LA ORGANIZACIÓN DE LA GRAN EMPRESA MEDIANTE NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS EN LA PRIMERA DÉCADA DEL SIGLO XXI.

Diego Ariel Fernández
CIEA, FCE-UBA/CONICET

Introducción

Existe una creciente bibliografía que aborda la historia económica reciente del agro pampeano.[1] Analizando la misma se puede ver como la corriente interpretativa más difundida y con mayor peso en los principales organismos públicos y privados, nacionales e internacionales, que intervienen en este sector es la que podríamos denominar como "productivista". Se coloca a la evolución de variables como la producción, los rindes y el cambio técnico como la faceta central y por momentos excluyente de la realidad económica del período analizado.

Si bien esta arista de la historia resulta merecedora de los exhaustivos análisis de que fuera objeto, este énfasis ha tenido como contracara una atención muy inferior sobre otros procesos que se verificaron en las coordenadas espacio-temporales en las que nos ubicamos, acaso de una importancia y fortalecimiento de igual magnitud. Es el caso de la agudización de la concentración económica, que implicó hacia 2002 la desaparición de alrededor de una de cada tres explotaciones censadas en 1988.

El presente trabajo se enmarca dentro de un proyecto de investigación sobre este proceso llevado adelante en la Centro Interdisciplinario de Estudios Agrarios,[2] a cuyas publicaciones se remite al lector.[3]

Aquí se expondrá un análisis de ciertas empresas pertenecientes a la cúpula de los concentradores, aquellas que se estructuran mediante formas relativamente novedosas, como son el Fideicomiso Financiero (FF) y el Fondo Común de Inversión (FCI). Se persigue aquí un doble propósito.

En primer lugar, resulta muy productivo aprovechar el carácter público de la información sobre estas empresas. Las características productivas que están en condiciones de explotar –que se verá serán la disminución de riesgos de producción y precios, acceso a instrumentos especiales en la comercialización y economías de escala en la producción y el aprovisionamiento de insumos- son replicables por otros capitales que logren una envergadura similar, con lo que al analizar a estos emprendimientos se podrá tener una idea bastante concreta sobre el funcionamiento del gran capital agrícola en la primer década del siglo XXI, que es en la que operó la mayoría de estos.

Tanto los Fideicomisos Financieros como los FCI están regulados por la Comisión Nacional de Valores (CNV), organismo que permite el acceso a documentos que posibilitan observar las características constitutivas y de desempeño de estos: Para los FF, se encuentran disponibles los *suplementos de prospecto* (que incluyen el contrato original y explica la operatoria para la que se desea armar el fondo), los *resultados de la oferta pública* de los títulos valores que emite el

---

* [1] El presente trabajo revisa y combina los resultados de investigaciones previas sobre Fideicomisos Financieros y Fondos Comunes de Inversión (Fernández, 2009 y 2010; Fernández y Scalerandi, 2009). El autor agradece especialmente al Lic. Gabriel Scalerandi, con quien estudió los FCI y que colabora en la sección pertinente.

[1] Sin pretensión de exhaustividad, es posible mencionar los trabajos de Cloquell y Azcuy Ameghino (2005), Bisang (2008), Estefanell (Ed.) (1997), Lema (1999), Reca y Parellada (2001), Trigo, Chudnovsky, Cap y López (2002).

[2] "Concentración del capital, crisis de la pequeña producción y mano de obra en la agricultura pampeana". Proyecto de investigación perteneciente a la programación UBACyT, desarrollado en el marco de las actividades del Centro Interdisciplinario de Estudios Agrarios. Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.

[3] Por ejemplo, consultar Azcuy Ameghino y Fernández (2007), Fernández (2008).

fideicomiso y los *balances periódicos* de este, entre otros. De los FCI, se cuenta con los *reglamentos de gestión* correspondientes, y con sus *prospectos*.
Se ha sistematizado dicha información hasta el mes de diciembre de 2008, proponiendo una exhaustiva tipificación de los fondos, y en particular de aquellos que son volcados al sector agropecuario. En primer término se expondrán los datos de los FF, secundariamente, los de los FCI. Dentro de cada uno de estos grandes apartados, se comenzará por definir y cuantificar cada herramienta financiera (en general en la argentina), para luego estudiar la parte que específicamente se destinó al sector agropecuario. Finalmente, se conjugarán ambos instrumentos para evaluar su resultado económico, las ganancias que han obtenido.
El segundo propósito de este apartado –cuya consecución se deriva del análisis recién presentado- es evaluar la real incidencia de este tipo de estrategias organizativas, muy referenciados periodísticamente, sobreexposición que por momentos las hace aparecer como el más importante de los mecanismos concentradores. Muy por el contrario, se mostrará como la participación de este tipo de capitales en las cosechas argentinas –como gerenciadores directos de esta producción- es marginal. No ocurre lo mismo cuando mediante fideicomisos se realizan financiaciones más indirectas, punto que se analizará como apartado final de este trabajo.

Los Fideicomisos Financieros

Descripción general

La figura del Fideicomiso Financiero es creada por la ley 24.441 de 1994, ley que también regula a aquella de la cual esta es un subtipo: el fideicomiso. Este es un contrato de cesión en el que un *fiduciante*, propietario original de algún conjunto de activos, otorga la propiedad de estos a un agente, el denominado *fiduciario*, para que la ejerza en beneficio de un tercero, el llamado *beneficiario* del fideicomiso. Cuando se cumple el plazo u objetivo por el cual se establece el contrato, los bienes residuales se traspasan en propiedad definitiva a quien sea nombrado *fideicomisario*, que frecuentemente es el propio beneficiario (puede ser otra persona o incluso el fiduciante).
El atractivo característico de esta relación es que el fiduciante transmite la propiedad del patrimonio fideicomitido, pero el fiduciario no lo incorpora a la suya, sino que estos bienes se constituyen en una *propiedad fiduciaria* separada jurídicamente de ambas contabilidades, resultando entonces resguardada de los acreedores tanto de uno como del otro. El fiduciario, con el dominio de la propiedad, no puede ser exceptuado de ninguna maniobra culposa o dolosa en el manejo del patrimonio, y está obligado a producir informes periódicos sobre los movimientos del mismo, movimientos que, aunque con cierto grado de libertad, están señalados en el contrato de fideicomiso.
El fideicomiso financiero es uno en el que se emiten, como contrapartida del patrimonio fiduciario, *títulos valores* ("títulos de deuda" y/o "certificados de participación") *que pueden ser objeto de una oferta pública*, siendo que los suscriptores de estos valores son los beneficiarios. En estos fideicomisos resulta obligatorio que el fiduciario sea una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como tal (será la que emita y coloque los títulos en el mercado).
Este tipo de fideicomisos son utilizados, principalmente, para procesos de titulización de activos ilíquidos. El patrimonio fideicomitido aquí es en lo fundamental carteras de créditos. El fiduciante cede los créditos con sus intereses al fideicomiso, alzándose con la liquidez que le proporciona el que el fiduciario emita títulos negociables contra aquellos. Resulta en una manera de fondearse mucho más económica, ya que la entidad bancaria (fiduciaria) no es prestamista sino sólo comisionista y co-organizadora de la operación. La desaparición de buena parte del *spread* bancario vuelve el negocio

muy interesante, sobre todo si se tiene en cuenta que luego se colocan con el efectivo conseguido nuevos créditos a la tasa activa de mercado.[4]

Para el inversor, que es un agente con excedentes líquidos en busca de colocación, -como era el caso de las AFJPs-,[5] el asunto también tiene su gran cuota de atractivo, puesto que el instrumento ofrece tasas superiores a las de un depósito y está creado a fin de ofrecer una gran "seguridad jurídica" al ser un patrimonio aislado –esto dicho sin pretender embellecer a una herramienta mediante la cual se han realizado defraudaciones de magnitud y ocasionado a nivel internacional cuantiosas pérdidas a sus inversores en los últimos años, pues nada evita el fracaso del emprendimiento para el que se constituyen-.

El gráfico 1 ilustra el reparto del *spread*. Está construido ubicando la senda del rendimiento de los títulos de deuda de los fideicomisos financieros en pesos respecto a la tasa BADLAR (pasiva, de depósitos superiores al millón de pesos, que es una referencia obligada dado el tamaño de los agentes que animan este mercado) y a la tasa activa que está en juego en el principal fin de los bienes fideicomitidos: la de los préstamos personales y compras con tarjeta de crédito.[6]

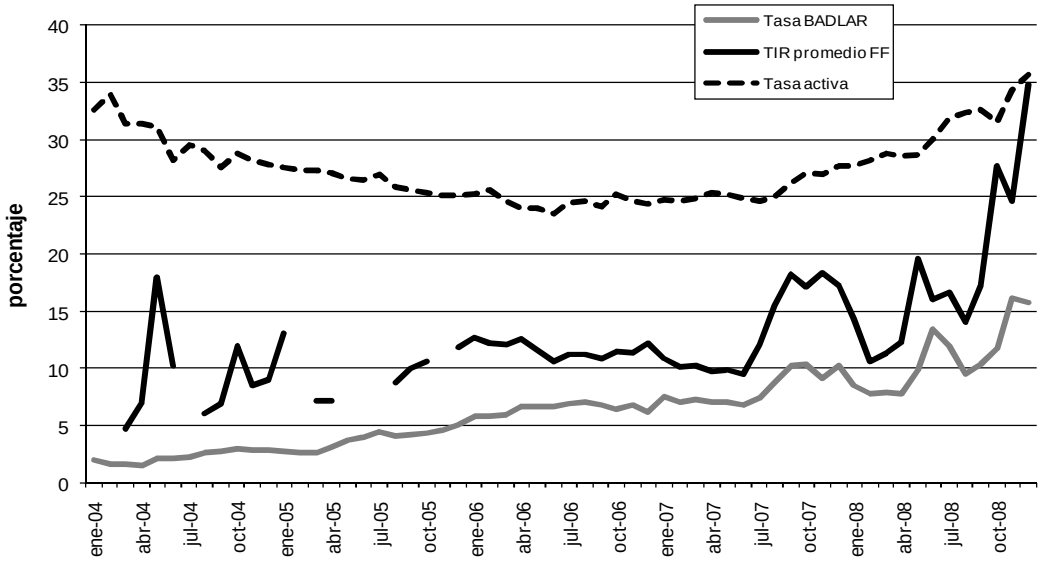
---

[4] Contrarrestando parcialmente este beneficio, cabe señalar que los Fideicomisos Financieros tienen un costo de constitución: El Fiduciario debe ser remunerado por su papel (en los dedicados a la siembra en campos de terceros, que se analiza luego, se asigna a este gasto entre 21.000 y 100.000 dólares, dependiendo del monto total de los valores colocados (es relativamente normal que el pago sea un pequeño porcentaje de ese monto, un 1%, por ejemplo). Mackeprang (2002) cifraba en 15.000 pesos el gasto en la publicidad de la colocación, en $20.000 la auditoría y en $15.000 el estudio de una calificadora de riesgo. Con todo, pensando en operaciones que como se verá en el agro tienen un promedio de 34 millones de pesos, estamos hablando de un porcentaje muy inferior al ahorro de *spread* que se aprecia en el gráfico 1.

[5] *"A través de los Fideicomisos I y II compartimos nuestro negocio con otros inversores, la mayoría de ellos en la actualidad son los jubilados argentinos"* (Grobocopatel, 2006, p. 5).

[6] Nota metodológica: La tasa activa es la de préstamos personales y mediante tarjetas de crédito, en pesos a 180 días (fuente: BCRA). La tasa pasiva es la BADLAR en pesos de 30 a 35 días considerando bancos públicos y privados (fuente: BCRA). La tasa imputada a los fideicomisos financieros es la promedio mensual de los títulos de deuda de la serie de mayor jerarquía de aquellos denominados en pesos. No se considera la tasa nominal aquí sino la TIR, atendiendo al sabio precepto de que el hombre propone pero es el mercado el que dispone. Sólo se consideran los casos en que esta información estaba disponible en los documentos referidos al "resultado de la colocación de los títulos" en la Comisión Nacional de Valores. La muestra es, de todas maneras, más que significativa: Son 459 casos (el 55% del universo).

Gráfico 1. Evolución mensual de las tasas de interés y rendimiento de los fideicomisos financieros (en moneda nacional). 2004-2008

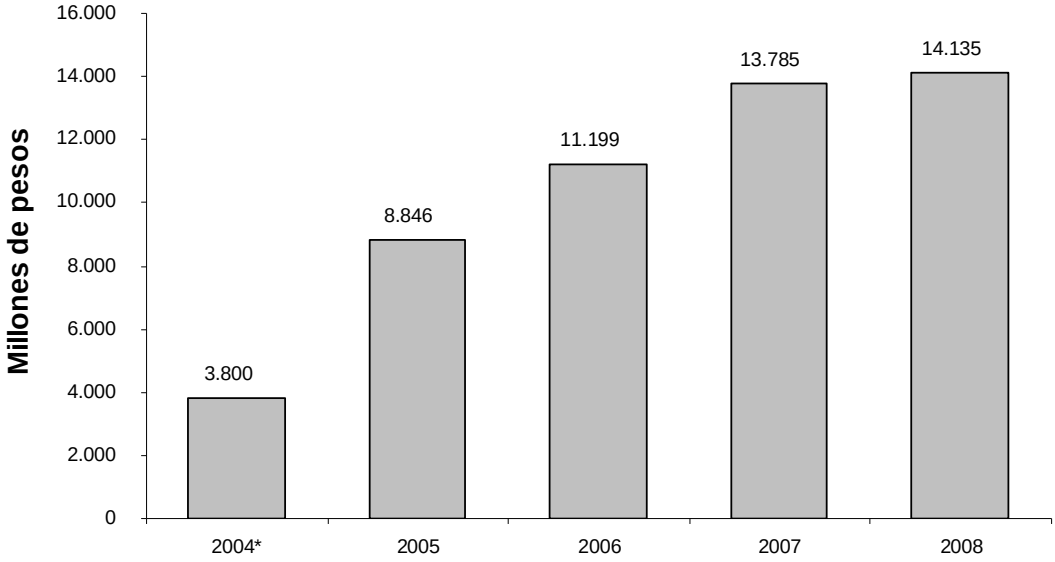


Fuente: Ver nota 6

Estos instrumentos financieros, pese a su tipificación a mediados de la década de los ’90, tuvieron una “explosión” en 2004, revalidada e incrementada a partir de 2005. Según analistas autorizados, esto se debió al final del proceso de “maduración” en el mercado de la nueva herramienta, en un contexto en el que la recuperación económica respecto a la crisis terminal de la convertibilidad tuvo un fuerte punto de apoyo en el *consumo*, cuyos financistas/inversores se encontraban con un sistema financiero muy dañado. Las características mencionadas de “caja de seguridad jurídica” y su rendimiento por encima del plazo fijo la hicieron pegar el gran salto. (Galluscio, 2003; Zlotnik, 2006).

El acelerado crecimiento en el uso de esta herramienta se puede apreciar en el gráfico 2, donde se comparan los *stocks* acumulados (colocaciones netas de vencimientos) de montos fideicomitidos.

Gráfico 2. Stock acumulado (valor a diciembre) de montos colocados en Fideicomisos Financieros, en millones de pesos. 2004*-2008.



Fuente: elaboración propia en base a información del CENE. Año 2004*: Estimación propia en base a datos de la CNV

Si se mide en términos reales, sin embargo, se observa que los dos últimos años de la serie representan un estancamiento e inclusive un retroceso, si bien en niveles notoriamente más altos que previo a 2005. Este hecho es posible explicarlo, a título de hipótesis, en base al reflujo global de inversores ante la debacle que tuvieron mundialmente en estos años títulos similares, ya que buena parte de los denominados "activos tóxicos" que aparecen como catalizadores de la crisis internacional no son otra cosa que Fideicomisos Financieros.

Otra peculiaridad que resultó particularmente interesante es el tratamiento impositivo *"diferencial, privilegiado y asimétrico"* respecto al impuesto a las ganancias que mantuvieron hasta el primero de agosto de 2008, cuando la sanción del decreto 1.207/08 lo anuló. Este surgía por cómo se consideraba en la reglamentación del tributo el pago de los premios de los títulos valores del fideicomiso.

Ya han sido introducidos los dos tipos previstos por la ley 24.441: El Título de Deuda y el Certificado de Participación. El primero, además de devolver al final del tiempo pactado el capital, devenga un interés, fijo o variable, previsto en el contrato de fideicomiso. Por el fondeo directo en el mercado de capitales que implica la operación, la tasa se ubica a mitad de camino entre lo que serían las activas y las pasivas.[7] El segundo funciona como una suerte de título accionario del fideicomiso, participando en el resultado del mismo como parte alícuota tras el pago de los valores representativos de deuda. Esta descripción no es absoluta, en la medida en que si la ingeniería financiera que estructura el fideicomiso así lo dispone puede darse el caso de que los certificados de participación rindan un interés fijo, o que los títulos de deuda tengan participación en el excedente final.

[7] Los Valores Representativos de Deuda pueden a su vez ser emitidos en varias series (serie A, serie B, etc) entre las que se establece una jerarquía de prioridad de pago (la serie A cobra intereses y capital primero, la B solo en el caso de que haya un excedente luego del pago de la A, el pago de la serie C está subordinado la completa cancelación de la B, y así sucesivamente). Obviamente, cada serie inferior implica un interés pactado (sea fijo o variable) más elevado que su inmediata superior en la estructura, para volverlas igualmente atractivas a los inversores.

El decreto reglamentario del impuesto a las ganancias (254/99) estableció que *"para la determinación de la ganancia neta imponible, no serán deducibles los importes que, bajo cualquier denominación, corresponda asignar en concepto de distribución de utilidades."* (art. 1°, primer artículo sin número). Esto es enteramente lógico puesto que las utilidades a distribuir son ostensiblemente parte integrante de la ganancia de la empresa. Sin embargo, pocos párrafos a continuación (art 1°, segundo artículo sin número) especifica que esa limitación no regirá para los fideicomisos financieros contemplados en la ley 24.441. De esta forma, los pagos por intereses y ganancias a los títulos valores emitidos por el fideicomiso son deducibles de la ganancia de éste y, como cuando se cierra su período de funcionamiento *todo* el capital acrecentado es distribuido de una u otra manera en el pago de los títulos, en la práctica suelen quedar totalmente exentos. El pago sobre estas ganancias dependía de la contabilidad y situación del inversor, que es quien las asumía,[8] con el agravante de que en muchos casos el único inversor que en el proceso de colocación adquiría los certificados de participación… era el propio fiduciante, quien de esta manera capitalizaba la diferencia de tasas en sus propias operaciones eludiendo el impuesto a las ganancias.[9]

El mencionado decreto 1.207/08 limitó el beneficio impositivo a los fideicomisos financieros "que se encuentren vinculados con la realización de obras de infraestructura afectadas a la prestación de servicios públicos" (art. 1°, primer artículo sin número). Como se verá, estos son una pequeña minoría hasta el momento.

En efecto, el principal objeto de los fideicomisos ha sido la securitización de créditos para el consumo, en diferentes variantes: cupones de tarjetas de crédito, préstamos bancarios personales, créditos para la venta en cuotas de electrodomésticos. El cuadro 1 resume las 943 colocaciones que tuvieron lugar entre enero de 2004 y diciembre de 2008. Los valores se refieren a los montos ofertados, en millones de pesos.

Cuadro 1. Colocaciones (en $ millones) de Fideicomisos Financieros (FF), según destino de los fondos. 2004-2008

Destino	Valor	Año					Total
		2004	2005	2006	2007	2008	
Sector agropecuario	Número de FF	6	18	20	30	22	96
	Monto total	68	256	350	465	372	1.510
	Promedio	11	14	18	15	17	16
Operaciones con bonos y letras	Número de FF	5	11	7	2		25
	Monto total	118	1.917	1.243	409	0	3.688
	Promedio	24	174	178	205	0	148

[8] Mackeprang (2002), en su análisis del decreto reglamentario del impuesto a las ganancias, encuentra que los artículos 46 y 20 (incisos h y w) consideran exento al receptor del ingreso por títulos valores. Por otra parte, dentro de los Fideicomisos Financieros, se detecta que un 11% no emiten certificados de participación, por lo que de existir un excedente se considera una ganancia que pasa al fideicomisario, sobre la que se debe tributar normalmente.

[9] Debe apuntarse que este proceder hacía tiempo había sido detectado, y figura en el documento atribuido a Martín Lousteau difundido luego de su salida del Ministerio de Economía en 2008. Se señalaba allí que

> *"…se está produciendo un claro abuso de la normativa vigente que conduce a elusión. Quienes generan créditos, luego los securitizan y buscan financiamiento. Sin embargo, suelen quedarse con los certificados de participación que están exentos. De esta manera eluden el impuesto a las ganancias generadas por vender artículos en cuotas. Esto está haciendo que las casas de electrodomésticos se transformen cada vez más en negocios financieros que cobran tasas usurarias y tienen sus ganancias exentas. El Decreto para corregir este problema está a la firma, pero es conveniente sacarlo en conjunto con otras medidas"* (documento disponible como anexo en Brodersohn, 2008, p. 7).

Operaciones inmobiliarias	Número de FF	3	10	3	4		20
	Monto total	404	615	251	197	0	1.467
	Promedio	135	62	84	49	0	73
Operaciones de Leasing	Número de FF	1	5	5	4	4	19
	Monto total	9	109	96	93	91	398
	Promedio	9	22	19	23	23	21
Créditos para automóviles	Número de FF		3	5	3	3	14
	Monto total	0	61	859	62	211	1.192
	Promedio	0	20	172	21	70	85
Créditos al consumo	Número de FF	48	141	165	203	191	748
	Monto total	1.052	3.614	4.961	7.406	8.405	25.438
	Promedio	22	26	30	36	44	34
Otros	Número de FF	4	4	4	6	3	21
	Monto total	88	63	660	131	56	998
	Promedio	22	16	165	22	19	48
Total	Número de FF	67	192	209	252	223	943
	Monto total	1.739	6.635	8.420	8.762	9.135	34.690
	Promedio	26	35	40	35	41	37

Fuente: Elaboración propia sobre documentos de CNV

Se observa que los créditos al consumo totalizan el 73% de la masa colocada y el 80% de los fideicomisos constituidos (y le dan ciertamente forma al promedio general), mientras que el segundo objeto en importancia (operaciones sobre bonos y otros títulos públicos) apenas sobrepasa el 10%, registrándose en la suma de los 5 años un ingreso monetario de entre 1.200 y 1.500 millones de pesos para los Fideicomisos Financieros vinculados al agro, a operaciones inmobiliarias o a la venta de automotores. Los proyectos de infraestructura de servicios, dada la escasa cantidad de operaciones, han quedado incluidos en "otros". Dentro de ellos se encuentra solamente la generación de energía eléctrica (45 millones de pesos destinados a las empresas que gestionan las centrales de Alicurá, San Nicolás, Cabra Corral, Ullúm y Sarmiento; 38 millones para la construcción de la Central Nueva Cacheuta), provisión de gas natural (588 millones para los fideicomisos de las transportadoras de gas), e infraestructura pública (35 millones para obras llevadas adelante por la Municipalidad de Río Cuarto).

Al sector agropecuario se han orientado 97 FF en el período considerado, redondeando 1.600 millones de pesos, lo que resulta en promedio 309 millones de pesos anuales. La cifra (que se incrementará cuando se añadan las operaciones de *leasing* que tienen como parcial destino al sector) aparece como proporcionalmente pequeña (entre un 3,8 y un 6% del total, según el año) para los montos que movilizó este instrumento financiero, pero no despreciable.

Fideicomisos Financieros agropecuarios. Características, clasificación e importancia

Una primer característica distintiva de los fondos destinados a financiar de una u otra forma negocios en el sector agropecuario es la moneda de denominación de los títulos valores. El cuadro 2 aísla estos Fideicomisos y desagrega según la moneda de emisión

Cuadro 2. Colocaciones (en $ millones) de Fideicomisos Financieros, según destino y moneda de denominación de sus títulos valores, y tipo de cambio utilizado en la conversión. 2004-2008

Destino		2004	2005	2006	2007	2008	Total
No agropecuario	Peso	1.036	5.129	7.269	8.221	8.763	30.518
	Dólar	535	1.249	801	77	0	2.662

	Total	1.671	6.379	8.069	8.298	8.763	33.180
	% dolarizado	33%	20%	10%	1%	0%	8%
Agropecuario	Peso	22	55	52	80	77	287
	Dólar	45	201	299	384	294	1.224
	Total	67	256	350	465	372	1.510
	% dolarizado	68%	78%	85%	83%	79%	81%
Tipo de cambio	Promedio	2,96	2,94	3,07	3,14	3,19	3,02
	Mínimo	2,95	2,90	3,05	3,08	3,03	2,90
	Máximo	2,99	3,03	3,10	3,18	3,45	3,45

Fuente: Elaboración propia sobre documentos de CNV y BCRA

Como se puede apreciar, mientras que el común de los casos los valores prometen su repago con intereses en pesos (el 92% del total colocado en créditos al consumo y demás operaciones no agrarias), los que tienen como activo de respaldo los resultados de operaciones agrícola-ganaderas ofrecen devolver dólar por dólar. La vinculación casi total de este negocio con el mercado mundial es lo que posibilita que el 81% de los fondos volcados al sector mediante esta herramienta financiera estén dolarizados, lo que se traduce, por supuesto, en una mucho menor tasa de referencia. Las TIR en dólares de fideicomisos financieros agropecuarios han oscilado entre un 5 y un 8,5% hasta mediados de 2008, para saltar al 9 o 10% en el segundo (y crítico) semestre de ese año; mientras que los fideicomisos en pesos han debido convalidar permanentemente tasas de retorno efectivas de entre el 10 y el 19%, trepando a entre el 24 y el 34% desde el último cuatrimestre de 2008.

Éste que se denomina aquí "destino agropecuario" de los fondos, engloba a distintas actividades que convergen en el sistema agroexportador. Se construyó una tipificación exhaustiva que distingue en seis clases de fideicomisos según el activo fideicomitido. Estas son: 1) Créditos por ventas de maquinaria agrícola, comprendiendo aquí operatorias de *leasing*, 2) Créditos para la compra de insumos; 3) Operaciones hipotecarias; 4) Financiamiento completo o parcial de campañas agrícolas de pymes del sector; 5) Operaciones diversas (incluye financiamiento a empresas olivícolas, forestales y frutícolas) y 6) Financiamiento de campañas de grandes empresas de siembra. El cuadro 2 resume los fideicomisos constituidos y sus montos anuales.[10]

Cuadro 2. Colocaciones de Fideicomisos Financieros agropecuarios (en millones de pesos), según destino de fondos. 2004-2008

Clasificación		2004	2005	2006	2007	2008	Total
Financia PyMEs	Monto	36,5	135,3	182,8	272,2	110,8	737,6
	Fideicomisos	4	13	12	21	8	58
Maquinaria	Monto		49,5	98,9	39,3	57,0	244,7
	Fideicomisos		1	4	4	4	13
Financia gran empresa	Monto		39,0	66,7	63,6		169,3
	Fideicomisos		2	2	1		5
Insumos	Monto	22,4	32,3	99,4	157,1	231,2	542,4

[10] El cuadro 2 incluye 11 fideicomisos más dentro de la esfera agropecuaria que nuestros tabulados anteriores, ya que considera operaciones que sólo *parcialmente* involucran al sector. Son fideicomisos en los que se ceden paquetes de contratos de *leasing*, en los que una parte de los bienes de capital son maquinarias agrícolas, silos o molinos arroceros. Para 5 de estos fideicomisos mixtos existe información en la CNV sobre la parte agrícola y la parte no agrícola. Para el resto, sin datos disponibles, se ha imputado un valor "agrario" porcentualmente equivalente al promedio de los que la ofrecían.

	Fideicomisos	1	2	5	9	12	29
Operaciones inmobiliarias	Monto			1,4			1,4
	Fideicomisos			1			1
Otros	Monto	8,9			3,7		12,6
	Fideicomisos	1			1		2
Total	Monto	67,8	256,1	449,2	535,9	399,0	1.708,1
	Fideicomisos	6	18	24	36	24	108

Fuente: Elaboración propia sobre documentos de CNV

Se observa cómo, consecuentemente con lo que ocurre a nivel general, los fondos que financian operaciones en el sector agropecuario crecen ininterrumpidamente a lo largo de los años, experimentando un estancamiento o retroceso a partir de 2007, siendo que éste es especialmente fuerte en 2008 (las colocaciones caen un 25% en términos nominales), lo que se condice con los disruptivos sucesos que aquejaron al sector en ese año (el conflicto por la resolución 125 y una de las sequías más graves de la historia del país).

La principal operatoria sobre el sector es la de la cesión de préstamos para las campañas de PyMEs. Estas toman el rol de fiduciantes, fideicomitiendo parte de sus ingresos futuros, mediante letras de cambio a la vista, créditos emergentes de la venta de lo producido. Comprende el 43% de los fondos que mediante este sistema se volcaron al agro entre 2004 y 2008. En segundo lugar encontramos a Fideicomisos Financieros donde lo que se hace es una securitización sobre créditos por la venta de insumos, que sumaron 542 millones de pesos. Junto a los que hacen lo propio con operaciones sobre maquinaria agrícola (estas, en lo principal, contratos de *leasing*) explican un 46% de aquel total, y es para destacar que durante 2008 no pierden su tendencia alcista, como sí lo hacen el resto de los subtipos de FF agrarios. Se analizará con más profundidad este tipo de negocio, y el recién mencionado de financiamiento general de productores, al final de este texto. Por otra parte, sólo se registra una operación hipotecaria securitizada, de tierra fuera de la región pampeana (una bolsa con 6 créditos que suman 11.000 has. en Chaco y Santiago del Estero) y dos Fideicomisos abocados a actividades también ajenas al área bajo estudio (olivos, frutales, forestales) que implican 14 millones de pesos.

En lo que sigue se expondrá el punto más pertinente, que es el uso de esta herramienta para financiar la producción de empresas de gran escala.

Concentradores del capital agrario mediante Fideicomisos Financieros

Entre 2004 y 2008, la CNV registra 5 fideicomisos constituidos para llevar adelante una inversión de riesgo consistente en la actividad de siembra en campos de terceros, la producción y comercialización de los productos agrícolas obtenidos. El cuadro 3 nos da un primer pantallazo sobre superficies ocupadas y magnitud de los capitales invertidos.

Cuadro 3. Fideicomisos Financieros aplicados al financiamiento de empresas agropecuarias de gran escala, características principales. 2004-2008.

Nombre	Fecha de colocación	Campañas	Has planeadas	Monto en pesos	Moneda de referencia	Tipo de Cambio
FAID 2011	dic-06	2007/2011	54.976	30.123.940*	Dólar	3,08

AGD I	ago-07	2007/2008	40.000	63.600.000	Dólar	3,18
FIDEAGRO 2009	sep-05	2004/2009	Aumenta progresivamente de 15.000 a 43.000	29.058.000	Dólar	2,90
GROBO I	may-05	2005/2006	15.000	9.936.000	Dólar	2,88
GROBO 2	abr-06	2006/2008	49.125	36.600.000	Dólar	3,05

* La intención original era fondearse por U$S 15 millones.
Fuente: Elaboración propia sobre documentos de CNV

Dentro de los tipos de títulos-valores posibles de ser emitidos, algunos organizadores de estos fideicomisos han empleado los más complejos: No solamente los poseedores de los *Certificados de Participación* –que son, se volverá sobre esto más adelante, exclusivamente las propias firmas que llevan adelante la producción- se reparten el excedente sino que los Títulos de Deuda asimismo son emitidos con la promesa de devengar un interés fijo y uno variable atado al resultado del emprendimiento productivo. El cuadro 4 resume los instrumentos ofrecidos por cada fondo.

Cuadro 4. Títulos valores emitidos por cada Fideicomiso Financiero y características de rendimiento y posibilidad de adquisición.

Fideicomiso	Título de deuda	Monto (U$S)	Interés Fijo	Ganancia asociada al resultado	Título reservado para el organizador
FAID 2011	Tít. de Deuda A	955.000	7%	NO	NO
	Tít. de Deuda B	8.825.500	10%	NO	NO
	Cert. Participación	30.000	NO	Todo el excedente	SI
AGD I	Tít. de Deuda A	4.000.000	4,6%*	NO	NO
	Tít. de Deuda B	6.320.000	2%	17,5% del mg.neto	NO
	Tít. de Deuda C	8.680.000	2%	55,5% del mg. neto	NO
	Cert. Participación	1.000.000	NO	27% del mg. neto	SI
FIDEAGRO 2009	Tít. de Deuda A	2.000.000	6%	NO	NO
	Tít. de Deuda B	10.000.000	10%	NO	NO
	Cert. Participación	20.000	NO	Todo el excedente	SI
GROBO I	Tít. de Deuda A	1.725.000	4%	NO	NO
	Tít. de Deuda B	1.207.500	9%	35% del mg. neto**	NO
	Cert. Participación	517.500	NO	65% del mg. neto***	SI
GROBO 2	Tít. de Deuda A	6.000.000	3%	25% del mg. neto	NO
	Tít. de Deuda B	4.800.000	7%	30% del mg. neto	NO
	Cert. Participación	1.200.000	NO	45% del mg. neto	SI

* Tenía un interés previsto máximo del 7%, pero la puja por la adquisición lo disminuyó. ** El porcentaje corresponde con el criterio de emisión, que prometía el 90% de la participación que tendría este título valor en el excedente ponderando por el monto en que participa del FF. *** Surge por diferencia del total del excedente y lo señalado para los títulos de deuda B.
Fuente: Elaboración propia sobre documentos de la CNV.

Cuando Gustavo Grobocopatel, inmediatamente después de formular la recordada declaración en la que se define como un *"sin tierra"*, afirmó que *"y no puedo decir que soy un sin capital porque algo tengo, pero podría hacer lo mismo que hago prácticamente sin capital propio, porque hago un fideicomiso y el sistema me presta el dinero"* (Casas, 2007, p. 24); refería entonces a algo más

complejo que simplemente su capacidad de acceso al crédito. Sus dos emprendimientos, así como el de AGD (combinados suman el 62% del total de instrumentos lanzados al mercado en monto), no se fondean solamente buscando capturar masas de capital deseosas meramente de valorizarse a una tasa de interés algo superior a la bancaria, sino que centralizan pequeños capitales a los que pasan a comandar en carácter de asociados y con la promesa de repartir los beneficios extraídos del proceso de trabajo. Siguiendo una estrategia distinta, los FF organizados por el estudio Cazenave (FAID 2011 y FIDEAGRO 2009), se limitan sí a ofrecer a sus inversores aquel rol más pasivo, que es el característico de la enorme mayoría de los fideicomisos de que tratamos, vinculados a la titulización de carteras de créditos al consumo.

Los planes de inversión se proyectan desde una única campaña hasta esquemas de reinversión de lo producido para sembrar en 4 o 5 consecutivas. Considerando esto, se construye el cuadro 5 que muestra, para el período relevado (el único en el cual esta herramienta financiera ha operado), la cantidad de hectáreas proyectadas para su siembra mediante su utilización. Es para destacar que no hay asignado ni un dólar a la cría de animales: No hay FF para ganadería ni mixtos. Mackeprang (2002) había encontrado, entre los "Fondos de Inversión" del sector, a solamente 3 (con alrededor de un 7% del capital conjunto) que sí lo hacían.

Cuadro 5. Área proyectada de siembra por cultivo y campaña en planes de inversión de Fideicomisos Financieros, en has. 2004-2011.

Cultivo	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09	2009/10	2010/11
Girasol	1.805	9.777	15.026	25.514	20.391	10.329	10.803
Maíz	3.309	8.673	9.329	22.302	16.910	8.061	8.431
Maní	150	368	388	20.823	867	449	470
Soja (1ª + 2ª)	8.874	23.533	39.049	83.560	45.775	29.112	30.447
Trigo	902	7.484	22.046	30.221	12.477	7.095	7.421
Cebada	0	1.950	0	999	1.039	1.089	1.139
Total	15.040	51.785	85.838	183.419	97.460	56.135	58.710

Fuente: Elaboración propia sobre documentos de CNV

El pico se dio en la campaña 2007/08, cuando estuvieron funcionando en simultáneo 4 de los 5 fideicomisos que se constituyeron. Aún así, queda claro que la superficie cuya siembra se canalizó a través de este tipo de instrumentos ha sido minúscula en relación con el tamaño de las cosechas argentinas: en ninguna campaña, de las que ya han tenido lugar, las hectáreas consideradas llegan a ser el 0,5%. Como única excepción se destaca el caso del maní en 2007/08, ya que las 20.000 has del emprendimiento de AGD (sólo vigente ese año) representan cerca del 10% del total nacional.

El análisis de los cultivos nos muestra una cartera diversificada con su eje central en la soja, que oscila entre el 45 y el 52% del total de hectáreas proyectadas, con un pico al inicio de la serie del 59%. Este cultivo se complementa fundamentalmente con el girasol, el trigo y el maíz, en ese orden aunque por escasa diferencia: En promedio se siembran 13.400 has. de girasol, 12.500 de trigo y 11.000 de maíz por campaña.

Lo que vale para el conjunto vale también para cada uno de los fideicomisos constituidos, con la sola excepción del que organiza AGD, en el que el principal cultivo planeado es el maní con el 50% del área: en todos ellos sembrar soja es el objetivo primordial del dinero. El resto de los cultivos –por

cierto que de suyo perfectamente rentables- contribuye a reducir el riesgo de precios que está aparejado a privilegiar un único producto. El cuadro 6 ilustra el punto. Allí están calculados los desvíos estándar y las varianzas de los precios de los principales cultivos de cada Fideicomiso (soja generalmente, maní en el caso de AGD), y las mismas medidas de dispersión para las series del precio amalgamado que recibe cada fondo, que es el precio promedio de todos los granos que comercia, utilizando como ponderador la cantidad de has. implantadas de cada uno.[11]

Cuadro 6. Medidas de variabilidad de precios de los cultivos principales y de los precios amalgamados de cada FF.

Precio	Varianza	Desvío Estándar
SOJA	2.002	44,7
F.F. FAID 2011	1.365	36,9
F.F. FIDEAGRO 2009	1.034	32,2
F.F. GROBO I	1.273	35,7
F.F. GROBO 2	1.364	36,9
MANI	16.898	130,0
F.F. AGD I	6.260	79,1

Fuente: Elaboración propia sobre datos de SAGPyA y documentos de la CNV

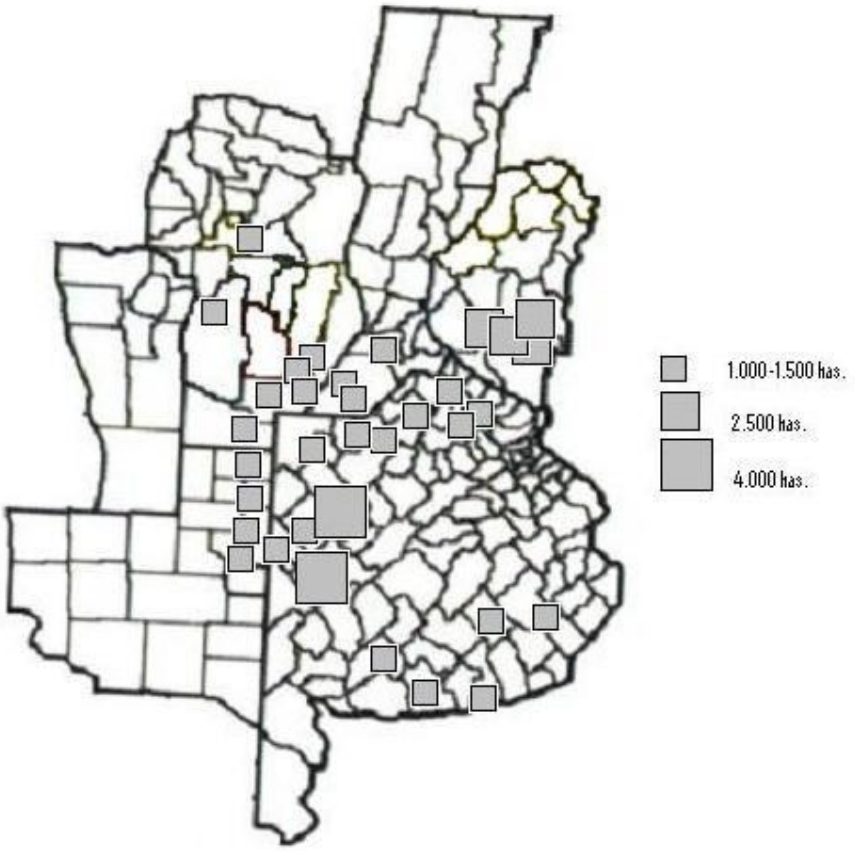
Como se puede apreciar en la disminución de los indicadores de dispersión de las series consideradas, la diversificación productiva tiene el efecto de reducir el riesgo de precios que supone arriesgar toda la inversión a una única variable, sin que por esto cada fondo deje de tener lo principal de su negocio en cierto cultivo, esencialmente la soja. Esto siempre considerando, además, que las tierras propuestas en el fideicomiso son sólo una parte del total de hectáreas administradas por estas empresas. Otra forma de disminuir los riesgos comerciales que logran estos emprendimientos es a través del fluido acceso a las más desarrolladas operatorias de coberturas y ventas a futuros. Los 5 Fideicomisos declaran acceder a este tipo de instrumentos en sus "Planes de Inversión, producción y estratégico" (PIPE), si bien son los dos F.F. que organiza la empresa "Los Grobo" los únicos que muestran una estrategia predefinida: se coloca (mediante futuros, opciones y *forwards*) un 30% del producto al arrendar, un 30% sobre el desarrollo de los cultivos, y el 40% restante queda libre para las oportunidades de negocios que puedan surgir durante y tras la campaña agrícola.

La disminución de riesgos es una de las dos cartas ganadoras que tiene el gran capital arrendatario en cuanto a su operatoria no financiera / no impositiva, y no solamente la relativa a los precios que recién se cuantificó. Recordemos que en el estudio clásico de Sábato (1981) los riesgos de producción resultaban asimismo cruciales para explicar los procesos de inversión de las empresas del sector. El *pool* diversifica el riesgo climático al sembrar en lotes ubicados en los rincones más diversos de la región pampeana. El gráfico 3 nos ilustra la cobertura que logra el Fideicomiso Financiero FAID 2011, seleccionado a este fin por tener en su PIPE más desglosadas las cabeceras de partidos donde

[11] Nota metodológica: Se toman los precios FOB argentinos en dólares (disponibles en SAGPyA) y se descuentan de los mismos los derechos de exportación. Las series sobre las que se calculan los desvíos estándar son las mensuales de enero de 1993 a febrero de 2008 (182 observaciones).

arrienda campos.[12] Debe señalarse, de todos modos, que dentro de cada uno de los departamentos donde tiene lugar la siembra, el *pool* contrata diversos campos. La única información que he encontrado al respecto es la del F.F. CORDOBA I,[13] que trata con propietarios de entre 33 y 2.022 has. (con mediana = 189 has.), *"tratando en lo posible que la ubicación de los campos genere unidades operativas de no menos de 1.000 has."* (Versátil Inversiones, 2007a, p. 3). Esta información sobre el tamaño de los campos contratados es coincidente con la de de Martinelli (2008) quien para otro tipo de forma jurídica que adquiere el *pool* (un "Fondo de Inversión") observa campos contratados de entre 124 y 3.154 has.

Gráfico 3. Distribución del área sembrada del Fideicomiso Financiero FAID 2011.



Fuente: Elaboración propia en base a Suplemento de prospecto de FAID 2011

El FF Fideagro 2009 tiene una distribución muy similar, y los de Los Grobo se localizan en toda la franja Sudeste/Sudoeste de Buenos Aires y Entre Ríos. De los 5, el único que rebalsa la región

[12] Nota metodológica: el PIPE no detalla cuantas hectáreas corresponden a cada partido exactamente, agrupa por zonas, nombra las cabeceras de cada zona y explicita la cantidad de has. por cada agrupamiento. Lo que se ha hecho es dividir el total zonal de has. por la cantidad de cabeceras y asignar valores promedio.

[13] El Fideicomiso Financiero Córdoba I ha sido excluido de nuestro análisis porque su documentación no aparece en la CNV. Este se fondeó por un valor de 4,2 millones de dólares para afrontar las campañas agrícolas 2006/07, 2007/08 y 2008/09; con el objetivo de sembrar 10.000 has. por campaña en el sur de Córdoba, principalmente de soja (80%, contra 15% de maíz y 5% de girasol). En las entrevistas que el autor mantuvo con personal de la Comisión para enriquecer la investigación la ausencia fue caracterizada como involuntaria y accidental.

pampeana en su programa de siembras es el F.F. AGD I, con 15.000 has. entre San Luis, Chaco y Santiago del Estero.

El otro elemento, en cuanto a su estructura productiva, que permite la ventaja de este tipo de capitales es, por supuesto, la obtención de importantes economías de escala en la compra de insumos y la contratación de servicios. Son las economías que Koutsoyiannis (1985) denomina *pecuniarias* (los descuentos por las compras en grandes cantidades que reflejan la posibilidad que habilitan en las empresas proveedoras de mejorar notablemente sus costos de comercialización, que liberan así parte del capital que utilizarían para sostener un complejo –dado el carácter disperso de la demanda- departamento de ventas o que, en otro planteo, les permite ahorrarse de compartir con capitales comerciales parte de la ganancia gestada durante el proceso de producción por depender de estos para la colocación de la mercancía). La autora complementa su análisis al describir las economías de escala reales, que *"son las que están ligadas a una reducción de la cantidad física de los insumos, las materias primas, los diversos tipos de mano de obra y de capital"* (p. 135). En el presente caso, de los FF de siembra, esta economía reaparece en sus cuentas como pecuniaria, ya que la estrategia es, para todo el universo tomado, contratar el 100% de las labores.[14] Posada y Martínez de Ibarreta (1998) añaden a esto que las compras directamente a fábrica o grandes comercializadores permiten evitar cierto efecto cascada en el impuesto a los ingresos brutos. Ellos cifraban esa ventaja en un nada despreciable 8% del costo.

Los planes de acción (PIPEs) de los Fideicomisos exponen los costos previstos para implantar los diferentes cultivos en las diversas zonas en las que operan. El cuadro 7 muestra la diferencia que obtienen respecto de los costos de mercado promedio.[15]

Cuadro 7. Costos de labores e insumos a precios de mercado (U$S/Ha.) en comparación con los de fideicomisos financieros de siembra, según fideicomiso, cultivo y zona. Diferenciales de mayor tamaño y promedio general.

Fideicomiso	Cultivo	Zona	Costo gran capital	Costo de mercado*	Diferencia sobre precio de mercado
FAID 2011	Soja	Oeste Bs As	105	166,6	37%
GROBO I	Soja de 2ª	Sudeste Bs As	90,3	142	36%
GROBO 2	Soja de 2ª	Sudoeste	74	111,1	33%
FAID 2011	Soja	Sudeste Bs As	112	164,8	32%
FAID 2011	Soja	Sur Córdoba	98	141,8	31%
FIDEAGRO 2009	Soja	Oeste Bs As	111	159,4	30%
GROBO 2	Soja	Sudeste Bs As	109	151,3	28%
GROBO I	Soja	Sudeste Bs As	139,6	193,6	28%

[14] No existe, en los balances de los fondos, nada que señale compras por su parte de maquinaria propia ni, por lo demás, bienes de uso de ningún tipo.

[15] Nota metodológica: Los datos de los documentos de la CNV sobre costos de implantación, y cuidado de los cultivos –sin incluir arrendamiento ni cosecha- se comparan con los de la publicación "márgenes agropecuarios" del mes inmediato anterior a la colocación del FF, respetando que la zona informada por la revista especializada coincida con aquella que el Fideicomiso declara trabajar, y respetando a su vez, en un marco de razonabilidad, el rinde esperado tanto en una fuente como en la otra (para el caso de los PIPEs de los fideicomisos, siempre se ha tomado el rinde medio esperado, que es por cierto aquel que sirve de base a los cálculos de las empresas). En el caso del maní, el costo a precios de mercado se derivó de ROAGRO (2007). Han quedado varios "cultivo/zona" propuestos por los fideicomisos sobre los que no se pudo establecer una comparación y resultan excluidos del cálculo.

FAID 2011	Soja	Norte Bs As	109	150,6	28%
FIDEAGRO 2009	Girasol	Sur Cordoba	104,5	144,3	28%
FIDEAGRO 2009	Soja	Norte Bs As	111	152,6	27%
GROBO 2	Girasol	Sur Bs As	103,3	135,5	24%
FAID 2011	Girasol	Sur Córdoba	106	138,9	24%
FIDEAGRO 2009	Soja	Sur Bs As	115,9	151,7	24%
FAID 2011	Soja de 2ª	Norte Bs As	88	114	23%
FAID 2011	Maíz	Sur Entre Ríos	177	228,8	23%
AGD I	Maní	Sur Córdoba	382	475	20%
FAID 2011	Soja	Sur Entre Ríos	117	143,6	19%
FIDEAGRO 2009	Maíz	Sur Entre Ríos	178	210,4	15%
FIDEAGRO 2009	Maíz	Norte Bs As	200,5	235,4	15%
GROBO 2	Trigo	Sudeste Bs As	165	192,6	14%
Promedio general para todos los FF, cultivos y regiones			177,3	224,4	-21%

* Fideicomiso Financiero Grobo I incluye el costo de cosecha, no así el resto.
Fuente: Elaboración propia sobre documentos de CNV, revista "Márgenes Agropecuarios" y Roagro (2007).

El principal cultivo encarado, la soja, tanto de primera como de segunda implantación, suele presentar diferenciales a favor del capital de gran tamaño[16] de un orden de entre el 20% y el 30%, llegándose a niveles máximos del 36 ó 37%. El resto de los cultivos, que son secundarios para todos los fideicomisos (excepción hecha para el maní cordobés de AGD I, cuya diferencia de costos se estima en un 20%), presentan también saldos favorables, si bien en 8 casos (de los 29 para los que se realizó la comparación) estas diferencias son inferiores al 14% (en 2 planteos, casi inexistentes y en uno –trigo en el sudeste en el Grobo I- el signo del diferencial es el opuesto al esperable). Estos casos están considerados la última fila, donde se propone el promedio (ponderado por has. planeadas a implantar) de todos los planteos productivos que fueron comparados (ver nota 15). La diferencia de costos que se ha registrado en términos generales es del 21%.

La apertura de estos datos resulta compleja, ya que la información es más fragmentaria, con tres planes de inversión que la exponen de tal forma que no es posible realizar cruces. Se destaca en el planteo del

[16] Por "capital de gran tamaño" se hace referencia, como a lo largo de toda este escrito, a una medida *relativa* respecto a otros capitales del propio sector, que es la que explica el desplazamiento de aquellos. Iñigo Carrera (2007) considera capital *medio* a aquel que participa activamente en llevar a la capacidad productiva del trabajo que pone en acción hasta el límite compatible con la valorización del capital a la tasa general de ganancia, lo que en buena medida es posibilitado por su escala, escala que a nivel mundial implica, en el ejemplo que propone, a un activo de 10.600 millones de dólares (Monsanto). En esa comparación, los 33 millones de dólares que la empresa "Los Grobo" invierte en sembrar la colocan en la categoría de *pequeño capital* (p. 114). Si bien cabría aclarar –sin que esto vaya en contra de la diferenciación propuesta por el autor citado, dada la persistencia de una gigantesca diferencia de magnitud- que la siembra es uno de los numerosos emprendimientos de esta firma, que en sus últimos balances muestra activos por 425 millones de pesos, a los que se deben sumar los 40,6 millones de la "Los Grobo S.G.R." (y considerar que cuenta con otras 18 sociedades controladas, vinculadas o relacionadas, al margen de lo que reúna mediante fideicomisos, que contablemente son también fondos independientes), lo que aquí se está cuantificando es la diversificación entre capitales de tamaño menor a aquel propuesto por Iñigo, diversificación que existe e implica diferenciales de escala como los que se observaron en el cuadro 7.

FIDEAGRO 2009 el dato del aprovisionamiento mayorista de gasoil a un precio de 31 centavos de dólar el litro en mayo de 2004, mientras que el precio de mercado de dicho insumo era de 40, un 23% mayor. En cuanto a la contratación de labores, el ahorro es marcadamente menor: El FF presupuesta la unidad de medida de estos servicios (la UTA) sólo un 9% por debajo de lo que regía al momento de su colocación. El FAID 2011 también permite separar las economías de escala obtenidas en la contratación de servicios de las devengadas en la compra de insumos. El resultado va en la misma dirección que los datos recién expuestos, pero siendo que la diferencia relativa entre aquellas es menor: Tomando el promedio de los casos expuestos en el cuadro 7, el plan del FF es contratar servicios de implantación y fumigación un 16% por debajo de las tarifas vigentes según la publicación Márgenes Agropecuarios, mientras que el ahorro en insumos es de un 29%.

Los Fondos Comunes de Inversión[17]

Introducción a los FCI

La Ley Nº 24.083 de Fondos Comunes de Inversión (FCI), sancionada en el año 1992, establece el marco legal para el funcionamiento de este tipo de instrumentos financieros. Los FCI no constituyen sociedades ni son personas jurídicas, sino que son considerados patrimonios integrados por diferentes activos que pertenecen a diversas personas a las que se les reconocen derechos de copropiedad representados por cuotapartes emitidas al momento de su ingreso en el fondo. Como los FCI son sólo un patrimonio, su dirección y administración estará a cargo de una entidad denominada "Sociedad Gerente", la cual ejercerá la representación colectiva de los inversores que forman el patrimonio del fondo llevando adelante las operaciones de inversión. Por otra parte, existe la "Sociedad Depositaria", cuyo rol principal es la custodia de los bienes integrantes o títulos representativos del fondo. Es importante aclarar que dichas entidades, sus administradores y gerentes son solidaria e ilimitadamente responsables de los perjuicios que pudiera ocasionarse a los cuotapartistas (inversores) por incumplimiento de las disposiciones legales. Además, la Comisión Nacional de Valores es el organismo que tiene a su cargo el registro, control y regulación de los fondos, la Sociedad Gerente y Depositaria; y publica toda la información relevante.

Los FCI se pueden clasificar en Abiertos o Cerrados según el objeto de inversión que desarrollan y los procedimientos inherentes a la suscripción y rescate de cuotapartes. Las cuotapartes son valores negociables y representan el derecho de copropiedad indiviso de los cuotapartistas sobre el patrimonio del fondo. Una de las diferencias tiene que ver con que en los FCI Abiertos la cantidad de cuotapartes en circulación puede aumentar o disminuir a lo largo de la vida del fondo (las cuotapartes pueden ser suscriptas y rescatadas en cualquier momento de la vida del fondo), y en los FCI Cerrados las cuotapartes sólo pueden suscribirse en la oferta inicial y existe una cantidad máxima de las mismas. El cuotapartista sólo puede desentenderse del FCI cerrado mediante la venta de sus cuotapartes en un mercado de valores.

Además los FCI cerrados tienen permitido la realización de objetos de inversión especiales pudiendo integrar el patrimonio con conjuntos de bienes reales o personales y derechos creditorios. Es por ello que el objetivo de inversión generalmente de estos últimos son proyectos en la economía real como por ejemplo proyectos agrícolas (también, inmobiliarios).

Cómo se señaló al inicio del escrito, para evaluar la incidencia de un destino agrario en el total del universo de FCI colocados y catalogar sus características productivas, se ha consultado como fuente de información, la documentación presentada por cada FCI en la Comisión Nacional de Valores, y la base de datos suministrada por la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión (CAFCI). De

[17] Sección escrita en colaboración con Gabriel Scalerandi

toda la documentación de carácter obligatorio que deben presentar, aquí se analiza especialmente el "Reglamento de Gestión" del fondo, que establece las normas contractuales que regirán las relaciones entre el mismo y los cuotapartistas, y especifica los planes de inversión, los gastos de gestión, comisiones y honorarios, y todo lo relativo al funcionamiento del fondo. La sistematización de dicha información hasta el mes de diciembre de 2008 de permite hacer una tipificación de los fondos, y sacar conclusiones acerca de la utilización de este instrumento financiero para la realización de grandes emprendimientos agropecuarios.

Tipificación de los FCI.

De una primera gran clasificación de los FCI en Abiertos y Cerrados, es posible identificar dentro de estos dos grupos una tipificación según el objetivo de inversión, determinado por la clase de activos que componen la cartera de inversión. Para ello se utilizó como fuente, la información que suministra la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión (CAFCI), ente que en la actualidad nuclea a treinta y ocho Sociedades Gerente de un total de sesenta. La tipificación que realiza esta entidad se basa en distinguir dentro de los FCI Abiertos a los fondos de Renta Variable, Renta Fija, Renta Mixta y, los fondos de Plazo Fijo y dinero; y como categoría aparte engloba a los FCI Cerrados.
El cuadro 8 refleja la evolución del patrimonio conjunto de los fondos pertenecientes a las Sociedades Gerente que participaron en cada año de la Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión. Es importante aclarar que dicha entidad a pesar de no incluir a todas las Sociedades Gerente que operan distintos tipos de FCI, tiene una gran representatividad dentro de todo el universo y nucleó en la década analizada (1998-2008) a las Sociedades Gerente más importantes en términos de patrimonio.

Cuadro 8. Evolución del patrimonio conjunto (en millones de pesos) por tipo de fondo, que administran Sociedades Gerente asociadas a CAFCI. 1998-2008.

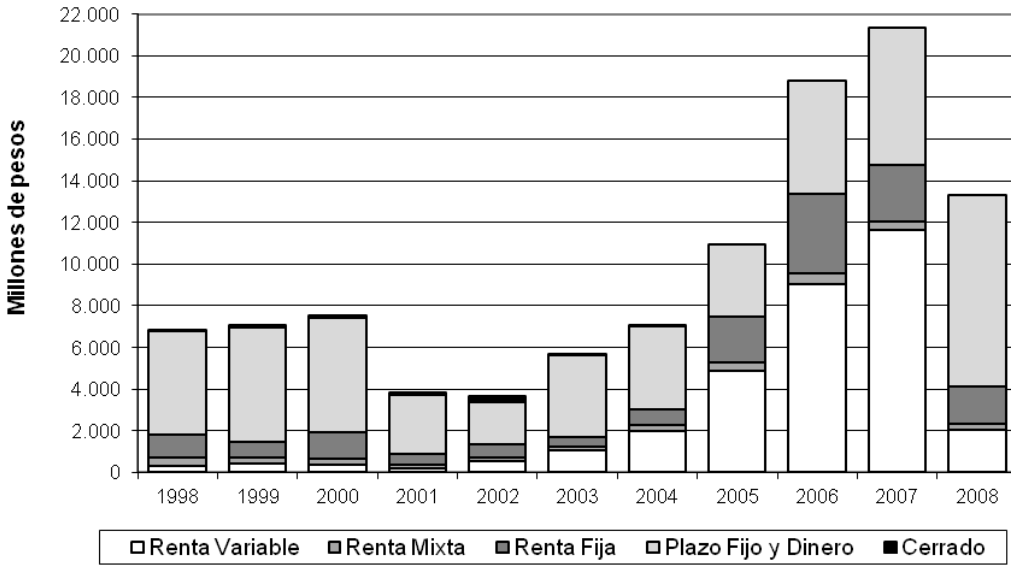
Tipo de Fondo	Concepto	Año										
		1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Renta Variable	Patrimonio conjunto	318	421	388	241	560	1.068	1.985	4.898	9.065	11.640	2.061
	Nº de fondos acum.	68	66	68	69	66	63	57	63	76	89	93
	Promedio	5	6	6	3	8	17	35	78	119	131	22
Renta Mixta	Patrimonio conjunto	396	325	309	159	190	192	296	421	507	448	318
	Nº de fondos acum.	29	28	31	26	28	22	22	19	22	21	25
	Promedio	14	12	10	6	7	9	13	22	23	21	13
Renta Fija	Patrimonio conjunto	1.106	755	1.234	500	602	433	745	2.187	3.809	2.669	1.739
	Nº de fondos acum.	81	84	84	81	74	69	67	71	94	100	103
	Promedio	14	9	15	6	8	6	11	31	41	27	17
Plazo Fijo y Dinero	Patrimonio conjunto	4.983	5.488	5.481	2.848	2.059	3.931	4.004	3.480	5.453	6.627	9.237
	Nº de fondos acum.	50	46	46	43	43	39	40	33	31	30	31
	Promedio	100	119	119	66	48	101	100	105	176	221	298
Cerrado	Patrimonio conjunto	62	92	144	85	285	65	11	0	0	0	0
	Nº de fondos acum.	4	4	7	5	5	5	1	0	0	0	0
	Promedio	16	23	21	17	57	13	11	0	0	0	0
Total	Patrimonio conjunto	6.865	7.081	7.556	3.833	3.696	5.690	7.041	10.986	18.834	21.384	13.355
	Nº de fondos acum.	232	228	236	224	216	198	186	186	223	240	252
	Promedio	30	31	32	17	17	29	38	59	84	89	53
Nº Asociadas a CAFCI		58	53	51	48	45	36	34	36	36	36	38

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CAFCI.

El cálculo del patrimonio conjunto de las asociadas surge de la sumatoria del patrimonio de cada uno de los fondos asociados al 31 de diciembre de cada año. El valor diario de cuotaparte, que surge de

dividir el patrimonio del fondo sobre el número de cuotapartes en circulación, permite conocer con exactitud cuál es el valor de la participación de cada uno de los cuotapartistas al momento que se efectúa la valuación.[18] De dicho valor de cuotaparte están descontados los honorarios de la Sociedad Gerente y Depositaria establecidos en el reglamento de gestión, aunque no se descuentan las posibles comisiones por la suscripción y/o el rescate de las cuotapartes.

Gráfico 4. Evolución de patrimonios netos en pesos (valor a diciembre) de FCI, por tipo y en millones de pesos. 1998-2008.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CAFCI.

Simplificadamente, del gráfico se desprende la ínfima participación en términos de patrimonio que tienen los FCI cerrados frente a los FCI abiertos en sus diversas modalidades. Resulta notoria la gran participación que tienen los Fondos de Plazo Fijo y Dinero (con carteras de inversión compuestas por depósitos en entidades financieras), que en el total del patrimonio conjunto en el período 1998-2004 explican en promedio el 68% del patrimonio de los FCI. Predominancia que en los tres años sucesivos (2005-2007) se ve interrumpida al contribuir en mayor medida los FCI de Renta Variable cuya cartera de activos se compone principalmente de acciones.

Un hecho para destacar es la nula existencia de los FCI cerrados desde el año 2005. Evidentemente el modelo rentístico financiero en el agro al que ciertos especialistas en los últimos años hacen referencia, no se ve reflejado en este tipo de instrumento financiero, que pareciera ser por completo desplazado por los FF. Se puede ver como la desaparición de los FCI se produce en forma sincronizada con el comienzo de la estructuración de este tipo de negocios mediante los FF. Sin embargo, resulta pertinente observar el comportamiento de esta herramienta en su período de existencia, los primeros años del siglo XXI y los últimos de anterior.

Los FCI cerrados: campo y ladrillos

[18] Este sistema de cálculo de valor de cuotaparte no aplica a los llamados Fondos de Dinero, para los cuales se reglamentó que el valor de cuotaparte es $1, ajustándose la cantidad de cuotapartes en circulación para reflejar la variación de aportes de los cuotapartistas y la variación patrimonial por apreciación de los activos que conforman el fondo.

Antes de comenzar a exponer el tipo de objeto de inversión que tuvieron los FCI cerrados, se hace necesario preguntarse sobre las ventajas y riesgos de inversión aparejados a estos instrumentos financieros. Los FCI cerrados se caracterizan por tener al momento de su constitución una cantidad fija de cuotapartes que no puede aumentar o disminuir a lo largo de la vida del fondo. Dado que tienen permitido integrar el patrimonio con conjuntos de bienes reales o personales y derechos creditorios es que se vuelcan a proyectos de inversión en la economía real. Entre las ventajas de formar este tipo de inversión colectiva se puede destacar la posibilidad para el cuotapartista de acceder a una cartera de inversiones muy amplia lo que le permite diversificar el riesgo y acceder a proyectos de inversión que en muchos casos no estarían a su alance si invirtiese en forma individual, siendo que además se desliga del manejo directo de su capital que pasa a una administración profesional, lo que en teoría permite un manejo más eficiente de los recursos. Además la gestión de grandes volúmenes de capital pude generar logros en materia de reducción de costos administrativos o colocaciones a intereses más ventajosos por la formación de economías de escala.

Con respecto al tratamiento impositivo para los FCI cabe destacar que los FCI abiertos y cerrados que invierten en activos financieros están exentos de cualquier impuesto, lo que constituye una gran ventaja. Sin embargo este beneficio no rige para el caso de los FCI Cerrados de objeto específico, como los proyectos agrícolas e inmobiliarios, alcanzados por el impuesto a las ganancias, ganancia mínima presunta, y el impuesto al valor agregado. Esta información se consigna en el cuadro 9. Es probable que este sea el motivo por el cual con posterioridad los emprendimientos agrícolas de las características que se estudian se hayan estructurado mediante Fideicomisos Financieros, que permitían cierta elusión del impuesto a las ganancias.

Cuadro 9. Tratamiento impositivo por tipo de FCI.

Impuesto	**Tipo de Fondo**		
	Abierto	**Cerrado de Activos Financieros**	**Cerrado de Objeto Específico**
Ganancias	No gravado	No gravado	Alícuota del 35%
I.V.A.	No gravado	No gravado	Gravado
Ganancia Mínima Presunta	No gravado	No gravado	Alícuota del 1%. El impuesto a las gcias. es pago a cuenta.
Bienes Personales	No gravado	No gravado	No gravado
Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuenta Corriente	No gravado	No gravado	No gravado

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CAFCI.

Como en toda decisión de inversión, existen riesgos también en los FCI, entre los cuales se puede mencionar: el “riesgo de precio” dado por la posible disminución en el precio de los valores invertidos; “riesgo de tipo de cambio” asociado a que se deprecie la moneda en la que se realizó la inversión del fondo; “riesgo de solvencia del emisor” dado por la posibilidad que el emisor de los valores en los que invierte el Fondo no pueda hacer frente a sus compromisos y obligaciones.

Habiendo realizado un relevamiento de todos los FCI cuya información se encuentra publicada por la Comisión Nacional de Valores se hallaron datos sobre ocho FCI cerrados. Por otra parte, Nava (2003) encuentra cuatro FCI Cerrados más. Dicha información se resume en el cuadro 9, en donde se observa que 8 de los 12 FCI Cerrados relevados en el período que va de 1997 hasta la actualidad son proyectos agrícolas.

Los montos de subscripción máximo para los Fondos agrícolas que se pudieron conseguir datos, rondan de los 6,9 millones de dólares del fondo FONDAGRO a los 20 millones de dólares del fondo FAID 2003. Un dato para destacar es que la totalidad de los fondos agrícolas tienen como moneda de referencia el dólar, lo cual es razonable si se tiene como objeto de inversión a una actividad netamente exportadora. Otra particularidad, son los plazos de vigencia de operación, que van de inversiones realizadas por una campaña agrícola como en el caso de FONDAGRO, FAID 98/99 Y FAID 2003, a inversiones de un horizonte de inversión de cinco años como es el caso de los Fondos Agrícolas "AGRARIUS I" y "AGRARIUS II".

Cuadro 9. Fondos Comunes de Inversión Cerrados, características principales. 1997-2008.

Nombre	Soc. Gerente	Fecha de creación	Plazo de vigencia original	Oferta pública total	Monto min. para constituir	Moneda	Inversión
REMBRANDT PLUS	ABN AMRO ASSET MANAGEMENT Arg. Soc. Gte. de FCI S.A.	20/10/2000	21/05/2003	40.000.000	10.000.000	Dólar	Derivados financieros
AGRARIUS I	Administradora de Titulos y Valores S.A.	14/08/1998	30/09/2003	8.000.000	2.000.000	Dólar	Agrícola
AGRARIUS II	Administradora de Titulos y Valores S.A.	09/09/1999	30/09/2004	8.000.000	2.000.000	Dólar	Agrícola
CHACARERO I	Agra Fond Soc. Gte. de FCI S.A.	s/d	s/d	s/d	s/d	s/d	Agrícola
FCCI INMOBILIARIA Y MOBILIARIA	Bainter Soc. Gte. de FCI S.A.	14/10/2004	14/10/2012	400.000.000 (serie inicial: 7.000.000)	5.000.000	peso	Inmobiliario
FONDAGRO	Mercofond Soc. Gte. de FCI S.A.	06/07/1997	31/07/1998	6.900.000	s/d	Dólar	Agrícola
SUPERFONDO INMOBILIARIO	Santander Investment Soc. Gte. de FCI S.A.	22/07/1998	31/12/2002	100.000.000	5.000.000	Dólar	Inmobiliario
ESTANCIAS DEL PILAR	Urbanizadora Del Pilar S.A. S.G.F.C.I.	08/05/1998	04/06/2009	60.000.000	30.000.000	Dólar	Inmobiliario
FAID 98/99	Unifund Soc. Gte. De FCI S.A.	s/d	31/12/1999	15.000.000	s/d	Dólar	Agrícola
FAID 2003	Unifund Soc. Gte. De FCI S.A.	s/d	31/12/2003	20.000.000	s/d	Dólar	Agrícola
SEEDING I	SEEDING Soc. Gte. De FCI S.A.	s/d	s/d	11.600.000	s/d	Dólar	Agrícola
SUPERFONDO AGRARIO 97/99	Santander Investment Soc. Gte. de FCI S.A.	s/d	31/10/1999	s/d	s/d	s/d	Agrícola

Fuente: Elaboración propia en base a documentos CNV y Nava (2003).

Según se observa de los datos plasmados en el cuadro 9, los Fondos de Inversión Agrícola entre el período 1997-2004 realizaron una oferta pública total de 69,5 millones de dólares, lo cual para el sector resulta una cifra ínfima como fuente de financiamiento.

El funcionamiento de los grandes capitales arrendatarios constituidos como FCI

En esta sección se analizarán las características más relevantes de los FCI Agrícolas que se constituyeron desde el año 1997, con el objeto de observar el tipo de actividad agrícola a la que se orientaron, el monto de inversión realizado, las hectáreas y tipos de cultivos implantados.
Según surge del relevamiento del universo de los FCI Agrícolas desde el año 1997 hasta Diciembre de 2008, sólo se han constituido ocho fondos, los cuales han operado entre las campañas 1997/2004 invirtiendo un monto total según la oferta pública de 69,5 millones de dólares. Cifra a la que debe sumarse el valor por oferta pública total del fondo CHACARERO I y SUPERFONDO AGRARIO 97/99 cuyos datos no han podido rastrearse.
Como característica común de los ocho fondos, se observa que tienen como objeto llevar adelante actividades de siembra en campos de terceros, producción, cosecha y comercialización de los productos agrícolas obtenidos. Además, con el objeto de maximizar las utilidades correspondientes a las inversiones de los cuotapartistas, buscan la minimización del riesgo a partir de la diversificación geográfica y de cultivos y un manejo profesional de los recursos mediante la contratación de un "operador" especializado. Su gran ventaja es, por supuesto, la obtención de economías de escala.
Dada la búsqueda de financiamiento en el mercado de valores, los fondos están sujetos a controles por parte de la autoridad que los regula, que es la Comisión Nacional de Valores. Respecto a los fondos agrícolas hay una compleja estructura organizacional formada por: la Sociedad Gerente que representa colectivamente a los inversores; la Sociedad Depositaria quien se encarga de la custodia del patrimonio del fondo; los inversores, el operador y los propietarios de los campos. El Operador cumple un rol fundamental en los fondos agrícolas, ya que de su eficiencia depende en gran medida el éxito del fondo, al encargarse de la asistencia y dirección técnica del plan de inversiones. Es el capitalista activo. Entre las funciones del Operador se encuentran: la selección y contratación de campos; la selección de contratistas que realizarán la implantación, protección y cosecha de los cultivos; ejecución y control técnico de los cultivos.
Del cuadro 10 en el que constan características principales de los fondos agrícolas relevados entre el período 1997-2008 se observa que los plazos de inversión son de un horizonte corto (una campaña agrícola para los fondos FONDAGRO, FAID 98/99 y, dos campañas para SUPERFONDO AGRARIO 97/99) o mediano (cinco campañas los AGRARIUS I y II y seis para el FAID 2003).
De la contabilización de las hectáreas planeadas para 6 de 8 fondos para las que se encontraron datos, surge que con un monto de inversión estimado total de 69,5 millones de dólares se implantarían en el período 1997-2004 un total de 225.400 hectáreas en campos de terceros (centralizando hipotéticamente todos los valores en una misma campaña).

Cuadro 10. Fondos Comunes Cerrados de Inversión Agrícola, características principales. 1997-2008

Nombre	Campañas	Oferta pública total	Nº Cuotapartes	Monto mín. de suscripción (u$s)	Has. Planeadas	Operador
AGRARIUS I	1998/2003	8.000.000	800	10.000	23.000	Cosechar en Argentina SA
AGRARIUS II	1999/2004	8.000.000	800	10.000	Progresa de 34.500 a 50.000	Cosechar en Argentina SA

CHACARERO I	s/d	s/d	s/d	s/d	s/d	s/d
FONDAGRO	1997/1998	6.900.000	690	10.000	22.000	Cerealoeste SA
FAID 98/99	1998/1999	15.000.000	300	50.000	54.000	Cazenave y Asociados
FAID 2003	1997/2003	20.000.000	400	50.000	52.000	Cazenave y Asociados
SEEDING I	s/d	11.600.000	s/d	s/d	32.000	Seeding Agricultural Fund S.A.
SUPERFONDO AGRARIO 97/99	1997/1999	s/d	s/d	s/d	s/d	Drabble Cereal, Torney, Cofina-Agro, Inagro SH, Pedro Lacaú e Hijos SRL, Juelen.

Fuente: Elaboración propia en base a documentos CNV y Nava (2003).

Analizando el tipo de cultivo implantado en los diferentes fondos se observa una gran diversificación en los tipos y en las zonas geográficas de siembra, práctica razonable para la diversificación del riesgo. Ya se observó que lo mismo ocurría en el caso de los Fideicomisos Financieros. Del cuadro 11, que refleja el área proyectada de siembra por cultivo para cuatro fondos agrícolas, se desprende que la soja no constituía el cultivo predominante y de mayor ocupación en las hectáreas planeadas, sino que el girasol ocupaba la mayor cantidad de hectáreas con 68.403. El segundo cultivo en lugar de importancia para los cuatro fondos en conjunto, era la soja con una superficie planeada de 47.320 hectáreas.

Cuadro 11. Área proyectada de siembra por cultivo para período de vigencia de fondos AGRARIUS I, AGRARIUS II, FONDAGRO, FAID 98/99, SEEDING I. (Período 1997/2004)

Cultivo	Has. Planeadas (campañas 1997/2004)	Participación porcentual
Girasol	68.403	39,4%
Soja	47.320	27,3%
Maíz	24.404	14,1%
Algodón	12.600	7,3%
Trigo	19.473	11,2%
Sorgo	300	0,2%
Maní	900	0,5%
Total	173.400	100,0%

Fuente: Elaboración propia en base a documentos CNV y Nava (2003).

Por otra parte, lo fundamental de la implantación se realiza en la región pampeana, aunque también se observan inversiones en zonas de condiciones agroecológicas inferiores como son las tierras de la provincia de Santiago del Estero y Formosa.

Según se desprende del cuadro 11, donde se aprecia el plan de cultivo y modalidad de contratación de la tierra de ciertos fondos, se observa que prevalece como modalidad de contratación de la tierra el arrendamiento y la aparcería.

Desgraciadamente, los documentos disponibles para esta herramienta financiera no son tan completos como los propios de los Fideicomisos Financieros Agrarios. Sin embargo, las superficies emprendidas por una y otra modalidad prácticamente no difieren: La extensión promedio por emprendimiento es de 37.620 has en el caso de los Fideicomisos Financieros, y de 37.583 para los FCI de los que hay datos disponibles, lo que en principio[19] habilita a considerar que los diferenciales de costos hallados previamente entre el gran productor y uno pequeño se reiteran aquí.

Cuadro 12. Fondos Comunes Cerrados de Inversión Agrícola, plan de cultivos y modalidad de contratación de la tierra. 1997-2008

Nombre	Campañas	Has. Planeadas	Cultivos por Has.	Región de cultivo	Modalidad de contratación de la tierra
AGRARIUS I	1998/2003	23.000	Girasol (12.460 ha), soja (8.198 ha), maíz (2.342 ha)	Región pampeana	Arrendamiento y aparcería
AGRARIUS II	1999/2004	De 34.500 a 50.000	Girasol (20.143 ha.), soja (13.322ha.), maíz (4.062ha.) y trigo (4.873ha.)	Región pampeana	Arrendamiento, aparcería y mediería.
CHACARERO I	s/d	s/d	s/d	s/d	s/d
FONDAGRO	1997/1998	22.000	Algodón (9.000 ha), soja (10.00 ha), maíz (3.000 ha).	Nordeste argentino (Chaco, Santa Fe, Formosa y Sgo. Del Estero)	Arrendamiento (53%) y mediería (47%)
FAID 98/99	1998/1999	54.000	Trigo (9.700 ha), maíz (10.300 ha), girasol (25.600 ha), soja (5.700 ha), trigo candeal (400 ha), algodón (1.100 ha), sorgo (300 ha), maní (900 ha)	Región pampeana, noreste y noroeste	Arrendamiento (95%) y aparcería (5%)
FAID 2003	2002/2003	52.000	Girasol, maíz, soja, sorgo, trigo, maní, algodón, poroto y arroz	Región pampeana, noreste y noroeste	s/d
SEEDING I	s/d	32.000	Trigo (4.500 ha), maíz (4.700 ha), girasol (10.200 ha), soja (10.100 ha), algodón (2.500 ha)	Región pampeana y noreste (Bs. As., Santa Fe, Chaco)	s/d
SUPERFONDO AGRARIO 97/99	1997/1999	s/d	s/d	s/d	s/d

Fuente: Elaboración propia en base a documentos CNV y Nava (2003).

Ganancias obtenidas

Se han identificado las distintas ventajas que caracterizan a los grandes capitales arrendatarios de que tratamos. Haciendo abstracción de la disminución de riesgos reseñada, lo que se encuentra fundamentalmente son diferenciales de costos, generados por el incremento en la eficiencia productiva que se genera tanto tranquera adentro –expresado fundamentalmente en la disminución del costo de contratistas de labores por el más pleno aprovechamiento de sus equipos- como fuera, en las empresas proveedoras de insumos, al abaratarse la operatoria comercial de las mismas por concentrarse las ventas en menos clientes y de mayor tamaño. Por otra parte, la posibilidad de constituir un fideicomiso financiero contribuye asimismo a la potencia de la empresa, al permitirle fondearse directamente en el mercado de capitales a una tasa que reparte más a su favor el *spread* bancario o al proveerla de socios

[19] Sólo en principio, ya que varios Fideicomisos Financieros sólo explican una parte de la cantidad total de tierras que implanta el capitalista organizador.

subordinados (en la dirección del proceso productivo) aportantes de capital cuasi-accionario; lo que se traduce en ganancias extraordinarias para el factor capital.

Sintomático de esto es la partida "remuneración al operador" que adjudica el plan inversión como compensación a la empresa que organiza la producción. En los Fideicomisos de Los Grobo y de Cazenave este servicio se tasa entre 26 y 27 dólares por hectárea implantada, siendo que Cazenave sube su prima a entre 36 y 39 dólares en el caso de que el cultivo sea el doble trigo/soja, maní o maíz pisingallo. En contraposición a los demás en cuanto a estas cifras, el fideicomiso que administra AGD sólo prevé 7 U$S por hectárea para la compañía encargada de la siembra. Es para destacar que este dinero se considera presupuestado como parte del *costo* en el contrato de fideicomiso, por lo que tiene prioridad de cobro por encima incluso de los intereses fijos de los títulos de deuda de primera categoría. También se embolsan inmediatamente, como gasto del fideicomiso y no un resultado a distribuir, sus honorarios como organizadores o co-organizadores del emprendimiento financiero. Este se estipula en entre un 0,7% y un 1,15% de los títulos valores colocados en el mercado, valor que, aunque cobrado de forma anticipada, eventualmente saldrá del proceso de trabajo en el campo. Separando el caso del fondo organizado por Deheza –que se vio tiene en este sentido una estrategia marcadamente diferente- y ponderando según superficie planeada al resto, se encuentra que los valores que acabamos de reseñar equivalen al 17,8% de la inversión requerida por hectárea (en soja), considerando costos de implantación, cuidado del cultivo, cosecha y comercialización (no así arrendamiento). Analizando datos de la publicación márgenes agropecuarios (para la superficie más grande que ellos cuantifican –cuya magnitud, 1.500 has., es por cierto muy inferior a la de las empresas de que se trata aquí- se encuentra que estos gastos administrativos no debieran insumir más que entre un 10 y un 13%. De todos modos, y al margen de estos ingresos seguros, todas las empresas organizadoras de los fideicomisos se reservan para sí, sin ofrecerlos al público en general, los *certificados de participación*, que como se ha descrito hacen las veces de acciones del mismo, acreedoras del resultado neto del emprendimiento una vez deducidos de los ingresos los costos de todo tipo y los intereses fijos a los títulos de deuda, si bien, como se ha expuesto en el cuadro 4, tres de los fondos están estructurados de tal forma que no son un mero financiamiento sino una búsqueda de socios entre los que se repartirá el resultado final del mismo.[20]

El caso de los FCI no es idéntico, pero sí muy semejante por cómo se constituyen sus contratos. Un ejemplo, por la información disponible, se obtiene del Agrarius II, fondo que garantiza a sus cuotapartistas un rendimiento básico del 12%. El contrato establece que si la TIR supera ese nivel, la masa de ganancias adicional se repartirá en una proporción 70/30, apareciendo con el porcentaje menor la firma organizadora (que, por cierto, ya cobró a lo largo de todo el período de vigencia del FCI su remuneración como operadora). Vale decir, se paga al capitalista no cuotapartista como si fuera un costo del fondo, y solo se consideran utilidades distribuibles (que valorizan a la cuotaparte) al resto.

[20] Debe decirse en este punto que por un lado está la planificación proyectada sobre estas ganancias teóricas y por otro la realidad de la producción, en la que hasta los más concentrados capitales pueden experimentar serios reveses. Si uno analiza el balance de liquidación del GROBO II, encuentra que declaró pérdidas en 2008 por 12,3 millones de pesos, motivo por el cual no otorgó ninguna prima a los títulos por fuera del interés fijo. Comparando con su plan de inversiones, el quebranto se origina en una cosecha real notoriamente inferior en toneladas a la proyectada. El otro FF organizado por Los Grobo arrojó un superávit mínimo, que apenas dio a los inversores de títulos A una tasa del 6% (el componente fijo era del 4%).

Mientras tanto, el último Fideicomiso que ofreció a sus inversores participación en las utilidades (AGD I) dio rentabilidades efectivas anualizadas realmente muy elevadas: 19% para los títulos de deuda B (que se apropiaron del 17,5% del excedente) y 40% para los títulos de deuda C (con derecho al 55,5% del excedente). FIDEIAGRO 2009, que se limitó a fondearse a cambio de intereses fijos, los ha ido cumpliendo si bien aún el fondo no ha sido liquidado en su totalidad, mientras que el FAID 2011 está aún plenamente en operaciones.

Cuantificando estas variables, tenemos que los 8 millones de dólares centralizados por el Agrarius 2 generaron a lo largo de sus 5 años de vida útil (de acuerdo a lo planeado, según CNV, 1999):

- Remuneraciones y honorarios a operadores y sociedades depositaria y gerente, por U$S 7.444.188
- Honorarios por éxito al operador, por U$S 1.416.218
- Ganancias para los cuotapartistas, por U$S 8.104.510
- Arriendos para terratenientes, por U$S 22.029.071

Sin perjuicio de que habría que desmenuzar el dato sobre *honorarios*, una lectura en bruto que encuentra que los agentes capitalistas de este esquema han más que triplicado el capital inicial en 5 años nos permite afirmar que, pese a que el terrateniente aparece como el principal beneficiario del esquema, la posibilidad de retener parte de la totalidad de la masa de ganancia extraordinaria generada sobre tierras pampeanas es una realidad.

La posibilidad de estas ganancias excedentes habilita a estas empresas a desplazar competidores mediante el sencillo expediente de resignar una pequeña parte de ellas. Esto tiene lugar de dos formas. En primer término, se encuentra que se sostiene y refuerza una tendencia ya observada por Posada y Martínez de Ibarreta (1998), que es la supremacía del *arrendamiento*, en oposición a distintos tipos de aparcería. Este sistema es siempre preferido por los dueños de la tierra ya que los libera de los riesgos climáticos o de precios característicos de la actividad (Azcuy Ameghino, 2008) por lo que, si las condiciones de mercado lo permiten,[21] resulta en una ofrenda apreciada por el terrateniente a la hora de optar por a quien ceder el campo.[22] De los cinco FF constituidos como *pools* de siembra, tenemos datos para tres de ellos, coincidentes y contundentes en este sentido: El GROBO I alquila el 87,5% de la superficie (15.000 has.) mediante este sistema (el restante 12,5% en aparcería), el FIDEAGRO 2009 el 98% de las 35.000 que anualmente planea como promedio y el AGD I el 100% de "sus" 40.000. Amén de que, sobre todo a partir de la devaluación de 2002 -período coincidente con precios de los granos de moderados a muy altos-, este canon ha adquirido la costumbre de pagarse por adelantado, asegurándose así de la forma más completa el sueño del propietario en cuanto a seguridad de cobranza y permitiéndole adicionalmente la capitalización por lo menos pasiva de esa masa de renta. Obviamente es este un costo financiero difícil de afrontar por los jugadores más pequeños. En segundo término, está la posibilidad de cerrar contratos ofreciendo algún quintal más de lo que puede hacerlo el tipo de productor predominante. Los informes técnicos del Fideicomiso Financiero Córdoba I (desgraciadamente los únicos informes periódicos a los que se obligan los tomadores de fondos que están disponibles al público en general, ver Versátil Inversiones, 2007b) detallan campo por campo el costo que les supuso cada alquiler. Allí es evidente la calidad diversa de los campos, pero se entiende que para un buen predio se acordaron entre 13 y 14 quintales por hectárea. Con un rinde promedio de 2,7 toneladas en la provincia, estamos hablando de dejar en las arcas propietario de la tierra un 40 o 45% del producto de un campo de fertilidad por encima de la media.

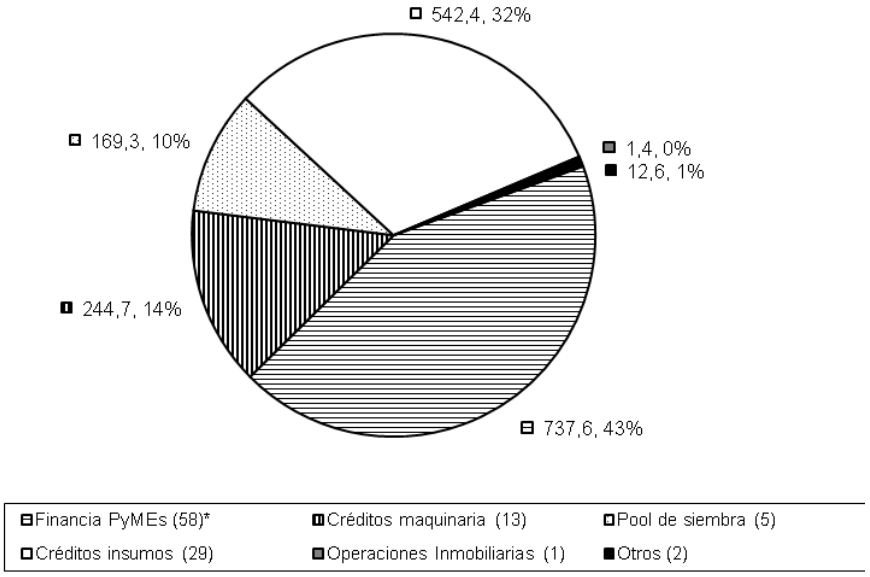
[21] Es notable como a partir de que se produce la drástica baja en las cotizaciones desde los valores pico de mediados de 2008, crecen los contratos "a porcentaje" (Longoni, 2009, da cuenta del fenómeno).

[22] Los propietarios que alquilan sus campos constituyen un universo muy heterogéneo en cuanto a tamaño y trayectoria. Nos hemos introducido a la primera de estas cuestiones ya, cuando al analizar la dispersión geográfica de las tierras arrendadas por los fideicomisos, nos referimos a la distinta envergadura de los cedentes. La trayectoria productiva asimismo es distinta, pues no solamente se encuentra a terratenientes que históricamente se limitaron al cobro de la renta, sino asimismo a propietarios que previamente dirigían una EAP pero que se vieron desplazados por el rigor de la competencia empresaria y obligados (en condiciones más o menos favorables, ver Azcuy Ameghino y Fernández, 2008) a adoptar el rol pasivo en el proceso de apropiación del excedente generado sobre la parcela.

Otras aplicaciones de los fondos controlados por la CNV

El de organizar la producción a gran escala ha sido el único destino agropecuario de los FCI. Sin embargo, como ya se señalado, en el caso de los FF puede hacerse una tipificación más diversa a la hora de dar cuenta de cuánto han influido sobre el sector. En total, entre 2004 y 2008, se halló que 1.708 millones de pesos se han volcado, de una u otra forma, a financiar actividades del sector agropecuario. El gráfico 5 sintetiza la clasificación presentada en el cuadro 2.

Gráfico 5. Montos canalizados a través de FF al sector agrario, en millones de pesos. Acumulado 2004-2008.



* Entre paréntesis la cantidad de Operaciones
Fuente: Elaboración propia en base a documentos de la CNV.

Anteriormente el análisis se centró en el subtipo referido a la conformación de pooles de siembra mediante esta figura. Sin embargo, este subtipo –pese a su significatividad y potencial- es una porción minoritaria del espectro analizado. Mientras que sólo se ha destinado el 10% de los fondos "FF agrarios" a él, se encuentra que el grueso del metálico se ha destinado, también en esta esfera, a la principal finalidad que cumplen los Fideicomisos Financieros: La titulización, la posibilidad de recolocar créditos cedidos, obteniendo así financiamiento directamente del mercado de capitales.
La propuesta aquí es analizar la lógica de funcionamiento y la magnitud de las cifras en juego mediante este otro subtipo.

Dos variaciones

Los fondos para financiar campañas agrícolas exceptuando los que adoptan la forma de pool de siembra, son los expuestos en el gráfico 5 como créditos de insumos, maquinaria y "financia PYMES". Esto se desglosa en el cuadro 13.

Cuadro 13. Colocaciones de Fideicomisos Financieros agropecuarios seleccionados (en millones de pesos), según destino de fondos. 2004-2008

Clasificación		2004	2005	2006	2007	2008	Total
Financia PyMEs	Monto	36,5	135,3	182,8	272,2	110,8	737,6
	Fideicomisos	4	13	12	21	8	58
Maquinaria	Monto		49,5	98,9	39,3	57	244,7
	Fideicomisos		1	4	4	4	13
Insumos	Monto	22,4	32,3	99,4	157,1	231,2	542,4
	Fideicomisos	1	2	5	9	12	29

Fuente: Elaboración propia en base a documentos de la CNV.

Las dos primeras mencionadas se corresponden con el proceso de titulación más clásico. Un activo ilíquido, como es un préstamo, adquiere la posibilidad de ser comercializado, lo que permite un reparto del *spread* bancario (al colocarse la tasa de rendimiento de los títulos emitidos a mitad de camino entre las activas y pasivas bancarias); amén del beneficio fiscal que significó al estar exentos del impuesto a las ganancias.

En cuanto a la venta de insumos, las gestoras del proceso, que aparecen como fiduciantes en el esquema titulizando sus propios créditos al capital productivo, son en lo fundamental reconocidas casas proveedoras de insumos. Se destacan Seminium (operaciones por 90 millones de pesos en el período), Lartirigoyen (76 millones) Dow Agrosciences (74 millones), Don Mario (65 millones); pero siendo que el primer puesto se lo adjudica AGD, que tituliza sus operaciones de ventas de insumos por 114 millones de pesos. Como veremos con posterioridad en las operaciones de "financiamiento PYMES", esta también resulta una forma en la que el eslabón industrializador/comercializador de las cosechas estructura su negocio, como se desprende de la redacción del prospecto de la serie de FFs "Agroaval":

> *"Las operaciones crediticias tienen su retribución ya sea en el mayor valor que se carga por precio financiado, o en el interés que se carga por un adelanto de dinero. Pero aparte de esta* ***normal*** *retribución a los fondos empleados en la operación, AGD pretende, dentro de lo posible, que los financiamientos otorgados tengan un compromiso adicional de venta de mercadería por parte del cliente hacia AGD."* (CNV, 2006a, pp. 14-15, destacado mío, DF).

No ocurre lo mismo con las operaciones de provisión de maquinaria. Estas, en lo fundamental son operatorias de *leasing*, que organizan bancos u otras entidades financieras, fundamentalmente CGM, el Banco de Galicia y el Nuevo Banco Bisel. Estos comercian maquinaria intermediando entre la industria del ramo y los contratistas de servicios, empresas que parecen no haber alcanzado la envergadura o experiencia suficiente para participar por sí mismas de estos canales de comercialización.

La participación de financiamiento por esta vía al sector es, pese a involucrar grandes operaciones individuales, marginal en relación a lo que en el período se puede estimar son los requerimientos de inversiones del sector. Se puede estimar que las operaciones de crédito fondeadas con FFs sólo constituirían entre el 0,4% y el 1,4% para el mercado argentino de agroquímicos (cuantificado por CASAFE) y entre el 1,1% y el 4% del de maquinaria agrícola (tomando información de INDEC y revistas Márgenes Agropecuarios y Agromercado).

En la tercera categoría de los FF aquí reseñados lo que se tituliza son promesas de pago por parte de los "productores" PyMes que a cambio reciben un fondeo directo del mercado de capitales, logrando de esta forma la reducción de tasa de interés respecto a la que accederían por los canales tradicionales de crédito.

Las fiduciantes así son las propias PyMes, que fideicomiten *"Letras de Cambio a la vista, libradas por cada Pyme,* […] *Créditos emergentes de los Boletos de Compraventa de Cereales, Oleaginosos y demás Productos de la Agricultura, cedidas por las Pymes Seleccionadas,* […] *Cobranzas de Exportación Cedidas por el Exportador"* (CNV, 2006b, p. 9). A cambio de esta promesa se fondean con crédito que debe ser aplicado a la producción de los bienes a exportar, cuya venta está afectada a la reposición del capital acrecentado por los intereses.

En el esquema presentado, además de generarse ganancias financieras para los diversos agentes que deben intervenir en el proceso (un banco que cumpla el rol de fiduciario, la compañía financiera organizadora, la aseguradora, la calificadora de riesgo), se establece una vinculación directa entre las PyMES y una empresa que se adjudica el rol monopsonista de adquirir la cosecha y posteriormente colocarla en el mercado mundial. Se revela esta como una forma en la que las empresas comercializadoras estructuran su red de empresas subordinadas. Se destaca Nidera, organizando entre 2004 y 2008 ocho Fideicomisos Financieros de la serie "Aval Rural" por 170,3 millones de pesos, Vincentín, participando de 18 FFs por 106,3 millones,[23] el Grupo Glencore (106,2 millones distribuidos en 9 emprendimientos) y Cremer y Asociados SA (80 millones en 8 FFs); como, en un segundo plano, Dreyfus (49 millones) y Bunge (40 millones).

En su estudio sobre las Unidades de Producción *Campesinas,* Luis Llambí (1981) enumeró y describió las diferentes formas en que al insertarse en el modo capitalista de producción, las unidades campesinas pueden verse *subordinadas* (concepto el de subordinación que diferencia del de "subsunción", ya que esta implica la *"pérdida absoluta del control de los medio de producción"* -p. 143-) por las grandes empresas capitalistas que dominan el financiamiento, la comercialización y la industrialización de lo que producen. Aunque el autor se refiere a unidades propiamente campesinas, su análisis del proceso de subordinación propiciado por la agroindustria es particularmente ilustrativo del punto analizado aquí para la producción chacarera y de otras PYMES agrícolas:

> *"pueden establecer relaciones de diferente tipo: financieras (créditos en dinero o en producto –insumos-), comerciales (abastecimiento de insumos para la producción y adquisición de la producción campesina), técnicas…*
>
> *"La empresa industrial suele asumir estas relaciones atendiendo generalmente a dos objetivos: a) solucionar un problema de abastecimiento y/o ampliar su mercado; y b) extraer la máxima rentabilidad a su capital a través de la generación de márgenes adicionales de ganancia.*
>
> *"Para la Unidad de Producción Campesina la relación puede ser atractiva en cualquiera de las situaciones siguientes:* […] *b) si le permite incorporar tecnologías a las que anteriormente no tenía acceso; c) si le brinda acceso a fuentes de financiamiento y/o abastecimiento relativamente estables y seguras a las que anteriormente no podía acceder; y d) si le da acceso a un mercado relativamente 'estable' y 'seguro' para su producción.*
>
> *"La relación, por supuesto, comporta un 'costo' económico para ella. Parte de sus excedentes serán extraídos en forma de 'intereses', 'márgenes de ganancia', 'cobro de servicios'. Sin embargo, su situación en función de la posibilidad de generar y retener al*

[23] La mayor parte de los FFs de este subtipo son compartidos por varias empresas exportadoras. Ante la ausencia del dato sobre la participación en las compras a los productores de cada una de ellas, se ha dividido el monto total por el número de concurrentes.

menos una parte de los excedentes a los que antes no podía quizá acceder, puede ser considerablemente superior a la precedente.

"Mientras la unidad de producción sea relativamente libre para tomar sus decisiones, las relaciones con la empresa industrial asumen la forma de una típica relación de mercado. No obstante su capacidad de control sobre sus propios medios de producción ha sido menguada y lo que es más importante aún, las condiciones de producción y reproducción de la unidad han pasado a depender de un agente externo." (p. 151).

Los montos involucrados por las operaciones reseñadas equivalieron a 226,6 miles de toneladas de soja por año en promedio, cantidades que se proveyeron las casas comerciales especificadas. Los FFs son una de las formas en las cuales las grandes empresas comerciales que oligopolizan las exportaciones argentinas estructuran una parte de su negocio, subordinando a empresas de menor envergadura que si bien retroceden en el reparto del ingreso de la cadena de valor, pueden encontrar un acceso a financiamiento barato que de otra forma les estaría vedado.

Las EAPs así subordinadas son definidas como PYMES en los FFs. La definición legal de este concepto difiere en gran medida de la figura del pequeño productor o chacarero. En efecto, la figura que más acertadamente le calzaría sería la de *microempresa* agropecuaria, ya que trasladando la facturación máxima que permite esta categoría a has. de soja de rinde promedio, queda implicado un predio de 178 has en 2008. La facturación máxima que tolera una *pequeña* empresa del sector ($3.040.000) se traduce en 1.188 has. y una explotación de 7.126 has. cuadra en la categoría de *mediana*.

La revisión de los datos desagregados sobre los créditos individuales cedidos, donde es posible, permite observar los diferentes tamaños de EAPs que participan de la red, registrándose operaciones que forman parte de los paquetes de 50.000 dólares hasta 500.000.[24]

Significatividad y resumen

Como vimos previamente, lo más importante a la hora de analizar los pools de siembra organizados mediante fideicomisos financieros o fondos comunes de inversión fue el poder aprovechar la abundancia de información que se encuentra disponible sobre los mismos, con el objeto de poder comprender características que son comunes a todo capital de gran escala. Sin embargo, el financiamiento generado mediante Fideicomisos para la compra de insumos o maquinarias, incluyendo los créditos a PyMEs que hemos analizado en último lugar, sí tiene un peso a escala sectorial de consideración.

En efecto, se puede observar en el cuadro 14 como el cociente entre lo canalizado por FFs y lo por el sistema bancario "tradicional" crece hasta alcanzar el 12,3% en 2006, para decrecer en 2007 (si bien se incrementa la masa de dinero implicada) y volver a retroceder en 2008, año de retroceso general para los FFs destinados en general al sector agropecuario.

Cuadro 14. Financiación al sector productor de cereales y oleaginosas, entidades bancarias y FFs en millones de pesos. 2004-2008.

Año	Entidades bancarias	FFs	relación
2004	996	59	5,9%

[24] La dispersión en el caso de las operaciones titulizadas de venta de insumos y maquinaria es mucho mayor, con préstamos de menos de 5.000 U$S y de 1,7 U$S millones.

2005	1.973	217	11,0%
2006	3.105	381	12,3%
2007	4.560	469	10,3%
2008	5.236	399	7,6%

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA y documentos de CNV

Si consideramos la campaña 2006/07, es posible, a trazo grueso, estimar la totalidad de financiamiento requerido. Tomando datos de SAGPyA sobre toneladas producidas para maíz, trigo, soja y girasol y el costo directo por tonelada (asumiendo gastos de cosecha, impuestos y comercialización como pagados tras la cosecha) publicado por la revista *Márgenes Agropecuarios*, se encuentra que estos productos requirieron "enterrar" 12.582 millones de pesos, cifra de la cual el financiamiento tradicional representa el 23%, al que lo prestado vía FFs agrega otro 3% (el grueso de la financiación parece provenir de fondos propios, hipótesis nada extraña dados los excedentes que posibilitaron precios internacionales en niveles relativamente altos y la experiencia reciente de miles de productores de lo onerosas que se pueden convertir las deudas bancarias en una actividad no exenta de riesgos.

Para resumir, se intenta hacer eje en el componente más importante de la masa fiduciaria destinada al sector agropecuario en el período de auge de los Fideicomisos Financieros, haciendo hincapié en las asimétricas relaciones de mercado que le dan origen. En efecto, los fideicomisos así constituidos son formas en la que las grandes empresas de la comercialización estructuran parte de su red de proveedores, ampliándoles a su vez a estos ciertas posibilidades (crédito a menor tasa) con la condición de avanzar en términos porcentuales sobre los ingresos totales de la cadena de valor. Los FFs han constituído un 3% de las necesidades aparentes de financiamiento del sector granarlo, y han llegado a representar el 11% del que este buscó en forma externa.

Repaso final

En las postrimerías del conflicto agrario del segundo trimestre de 2008, cuando la pulseada se trasladó a las cámaras legislativas, se incorporó una propuesta de segmentación de retenciones que regiría por algunos meses si se aprobaba la iniciativa. Consultado al respecto, el titular de Confederaciones Rurales Argentinas (CRA), proponía que *"habría que distinguir entre los pooles integrados por productores argentinos de aquellos armados a través de fideicomisos financieros"* (Gallo, 2008, p. 9).

En este trabajo nos hemos ocupado extensamente de los grandes capitales organizados a través de esta figura jurídica, y de aquellos estructurados mediante Fondos Comunes de Inversión, y como un primer resultado lo que se puede es contextualizar esta idea: Los *pools* de siembra armados mediante estos instrumentos de oferta pública han sido solamente trece, y siendo que sólo había dos en funcionamiento en la campaña 2008/09. El mesurar la importancia de estos constituía un objetivo secundario pero necesario de esta parte de la investigación.

El motivo principal de este análisis fue otro: fue el de aprovechar la relativa transparencia con que tienen que manejarse quienes se fondeen en mercados públicos, para obtener información sobre su estrategia de funcionamiento, con la idea de que, en principio, la mayor parte de las ventajas que logran los capitales que se organizan con este sistema son replicables por otras empresas que igualen, por otras vías, la envergadura que estos llegan a tener.

Lo que se encuentra es que, en primer lugar, el sujeto activo tanto de los FF como de los FCI de siembra no es el inversor externo, sino el gran capital arrendatario con tradición en el sector: dos FF fueron administrados por Los Grobo y dos por el estudio Cazenave & asociados, mientras que el restante colabora con las "operaciones de originación" de una firma agroindustrial también de larga

historia (parte de esa verdadera cúpula del sector agrario, al decir de Sartelli et al., 2008, p. 100), como es AGD. Por su parte, dos de los FCI fueron organizados asimismo por Cazenave, y otros por la casa de acopio Cerealoeste SA, la agropecuaria Pedro Lacau e Hijos SA, "Cosechar en Argentina SA", sociedad controlada por Agritech Inversora SA (frutícola), quedando sólo un fondo bajo administración de una empresa específicamente financiera, el Seeding, de la Seeding Agricultural Fund SA. Es decir, los FF y los FCI son instrumentos mediante los cuales estos capitales arrendatarios se fondean, tanto obteniendo dinero relativamente barato al considerar las tasas activas bancarias o al encontrar socios que serán cuotapartistas sobre el resultado del proceso de producción, y a su vez amplían su escala, lo que repercute en los costos operativos tanto para las tierras afectadas al fideicomiso como para las del resto de su operatoria. Este es un segundo resultado, la medición de las economías que se dan en la producción de granos, que estas empresas pasan a disfrutar y a utilizar en la competencia contra firmas menores, en la que también repercute su menor exposición a riesgos.

Bibliografía

- **Azcuy Ameghino, E. y Fernández, D. (2008).** "Causas, mecanismos, problemas y debates en torno al proceso de concentración del capital agrario en la región pampeana: 1988-2007". En *Actas de las V Jornadas de Investigación y Debate: Trabajo, propiedad y tecnología en el mundo rural argentino*. UNQui.
- **Azcuy Ameghino, Eduardo y Fernández, Diego (2007).** "Yo acumulo, tu desacumulas, él se funde: en torno a los mecanismos económicos del proceso de concentración del capital en la agricultura argentina". En *Actas de las V jornadas interdisciplinarias de estudios agrarios y agroindustriales*; CIEA-FCE-UBA, Buenos Aires.
- **Azcuy Ameguino, E. (2008).** "Las vicisitudes de la ganancia extraordinaria: apuntes sobre la renta de la tierra en la Argentina de la sojización". En *Documentos del CIEA*, FCE-UBA.
- **Bisang, R. (2008)**. "El desarrollo agropecuario argentino en las últimas décadas. ¿Volver a creer?", en B. Kosacoff (ed.) *Crisis, recuperaciones y nuevos dilemas. La economía argentina 2002-2007*, capítulo VI, CEPAL.
- **Brodersohn, M. (2008).** "La Propuesta Anti-Inflacionaria 'In Artículo Mortis' de Martín Lousteau". En *Informe Especial Econométrica* n° 390.
- **C.N.V. (1999).** Prospecto de Emisión del Fondo Común Cerrado de Inversión Agrícola AGRARIUS. Disponible en http://www.cnv.gov.ar
- **Casas, D. (2007, diciembre 2).** "Gustavo Grobocopatel: el ambicioso rey de la soja". *La Nación. Enfoques*, p. 24.
- **Cloquell, S. y Azcuy Ameghino, E. (2005)** "Las reformas neoliberales y las transformaciones en la estructura social agraria pampeana (1991-2001)". En Revista *ALASRU*, n° 1.
- **CNV (2006a).** Suplemento al Prospecto del Programa Global AGROAVAL II fideicomiso financiero. Disponible en http://www.cnv.gov.ar
- **CNV (2006b).** Suplemento al Prospecto de Secupyme XX Fideicomiso Financiero. Disponible en http://www.cnv.gov.ar
- **De Martinelli, G. (2008).** "Pools de siembra y contratistas de labores. Nuevos y viejos actores sociales en la expansión pampeana reciente". En Balsa, J., Di Mateo, G. y Hospital, M. (comps.) *Pasado y presente en el agro argentino.* Buenos Aires: Lumiere.
- **Estefanell, G. (Ed.), de Basco, M., Cirio, F., Obschatko, E., Ras, C. y Torres Soto, H. (1997).** *El sector agroalimentario argentino en los 90'*. Buenos Aires: IICA.

- **Fernández, D. (2008).** "El fuelle del Estado: Sobre la incidencia de las políticas públicas en la concentración de la producción agrícola pampeana (1989-2001)". En *Documentos de trabajo del CIEA*, nº 3. FCE-UBA.
- **Fernández, Diego (2009).** "Sobre la relevancia de importantes herramientas financieras en la financiación de las cosechas". En *Actas de las XV Jornadas de Epistemología de las Ciencias Económicas*, FCE-UBA.
- **Fernández, D. (2010).** "Concentración económica en la región pampeana: el caso de los fideicomisos financieros". En *Mundo Agrario*, n°21, 2° semestre.
- **Fernández, D. y Scalerandi, G. (2009).** "Una vez más sobre el pez grande y el pez chico en la región pampeana: Fondos Comunes de Inversión en el agro y la disputa de la ganancia extraordinaria." En *Actas de las VI jornadas interdisciplinarias de estudios agrarios y agroindustriales*; CIEA-FCE-UBA, Buenos Aires
- **Gallo, A. (2008, junio 29).** "Habría mayores retenciones para pooles y menos para chacareros". *Clarín. El país*, p. 9.
- **Galluscio, J. (2003).** "Fideicomisos: Una alternativa que llegó para quedarse". En *Indicadores de la Nueva Economía*, n°2, Universidad de Belgrano.
- **Grobocopatel, G. (2006, agosto 13).** "Proceso revolucionario". *Página/12. Cash*, p. 5.
- **Iñigo Carrera, J. (2007).** *La formación económica de la sociedad argentina. Volumen 1*. (1ª ed.). Buenos Aires: Imago Mundi.
- **Koutsoyiannis, A. (1985).** *Microeconomía moderna.* (1ª ed.). Buenos Aires: Amorrortu.
- **Lema, D. (1999).** "El crecimiento de la agricultura argentina: Un análisis de productividad y ventajas comparativas". En Actas de las Primeras Jornadas Interdisciplinarias de Estudios Agrarios y Agroindustriales, FCE-UBA.
- **Llambí, L. (1981).** "Las unidades de producción campesina en un intento de **teorización**"; en *Estudios Rurales Latinoamericanos*, Vol 4, Nro 2.
- **Longoni, M. (2009, abril 13).** "Por las pérdidas, los contratistas bajan los alquileres de los campos". *Clarín. El País*, p. 14.
- **Mackeprang, H. (2002).** *Fideicomisos agropecuarios. Una alternativa para financiar al sector*. Tesis de Maestría inédita. Maestría en Agronegocios y Alimentos. Universidad de Buenos Aires, FAUBA.
- **Nava, O. (2003).** *Políticas de financiamiento de la producción agropecuaria.* (Doc. A-16); Estudio 1.EG.33.7, Componente A; Prestamo BID 925/OC-AR. Pre II. Secretaria de Política Económica, Ministerio de Economía de la Nación.
- **Posada, M. y Martínez De Ibarreta, M. (1998).** "Capital financiero y producción agrícola: Los pools de siembra en la región pampeana". En *Realidad Económica*, n° 153.
- **Reca, L. y Parellada, G. (2001).** *El sector agropecuario argentino. Aspectos de su evolución, razones de su crecimiento reciente y posibilidades futuras.* Editorial Facultad de Agronomía: Buenos Aires.
- **ROAGRO (2007).** *El maní nace con buenas perspectivas*. Disponible en http://www.roagro.com.ar/ noticias.
- **Sábato, J. (1981).** *La pampa pródiga: claves de una frustración*. Buenos Aires: CICEA.
- **Sartelli, E., Harari, F., Kabat, M., Kornblihtt, J., Baudino, V., Dachevsky, F. y Sanz Cerbino, G. (2008).** *Patrones en la ruta* (1ª ed.). Buenos Aires: RyR Ediciones.
- **Trigo, E., Chudnovsky, D., Cap, E. y López, A. (2002).** *Los transgénicos en la agricultura argentina: una historia con final abierto*. Buenos Aires: Libros del Zorzal/IICA.
- **Versátil Inversiones (2007a).** *Informe de situación general al 31/07/2007*. Disponible en www.cbabursatil.com.ar

- **Versátil Inversiones (2007b).** *Informe de situación general al 30/09/2007*. Disponible en www.cbabursatil.com.ar
- **Zlotnik, C. (2006, abril 30).** "Tres especialistas explican el boom de los fideicomisos". *Página/12, Cash*. p. 5.

Documentos de la Comisión Nacional de Valores

Suplemento de prospecto
Contrato de Fideicomiso
Aviso de colocación
Resultado de colocación
Balance del FF
Reglamentos de Gestión de los FCI
Prospecto de Fondos Cerrados
Memorias de la CAFCI