es fundamental contar con una sólida cultura profesional en el diseño de planes de negocios que consideren la estrategia de financiamiento acorde a la etapa que vive y a las necesidades particulares de cada empresa. Así podrá profundizarse en el crecimiento de las incubadoras y aceleradoras de negocios, en instrumentos de renta fija o variable como cheques, emisión de ON, de FF u operaciones con acciones, con el potencial acceso a un mercado maduro con múltiples inversores.

#### **4- El Fideicomiso y el Mercado de Capitales**

El uso y aplicación del fideicomiso en Argentina tuvo importancia creciente desde su incorporación al plexo normativo a través de la sanción de la ley 24.441 en el año 1.995. Su mayor impulso fue a partir del 2.002, con un gran crecimiento que fue aumentando año tras año, producto del mejor comportamiento que tuvieron los negocios estructurados como fideicomisos en especial, durante la grave crisis económico-financiera de diciembre de 2.001. Justamente esa estructura patrimonial independiente, fue lo que permitió soportar mejor la crisis, poder ejecutar maniobras de emergencia y no defaultear a costa de los inversores. Este comportamiento diferencia, también fue muy apreciado por el mercado dada la falta de flexibilidad que las instituciones tradicionales del mercado financiero mostraron, por su poca especificidad e idoneidad en el respaldo de proyectos productivos y por la pérdida de credibilidad como consecuencia, entre otras causas, de la ausencia de un plan de comunicación estratégico de crisis, oportuno y efectivo, que explicitara las causas y las razones ajenas a su voluntad. Según los datos elaborados oportunamente por la Consultora Joaquín Ledesma & Asociados para el período 2.003 a 2.008, el crecimiento del total de los FF aprobados por la CNV y autorizados a cotizar en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, tanto en pesos como dólares pero medidos ambos en pesos, aumentó de más de \$ 1.800 MM en 2.004 a

---

<sup>77</sup> Pertierra Cánepa Francisco M. “Fondos participativos para los pequeños inversores y productores”. Cuadernillo de clases n. 6. Cátedra de Fideicomisos y FID. Buenos Aires, Universidad del CEMA, 2012.

más de \$ 8.400 MM en el 2.007, superando los \$ 9.700 MM en el 2.008. Este incremento en el volumen de operaciones no sólo se explicó por el incremento de las inversiones realizadas por grupos experimentados como las AFJP, los bancos y las compañías de seguros sino también por el ingreso de nuevos inversores interesados en el desarrollo de negocios bajo esta modalidad<sup>8</sup>.

Luego y producto de la crisis económica internacional del año 2.008, diversas medidas fueron adoptadas por el gobierno argentino, las que independientemente de evaluar si fueron correctas o no, provocaron un abrupto cambio en el espectro de los inversores, apareciendo la figura institucional de la Administración Nacional de Seguridad Social (Anses) en el mercado, orientando y participando activamente de las colocaciones. Pero aún ante este hecho, el fideicomiso continuó siendo la figura más demandada en el mercado y se fortaleció como la herramienta estrella para la inversión viabilizando todo tipo de proyectos, desde los de consumo hasta los de la economía real. Es así que sectores como el inmobiliario, el de la construcción y el agrícola de commodities y specialties, lo fueron adoptando progresiva y masivamente.

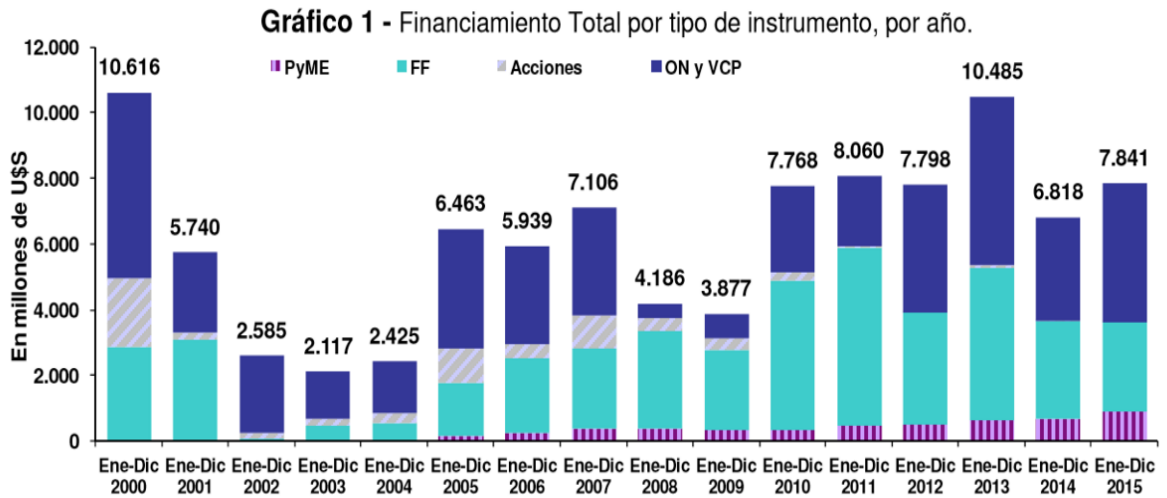
En cuanto a los FF que son los regulados por la CNV y admitidos a cotizar por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, siguieron aumentando los volúmenes totales luego de una caída y posterior meseta en los años 2.008 / 2.009 donde se convirtieron las emisiones de dólares a pesos, y en el nuevo contexto, se verificaron mayor número de emisiones pero, a nivel individual, de montos menores, realizadas en pesos. En este aspecto y dentro del mercado de capitales, podemos observar que continuaba el predominio de operaciones en pesos y de plazos cortos, con la primacía de los préstamos de consumo y tarjetas de créditos como negocio subyacente. El impacto de la crisis internacional en Argentina fue retardado por su política de aislamiento internacional, lo que sólo produjo un retraso en sus consecuencias. A esto se sumó una serie de decisiones políticas desacertadas que produjeron la postergación o paralización de los proyectos, especialmente de la economía real. Las emisiones de oferta pública tuvieron su afectación migrando lentamente a operaciones en pesos con fuerte participación del Estado a través de su organismo, la Anses. Esto se vio claramente reflejado en las emisiones de fideicomisos que tuvieron relación directa con grandes anuncios de obra pública, donde el Estado Nacional era el gran participante.

Es así que podemos confirmar que el FF desde su aparición con la ley 24.441 del año 1.995, es la figura que más ha crecido año tras año, en su utilización dentro de la oferta del Mercado de Capitales. A su vez su participación ha sido tan significativa que fue desplazando a otras alternativas para convertirse en la vedette de este mercado. Para confirmar esto podemos visualizar en diferentes gráficos como ha sido la participación del FF dentro de los instrumentos utilizados en el mercado de capitales de Argentina, por lo cual recurrimos a los estudios realizados por el IAMC y la AAFyFID<sup>9</sup>. Esto nos dará una mayor comprensión al poder observar los postulados de este trabajo, que dar sustento a la investigación.

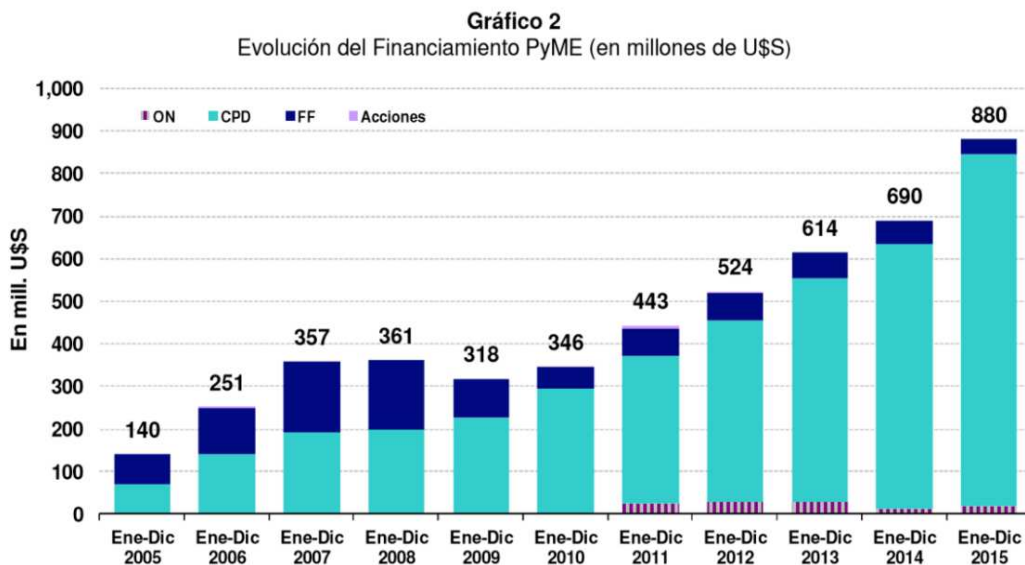
---

<sup>8</sup> Pertierra Cánepa Francisco M. "Fideicomiso y Negocios. El valor estratégico del Fideicomiso". Buenos Aires. Editorial Alfaomega. 2014

<sup>9</sup> Nota del Autor: IAMC es Instituto Argentino del Mercado de Capitales y AAFyFID es Asociación Argentina de Fideicomisos y Fondos de Inversión Directa.



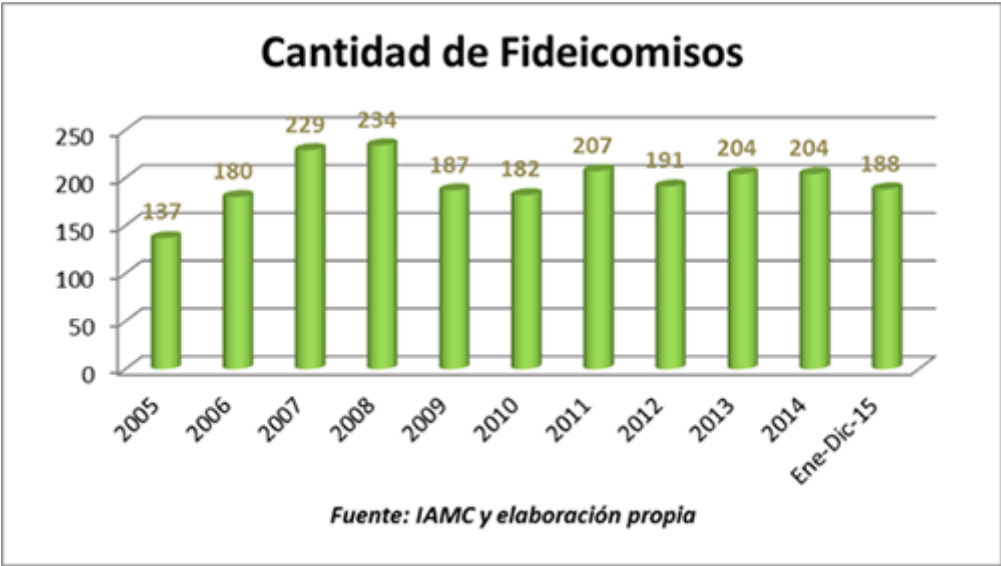
En este gráfico podemos apreciar las variaciones del financiamiento según el instrumento utilizado en una serie muy interesante de 15 años, donde apreciamos la creciente y destacada aplicación del FF, que si bien fue creado por ley en el año 1995, en el 2000 tenía el 25 % de la participación en el financiamiento, para 10 años más tarde, alcanzar un comportamiento regular de entre el 50 y 80 % del total.



Con respecto a las Pymes que son uno de los segmentos de interés en este trabajo, podemos observar como claramente se fueron involucrando en el Mercado de Capitales pero utilizando solamente una de los instrumentos como el cheque de pago diferido (CPD), y en mucha menor medida los FF. Esto que confirma nuestro diagnóstico, nos permite apreciar una clara oportunidad

de crecimiento genuino, ya que este tipo de empresas requieren de nuevas alternativas que les den un financiamiento para capital de trabajo y para sus proyecto, a mayores plazos y menores costos.

A continuación podemos observar la evolución de la cantidad de emisiones de FF a lo largo de 10 años, lo que nos confirma su preferencia entre las alternativas del mercado argentino.



Pero también es muy importante estudiar en detalle las emisiones para verificar que, en forma sostenida a lo largo de los años, la mayor parte de estos lanzamientos tuvo mucha más relación con el financiamiento del consumo y el corto plazo que con la economía real y el largo plazo, tal como refleja el próximo cuadro.

**Capitales suscritos en Fideicomisos aceptados a la cotización por el Merval**  
**Reexpresados en millones de US\$ equivalentes, cualquiera haya sido la moneda de emisión**

<b>Clasificación por Objeto</b>	<b>En - Dic 2015</b>		<b>En - Dic 2014</b>		<b>En - Dic 2013</b>	
<b>Consumo</b>	<b>1.964</b>	<b>71,5%</b>	<b>2.056</b>	<b>77,4%</b>	<b>2.971</b>	<b>63,2%</b>
Créditos Comerciales	64		69		38	
Créditos de consumo	1.605		1.686		2.572	
Tarjetas de Crédito	295		300		361	
<b>Resto</b>	<b>782</b>	<b>28,5%</b>	<b>599</b>	<b>22,6%</b>	<b>1.727</b>	<b>36,8%</b>
Agrícolas	19		27		74	
Inmobiliario - Hipotecario(*)	515		292		1.464	
Leasing - Prendarios	96		122		149	
Financiac. exportaciones	70		100		40	
Otros	83		58		0	
<b>Sub Total</b>	<b>2.746</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.654</b>	<b>100,0%</b>	<b>4.698</b>	<b>100,0%</b>
<b>Obras públicas</b>	<b>16</b>		<b>340</b>		<b>20</b>	
<b>Total</b>	<b>2.762</b>		<b>2.994</b>		<b>4.718</b>	
<b>Sub Total / Total</b>	<b>99,4</b>	<b>%</b>	<b>88,7</b>	<b>%</b>	<b>99,6</b>	<b>%</b>
<b>Obras públicas / Total</b>	<b>0,6%</b>		<b>11,3</b>	<b>%</b>	<b>0,4%</b>	
<b>Cantidad de Fideicomisos</b>	<b>188</b>		<b>204</b>		<b>204</b>	

(\*) Incluye "Procrear"

*Fuente: IAMC y elaboración propia*

Como vemos, lo que fue una constante en los FF a lo largo de los años en el mercado de capitales, es la distribución cuando los clasificados por su objeto. Esto nos mostraba que hasta el año 2.012 las emisiones de FF en pesos concentraban entre el 85 y 94 % del total, siendo las más recurrentes las que securitizaban préstamos de consumo, tarjetas de crédito y créditos comerciales. Como podemos observar en el gráfico anterior, esta proporción se fue modificando muy poco llegando a relaciones 65 % a 35 % como la del 2.014, pero debemos reflexionar que la aparición de grandes fideicomisos de infraestructura es lo que logró modificar levemente el diagnóstico de todos estos años, que claramente indica, que el financiamiento vía FF dentro del mercado de capitales está concentrado y actúa como la gran palanca para de financiación para un tipo de industria particular, donde los proyectos no tienen que ver con la inversión en la economía real y el largo plazo.

Para profundizar y validar el análisis del punto, podemos revisar lo que ocurre con el fideicomiso y el mercado de capitales en países vecinos como Uruguay, lo que salvo excepciones, es observable en otros países de la región. Uruguay que tiene grandes similitudes culturales con Argentina y que tradicionalmente, tuvo nula o muy baja actividad en el mercado de capitales. Si bien hubo algunas emisiones de ONs a fines de la década del 90, el FF empezó su desembarco con algunas emisiones en el año 2.004, pero sin ser una fuente de financiamiento significativa para las empresas locales. Pero durante el último año, se realizaron varias emisiones de deuda por empresas en oferta pública reguladas por el Banco Central de Uruguay (BCU), lo que constituyó una importante novedad. Entre ellas podemos destacar el lanzamiento de cuatro fideicomisos financieros por un monto de uSs 163 millones y dos obligaciones negociables por uSs 16 millones. Entre los FF, podemos mencionar el de Bosques del Uruguay II, que captó más de uSs 70 millones del mercado de capitales con un proyecto de plantación de árboles y producción de madera. Otro instrumento

que está creciendo en Uruguay al igual que en todo el mundo son los Exchanged Traded Funds (ETF) que son fondos que simulan la composición y rentabilidad de índices de mercados. Ejemplo de esto son los índices bursátiles como es el Dow Jones, los de commodities como petróleo o soja, o los de bonos. Estos fondos son simples de entender por el ahorrista ya que invierten en el mercado mismo y para operar con ETF, los operadores locales necesitan contar con la contraparte radicada en Estados Unidos, encargada de abrir las cuentas y operar los títulos.

Como dato convalidatorio del potencial de los FF en Uruguay, sabemos que existen registrados ante el BCU, más de 12 sociedades en condiciones de cumplir el rol de fiduciario financiero, quienes pueden estructurar y administrar los fideicomisos. Esto, sumado a un contexto de mayor seguridad jurídica, economía estable, transparencia y controles estrictos y efectivos, hacen previsible un crecimiento sostenido del uso de la herramienta en ese país, aun sabiendo que en el mercado de la construcción todavía no han adoptado masivamente la figura. Por supuesto que, para ser eficaz, esto debería ser complementado con una fuerte campaña de comunicación explicativa sobre las bondades del fideicomiso y del mercado de capitales, única manera de construir una cultura sólida que fomente el uso práctico y estable. Lo mencionado significa un importante crecimiento relativo en el mercado de la oferta pública uruguaya, con empresas cotizando en el mercado de valores, que podría potencialmente generar un mercado secundario a través de la compra y venta de los valores emitidos. Respeto a las emisiones privadas que no cotizan en el Mercado y son ofrecidas por corredores de bolsa a sus clientes, la mayoría son fideicomisos.

Comparativamente, también sirve observar que sin duda, la preferencia por los fideicomisos radica en que, para una emisión de ON, la empresa emisora es quien se encarga de todo el proceso y paga los costos, pues para operar en la modalidad de oferta pública, se deben cumplir exigencias y cubrir requisitos formales. En cambio, con los FF, al transferir el patrimonio a un nuevo titular para su administración, es este quien debe contar con una organización formal, acreditada, con manuales y códigos de transparencia y conducta, lo que hace mucho más ágil y efectivo el proceso de estructuración, y sus costos. Además, la empresa en el FF, se puede concentrar en el diseño del negocio subyacente, definiendo el nuevo patrimonio que será independiente, y transfiriéndolo al fiduciario elegido, que será el administrador y responsable único de la gestión y los resultados, velando por el patrimonio en lo que ejecuta por sí o por terceros contratados por él. Desde el punto de vista del inversor podemos destacar ventajas tales como la transferencia de determinados activos, bajo garantía separada de la empresa, que está administrado por un tercero independiente que es el fiduciario.

## **5- Conclusiones**

A partir de todo lo desarrollado, es importante confirmar que la estructuración de este tipo de negocios bajo contratos de fideicomisos, debe estar siempre acorde al negocio subyacente que le da sentido y al diseño del mismo. Hemos demostrado que ese diseño a medida implica diferencias respecto del nivel de sofisticación legal, fiscal y productivo-comercial, pero también a la necesidad

de técnicos intervinientes con mayor o menor especialización. Pero lo fundamental es que todo funciona y convive bajo el paraguas de un Fondo de Inversión Directa (FID), que responde a lo planificado en el Plan de Negocios particular. Por lo tanto, lo que el inversor debe analizar y valorar a la hora de decidir su inversión no es específicamente apoyar el equity o apostar a la deuda de una empresa, sino el análisis, profundidad y detalle del plan diseñado y presupuestado, asumiendo que se trata de una inversión de riesgo previsible y calculado, que pretende la sustentabilidad del negocio participativo, diseñado al detalle por un equipo profesional de primera jerarquía, y organizado por medio de la estructuración de un Fideicomiso Ordinario o Financiero. Consecuentemente, el inversor debe ser un fiduciante activo dentro del FID, transfiriendo los fondos pactados al fideicomiso para que el fiduciario y su equipo profesional a cargo del proyecto, lidere y gestione el negocio previsto, para llevarse, si los escenarios se cumplen en tiempo y forma, la mejor tasa de rentabilidad posible.

En Latinoamérica donde la mayoría de los países fundamentan sus economías en las producciones primarias, es fundamental desarrollar políticas de Estado para promover la inversión productiva en tres pilares: la capacitación del management, la adopción de tecnología y las alternativas de financiamiento. Para ello se hace imprescindible generar una cultura de sinergia entre el sector público y el privado, requiriendo para lograrlo, de una institución muy sólida como debe ser el Mercado de Capitales, para financiar los proyectos de inversión que generen y hagan crecer las cadenas de valor en las economías regionales de cada país.

Para eso y a partir de las políticas nacionales, los estados provinciales y sus municipios deben aprovechar las grandes obras de infraestructura nacional para apalancarse y poder desarrollar inversiones a nivel local y regional, aprovechando los recursos públicos, los privados y las diferentes alternativas de financiamiento. Es así que también deberían poder y saber recurrir al Mercado de Capitales, con proyectos profesionales de largo plazo que tengan buena capacidad de repago, con equipos clase "A" para gestionarlos, con procedimientos claros de rendición de cuentas y controles externos. Además, la instrumentación de los negocios bajo fideicomisos, también promueve el crecimiento local por la absorción de los títulos valores, sean de deuda o equity, por parte de empresarios, comerciantes, profesionales y ahorristas del lugar, quienes ante el cumplimiento de los proyectos a los cuales pueden supervisar muy de cerca, se motivarán para reinvertir sus resultados en nuevos fideicomisos o proyectos financiados con otras herramientas del mercado de capitales, al cual, gradualmente, se irán fidelizando. Esto les daría una gran fortaleza y les aportaría importantes grados de independencia de los gobiernos centrales, lo cual es determinante para los países de la región de fuerte historia centralista.

En síntesis, los proyectos de inversión financiados de forma responsable a través del Mercado de Capitales, si están bien analizados, diseñados y liderados por idóneos, generarán un círculo virtuoso donde proliferen las inversiones productivas, el desarrollo de las cadenas de valor y la circulación de riqueza en las economías regionales donde se establecen.

Respecto a 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 tradicional bancario que promueve la intermediación financiera y los productos estandarizados, el Mercado de Capitales es el nexo natural para dirigir de manera eficiente y directa, el ahorro o el excedente de la economía hacia la inversión productiva, donde empresas con proyectos e inversores con recursos se integren sinérgicamente.

Dijimos que la función del mercado de capitales es comunicar e integrar el ahorro ocioso con los buenos proyectos empresariales, que deben generar una renta atractiva para los inversores que participan de la economía real, cerrando el círculo virtuoso con empresas que se financian al más bajo costo del mercado. Para ello, la nueva visión de un mercado federal debe ofrecer un marco institucional de seguridad y control de sus participantes y una sólida garantía para las operaciones, donde se pueda invertir recursos pero también donde podamos encontrar abundante liquidez para que los jugadores puedan entrar y salir fluidamente. Una vez comenzada esta rueda virtuosa de confianza, se podrá empezar a formar una cultura donde se pueda utilizar una mayor gama de instrumentos de inversión posibles para que los inversores elijan acorde a sus necesidades. Así podrán diseñar estrategias de inversión en relación con la disposición de recursos y objetivos planteados, pero para ello debe evaluar sus objetivos, el grado de riesgo que están dispuesto a asumir y los plazos de espera, repago e inmovilización. Claro que los segmentos económicos estudiados deben ir desarrollando esta cultura buscando el adecuado asesoramiento profesional para poder definir el tipo de inversión y el o los instrumentos a medida de su proyecto. Además, un mercado de capitales grande y activo, nos permite participar de inversiones en sectores económicos tradicionales que presenten buenas perspectivas de crecimiento, así como también de proyectos entrepreneurs de alto potencial y de microproductores, y esto también está abierto para inversores ajenos a cada actividad que, sin este respaldo, nunca podrían interpretar y mucho menos, invertir.

Por lo tanto es preciso destacar que el acceso al Mercado de Capitales a través de un instrumento simple y diferencial como el fideicomiso, que puede diseñarse a medida de cada uno de los segmentos económicos que hemos desarrollado, permitirá a los países de la región diseminar las ventajas del mercado de capitales en todos sus sectores productivos. En consecuencia, podrá financiarse en forma genuina la economía real, disponer de liquidez, contar con operaciones garantizadas, acceder a diferentes instrumentos para los diferentes perfiles de riesgo, promover las inversiones de largo plazo, contar con el asesoramiento de analistas y profesionales idóneos y finalmente, desarrollar valor en las empresas distribuyendo los beneficios en toda la comunidad.

El aporte que hace el Mercado de Capitales en estos modelos de desarrollo regional excede los beneficios individuales para las empresas pues le da mayor certeza y previsibilidad a las distintas cadenas productivas regionales, y esto significa lograr un desarrollo sustentable. Además de mejorar el orden formal, el control y la transparencia, el Mercado de Capitales disminuye las asimetrías de información entre las partes reduciendo los costos de agencia<sup>10</sup>. Este punto es de una importancia fundamental para dar mayor seguridad a las inversiones pues reducen el riesgo y

---

<sup>10</sup> Pertierra Cánepa, Francisco M. "Fideicomiso y Negocios". Buenos Aires, Editorial Alfaomega, 2014.



aumentan la rentabilidad y seguridad del inversor, situación decisiva y altamente valorada por ellos. Por otra parte, el disponer de la información estandarizada y del plan de inversiones da un conocimiento profundo al inversor sobre la empresa o el gobierno impulsor del proyecto, lo que aumenta la gobernabilidad del mismo.

Sintéticamente, podemos concluir que el esquema propuesto de ingreso al mercado de capitales y su fidelización por los inversores y las pymes de todo el país a través del uso del fideicomiso, permitirá, finalmente, concretar el crecimiento y desarrollo de un mercado de capitales activo, representativo y federal que opere desarrollando la economía real.

Este paso de vital importancia, contribuirá a la creación de un círculo virtuoso de inversión productiva y renta participativa distribuida en toda la cadena, fortaleciendo las decisiones de inversión con productos estructurados y ampliamente aceptados, aun a pesar de las inseguridades institucionales y legales de nuestros esquemas de gobierno. Esta experiencia de poder construir un Mercado donde todos los segmentos sociales y económicos de la producción puedan operar fluidamente, será creadora de valor por que promoverá aceleradamente el desarrollo y la justicia social de toda la Nación. Al igual que ocurrió con los Fondos de Inversión Directa, la experiencia Argentina, seguramente podrá servir como faro guía para el resto de la región, ya que las conclusiones de este trabajo son extensivas al resto de los países de la región, que salvo excepciones, tienen mercados más chicos e inmaduros que el argentino, y con economías centralizadas.

## Bibliografía

- Apreda, Rodolfo. "Diseño de Financiación y Gobierno Corporativo", Universidad del CEMA. Departamento Finanzas. 2004.
- Apreda, Rodolfo. "Mercado de Capitales, Portfolios y Corporate Governance". Buenos Aires, Editorial La Ley. 2005.
- Asociación Argentina de Fideicomisos y FID. [www.aafyfid.com.ar](http://www.aafyfid.com.ar), online 2016.
- Goldemberg, Alicia y Gómez de la Lastra, Manuel. "Fondos de Inversión Directa y Fideicomiso". Buenos Aires, Editorial La Ley, 2003.
- Instituto Argentino del Mercado de Capitales. [www.iamc.com.ar](http://www.iamc.com.ar), online 2016.
- Pertierra Cánepa, Francisco. "Fideicomiso y Negocios". Buenos Aires, Editorial Alfaomega. 2014.
- Schvartz, Fernando. "Mercado de Capitales: Transparencia y mejores prácticas. El gobierno de las empresas cotizadas". Editorial Buyatti, Buenos Aires. 2008.