

## Alternativas de financiamiento para el sector productivo

*Las fuentes de financiamiento de las empresas provienen básicamente de sus propios socios o de terceros. En Uruguay, tradicionalmente esta última modalidad ha estado representada básicamente por financiamiento bancario. Ahora bien, el financiamiento bancario normalmente debe ajustarse a ciertos requerimientos formales, cumplir con las normas bancocentralistas y contar con garantías reales. El desarrollo de la ingeniería financiera permite diseñar esquemas alternativos de financiamiento, con o sin intervención de entidades bancarias tradicionales, y a través de la utilización de instrumentos financieros innovadores.*

### **Dra. Silvana M. Isidori**

Uruguay es un país fundamentalmente agropecuario. De hecho, los datos de solicitudes de exportación de 2005 muestran que los agronegocios representan el 68% del volumen total de exportaciones del país. La proporción es similar a la del año previo.

Esos datos consideran como exportaciones del sector de agronegocios a las de productos primarios del campo (lana sucia, granos, animales en pie) y a las de productos de primera transformación (la producción de las industrias frigorífica, curtidora, topista, etc.).

La crisis financiera y los factores macroeconómicos que han afectado al país han indudablemente impactado en el sector productivo. Las discusiones tendientes a alcanzar acuerdos para la refinanciación de deudas y las dificultades de acceso al crédito de los productores e industrias relacionadas con el sector agropecuario –en especial a nivel de las pymes– no hacen más que poner de manifiesto la necesidad de recurrir a nuevas modalidades de financiamiento. Porque las necesidades de crédito también son crecientes, y porque el sector no puede –ni debe– quedar paralizado.

Estudios realizados por el Banco Interamericano de Desarrollo en la región, han verificado empíricamente que el sector rural ha sido relegado en la canalización del crédito, con la excepción de la banca pública. Ello se explica en gran parte debido a ciertos problemas básicos que caracterizan a los ámbitos rurales: (i) una combinación de altos niveles de riesgo en la producción, (ii) un escenario físico e institucional que aumenta los costos de transacción (dispersión espacial, pobreza, estacionalidad del ingreso, marcos jurídicos débiles, infraestructuras físicas pobres, etc.), y (iii) la adquisición y transmisión de información es costosa en medios rurales.

La resolución de esa problemática tiene una importancia crucial para nuestro país. El desarrollo de los sistemas financieros es un elemento fundamental para el crecimiento y el desarrollo económico. El financiamiento permite liberar y realizar el potencial económico de grupos de población cada vez mayores, canalizando recursos de capital con un manejo eficiente de riesgos. De hecho se ha demostrado que existe una correlación positiva entre el desarrollo de los mercados financieros y el crecimiento económico.

En este marco, se han venido procesando dos líneas de cambio procurando canalizar adecuadamente y potenciar el financiamiento requerido por los sectores productivos. Por un lado, el surgimiento y proliferación de las instituciones microfinancieras (tema ya comentado en esta columna semanas atrás). Por otro lado, a través del mercado de capitales y la adopción de instrumentos innovadores.

## **¿A qué refieren los instrumentos innovadores de financiamiento?**

Ante las restricciones que presentan los mecanismos de financiamiento tradicional, la utilización de los fondos acumulados en inversores institucionales e individuales, surge como una alternativa natural y altamente atractiva de financiamiento.

Los vehículos apropiados para canalizar el ahorro hacia los sectores productivos pueden ser: los fideicomisos (de inversión, de garantía o financieros), factoring, warrants, sociedades de garantía recíproca, pools de siembra, fondos de inversión.

Concentrémonos en los fideicomisos. Los fideicomisos son herramientas versátiles y adaptables a las necesidades de diferentes negocios, y que por la vasta experiencia en otros países –en particular podemos considerar la de los países vecinos- han demostrado ser una alternativa viable a la hora de estructurar financiamientos para el sector productivo.

En efecto, los fideicomisos han sido utilizados con éxito para estructurar negocios de inversión en la actividad agrícola y ganadera, pero también en la forestal, inmobiliaria, infraestructura, para financiar la venta de productos de consumo, para financiar a empresas de servicios y hasta a las propias entidades financieras, entre otras aplicaciones. El fondeo requerido se puede canalizar tanto a través del mercado de capitales como a través de entidades financieras (bancos comerciales, bancos de desarrollo, fondos de inversión, etc.) o de empresas que de alguna manera participen en la cadena de producción, comercial o de servicios de que se trate.

## **¿Qué son los fideicomisos?**

El fideicomiso es un negocio jurídico en virtud del cual una persona (fideicomitente) transmite la propiedad fiduciaria de determinados bienes a otra (fiduciario), para que la ejerza de acuerdo con la finalidad determinada por el fideicomitente, en beneficio de la persona que éste designe en el acto de constitución (beneficiario) y si, correspondiere, los transmita al cumplimiento de un plazo o condición al fideicomitente o al beneficiario.

La Ley 17.703 aportó el marco regulatorio básico para este instituto que no estaba previsto por el derecho Uruguayo. Uno de los propósitos principales que impulsaron la regulación de los fideicomisos, tal como se expresó en la exposición de motivos de su proyecto de ley oportunamente, fue el de facilitar el crédito y la reactivación económica a través de nuevos mecanismos jurídicos.

Es verdad que desde hace años los bancos ofrecían en plaza servicios fiduciarios, fundamentalmente como instrumentos de inversión, en cuyo caso el fiduciario que recibía los bienes aportados por el fiduciante (el cliente) debía afectarlos a determinado fin según el marco de instrucciones del cliente, pero con una nota que diferencia radicalmente un negocio fiduciario de un fideicomiso: el fiduciario incorporaba los bienes aportados a su propio patrimonio.

En ese contexto, era necesaria una normativa específica que reconociera y permitiera jurídica y fácticamente obtener el desdoblamiento del derecho de propiedad respecto de los bienes aportados a un fideicomiso y la constitución de éste como un patrimonio independiente del fideicomitente, del fiduciario y de todo otro sujeto o entidad que pudiera intervenir en el negocio.

En el fideicomiso el beneficiario no obtiene un derecho de naturaleza real. Se reconoce sí una propiedad independiente del patrimonio del fiduciario, a través de la creación de un patrimonio de afectación.

## **¿Qué clases de fideicomisos pueden adoptarse?**

La ley clasifica a los fideicomisos según su forma de constitución: por acto entre vivos o por testamento. Dejando de lado los fideicomisos testamentarios, únicamente distingue los fideicomisos financieros, cuyos beneficiarios son titulares de certificados de participación en el dominio fiduciario (conjunto de bienes transferidos al fideicomiso), de títulos representativos de deuda garantizados con los bienes que integran el fideicomiso, o de títulos mixtos que otorgan derechos de crédito y derechos de participación sobre el remanente. Certificados y títulos pueden ofrecerse en el mercado de valores (oferta pública) o en forma privada.

A través de la figura del fideicomiso financiero se hace posible otorgar financiamientos estructurados, mediante vehículos que actúan como puente entre los inversores y las empresas o sujetos con necesidad de fondos, y que a su vez pueden transformar activos ilíquidos como son los derechos de crédito, en títulos valores negociables que gozan de significativa mayor liquidez.

Por ejemplo, es posible tomar una cartera de créditos hipotecarios, créditos contra un organismo del Estado por subsidios, créditos contra clientes locales o del exterior, y transferirlos a un fideicomiso. Mediante una emisión de títulos por el fideicomiso garantizada por esos activos, el riesgo de la deuda emitida deja de ser el del tenedor original de esos activos, ya que al trasladarlos a un fideicomiso, el riesgo pasa ser el riesgo de los deudores de los créditos transferidos. Con lo cual, no solamente se logra obtener liquidez a partir de esa cartera de créditos sino también –según los casos- poder obtener un mejor perfil de riesgo.

Más allá de las clases de fideicomisos recogidas por la Ley Uruguaya, la doctrina ha elaborado clasificaciones de los fideicomisos según los fines perseguidos por los mismos, principalmente, fideicomisos de administración, de garantía y de inversión.

En un fideicomiso de administración la única y principal finalidad del negocio radica en la transferencia de los bienes fideicomitados para que el fiduciario los administre hasta que se cumpla el plazo o condición pactada, momento en el cual la propiedad de dichos bienes pasará nuevamente al fideicomitente (propietario original). Los fideicomisos de inversión son una modalidad de los fideicomisos de administración, en los cuales además del manejo de los bienes fideicomitados, el fiduciario recibe instrucciones de adquirir ciertos bienes o realizar ciertas colocaciones que puedan generar rendimientos interesantes.

Los fideicomisos de garantía, a diferencia del anterior, se constituyen con la finalidad de que los bienes transferidos al fideicomiso aseguren el cumplimiento de una obligación a cargo del titular original de esos bienes o a cargo de un tercero. Si se acredita el incumplimiento de la o las obligaciones garantizadas el fiduciario deberá proceder de acuerdo a lo indicado en el respectivo contrato de fideicomiso o en la ley, en su defecto.

El fideicomiso de garantía puede habilitar al fiduciario a vender directamente los bienes en garantía sin necesidad de realizar remate público. Esto representa una ventaja muy importante respecto de la ejecución de garantías reales tradicionales (prenda, hipoteca), sumado al hecho de que la garantía se puede hacer efectiva más rápido, sin necesidad de

trámites judiciales de ninguna clase, logrando acelerar los tiempos en forma sustancial y reducir los costos y honorarios que la ejecución conlleva.

Asimismo, es posible que, según la naturaleza de los bienes en garantía, el fideicomitente (propietario original de esos bienes), conserve la tenencia de los mismos (elemento sustancial en casos que dichos bienes permitan al fideicomitente continuar su línea de actividad y generar el flujo de ingresos necesarios para cumplir con las obligaciones incurridas).

En todos los casos, cualquiera sea la clase de fideicomiso, el rol del fiduciario resulta fundamental, y por la responsabilidad que tiene a su cargo, su elección es particularmente relevante en este negocio. Excepto para los fideicomisos financieros, pueden ser fiduciarios cualquier persona física o jurídica. En caso de que una persona participe en cinco o más negocios fiduciarios en un año calendario, deberá registrarse ante el Banco Central del Uruguay y cumplir con los requisitos previstos para los fiduciarios profesionales. Los fiduciarios financieros en todos los casos deben registrarse ante el Banco Central del Uruguay y cumplir con los requerimientos formales y administrativos establecidos por la reglamentación.

### **¿Qué ha ocurrido en la práctica hasta el momento?**

Si bien han aparecido figuras como los fondos de abatimiento del endeudamiento del sector lechero, arrocero y granjero, se han elaborado esquemas de financiamiento comercial a través de los proveedores de insumos o con los compradores finales de los productos, las alternativas innovadoras de financiamiento: fideicomisos, fondos de inversión, pools de siembra, son muy incipientes y sin incidencia significativa hasta la fecha. La salida al mercado de capitales como recurso financiero o la negociación de productos agropecuarios en bolsas de valores están siendo considerados pero su incidencia es aún menor en el sector.

De hecho, los fideicomisos financieros que se han lanzado al mercado de capitales hasta el momento -con la excepción de los fondos de abatimiento de sectores específicos arriba mencionados y que fueron promovidos por el Estado- no se vinculan a actividades productivas sino fundamentalmente al sector servicios.

Cuáles han sido en cierta manera algunos de los obstáculos al desarrollo de esos instrumentos?

- (a) Que el mercado de capitales Uruguayo no está desarrollado y carece de profundidad. En este sentido, la implementación de acuerdos técnicos y de trabajo con Bolsas de Valores de la región y con los inversores institucionales podría facilitar esta apertura. Se ha anunciado por la Bolsa de Valores de Montevideo que se estaría evaluando algún tipo de acuerdo con la Bolsa de Rosario (Argentina).
- (b) Que la normativa fiscal es poco clara en cuanto al tratamiento de algunos de esos instrumentos, y en otros casos la carga fiscal es muy pesada al punto de hacer inviables operaciones con los mismos. Se vuelve necesario, entonces, adoptar medidas en materia tributaria de manera que la utilización de herramientas alternativas de financiamiento no represente una pesada carga tributaria o que incluso, represente alguna ventaja desde ese punto de vista (si existe la voluntad política de dar impulso a dichas herramientas).

- (c) Que existe poco conocimiento y escasa experiencia en el uso de estas herramientas financieras. Es pertinente, en ese sentido, observar ejemplos exitosos en la región y en otras economías emergentes del mundo.

## **¿Cuál es el desafío para el futuro?**

Desarrollar una plataforma de financiamiento y garantías de esos financiamientos resulta crucial para el crecimiento de la producción y de la actividad económica en general. Esa plataforma se debe apoyar en ingenierías innovadoras que apliquen las herramientas disponibles y permitan crear productos financieros que atraigan inversores.

Será importante también contemplar la difusión de los instrumentos que se apliquen en casos concretos, el éxito obtenido en numerosas experiencias en países de la región y del mundo, así como enfatizar su accesibilidad para diferentes clases y tamaños de empresas.