



# **Alternativas de financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales.**

## **Integrantes y Profesor.**

Profesor: Mgter. Córdoba, Jorge.

Integrantes: Gaudio, Ignacio Martín.

Giayetto, Juan Pablo.

## Índice

Dedicatoria .....	5
Agradecimientos.....	6
Título .....	7
Formulario C .....	8
Listado de Símbolos y Convenciones .....	10
Resumen .....	12
Introducción.....	13
Objetivos y Alcance del Trabajo.....	15
Desarrollo.....	16
Instrumentos Financieros.....	22
De Renta Fija.....	22
Títulos Públicos.....	22
Obligaciones Negociables.....	23
Valores de Deuda Fiduciaria.....	28
Cheques de Pago Diferido.....	32
De Renta Variable.....	34
Acciones.....	34
Fondos Comunes de Inversión.....	36
Certificados de Participación.....	38
Derivados.....	39
Forwards.....	39
Futuros.....	39
Opciones.....	40
Swaps.....	42
Herramientas para la Toma de Decisiones.....	45
Teoría de Carteras.....	45
Ecuación Fisher.....	47

Relevamiento y Diagnóstico.....	49
Fideicomiso Financiero.....	50
Obligaciones Negociables.....	58
Préstamo Bancario.. ..	62
Propuesta.....	63
Conclusiones de las Alternativas de Finaciamiento .....	66
Bibliografía.....	69
Anexo 1.....	70
Anexo 2.....	71

## **Dedicatoria**

Familia, amigos, y personas especiales en nuestras vidas, no son nada menos que todos los seres queridos que suponen benefactores de importancia inimaginable en nuestro transitar. No podríamos sentirnos más agradecidos con la confianza puesta en nosotros, especialmente cuando hemos contado con vuestro mejor apoyo desde que tenemos memoria.

Sin duda que este nuevo logro es en gran parte gracias a ustedes; hemos logrado concluir con éxito un proyecto que en un principio parecía una tarea titánica e interminable. Quisiéramos dedicar este trabajo a ustedes, personas de bien, seres que ofrecen amor, bienestar, y los finos sabores que tiene la vida.

Muchas gracias a aquellos seres queridos que siempre están presentes.

## **Agradecimientos**

Al comenzar este proceso uno no dimensiona el tiempo que demandará, el esfuerzo y sacrificio.

Es por ello que queremos dar las gracias en primer lugar a nuestras familias que fueron nuestros mayores pilares durante este largo proceso y quienes nos apoyaron e hicieron que pudiéramos perseverar hasta el logro de la meta sin aflojar ante las adversidades. Sin duda las hubo y fueron las que, una vez superadas, nos hicieron crecer como futuros profesionales y más importante aún como personas.

Gracias también a nuestra Universidad por habernos brindado las herramientas para formarnos, y en ella, gracias a todas las personas que fueron parte de este proceso, ya sea de manera directa o indirecta. Cada uno de estos aportes recibidos hoy se ve reflejado en la culminación de nuestro paso por la Universidad.

Sin duda este es un momento muy especial y de mucha felicidad para nosotros y esperamos que perdure en el tiempo, no solo en la mente de todas las personas a las que agradecemos, sino también a quienes dedicaron su tiempo en guiarnos en nuestro avance en esta última etapa. En especial a nuestro tutor de Trabajo Final, al Profesor Jorge Córdoba quien se brindó desde un principio para asistirnos y aconsejarnos sin importar día ni horario, volcando su experiencia y conocimientos en pos de nuestro aprendizaje y correcto desarrollo de trabajo de grado.

# **Alternativas de financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales.**



Universidad de la Defensa Nacional  
 Centro Regional Universitario Córdoba – IUA

**FORMULARIO C**

**Facultad de Ciencias de la Administración**  
**Departamento Desarrollo Profesional**  
**Lugar y fecha:**

**INFORME DE ACEPTACIÓN del PROYECTO DE GRADO**

**Alternativas de financiamiento para PyMEs en el Mercado de Capitales**

Integrantes: (Apellido, Nombre y Carrera)

Gaudio, Ignacio Martín. Contador Público.

Giayetto, Juan Pablo. Contador Público.

Profesor Tutor del PG:

Mgter. Jorge Córdoba.

Miembros del Tribunal Evaluador:

Profesores

Presidente: Malaman, Rossana.

Vocal 1: Flores, Carolina.

Vocal 2 y Tutor: Córdoba, Jorge.

.....

**Resolución del Tribunal Evaluador**

- El P de G puede aceptarse en su forma actual sin modificaciones.
- El P de G puede aceptarse pero el/los alumno/s debería/n considerar las Observaciones sugeridas a continuación.
- Rechazar debido a las Observaciones formuladas a continuación.

**Observaciones:**

.....  
 .....

Gaudio, Ignacio Martín  
 Giayetto, Juan Pablo



.....  
.....  
.....  
.....  
.....  
.....

## **Listado de Símbolos y Convenciones**

BC (Banco Central)

BCRA (Banco Central de la República Argentina)

CAPM (Capital Asset Pricing Model)

CNV (Comisión Nacional de Valores)

CP (Certificados de Participación)

CPA (Certificados de Participación A)

CPB (Certificados de Participación B)

CPD (Cheque de Pago Diferido)

EEUU (Estados Unidos)

FCI (Fondos Comunes de Inversión)

FF (Fideicomiso Financiero)

ISI (Industrialización por Sustitución de Importaciones)

IVA (Impuesto al Valor Agregado)

LMC (Ley de Mercado de Capitales)

LON (Ley de Obligaciones Negociables)

ON (Obligaciones Negociables)

PBI (Producto Bruto Interno)

PEN (Poder Ejecutivo Nacional)

PyMEs (Pequeñas y Medianas Empresas)

SA (Sociedad Anónima)

SEPyME (Secretaría de Emprendedores y PyMEs)

SGR (Sociedad de Garantía Recíproca)

SRL (Sociedad de Responsabilidad Limitada)

TIR (Tasa Interna de Retorno)

TNA (Tasa Nominal Anual)

VCP (Valores Representativo de Deuda de Corto Plazo)

VD (Valores Representativos de Deuda)

VN (Valor Nominal)

VRD (Valores Representativos de Deuda)

## **Resumen**

El presente trabajo de investigación tuvo su fundamento en la dificultad de las sociedades conformadas en el ámbito de la República y enmarcadas bajo el régimen de Pequeñas y Medianas Empresas, para acceder al financiamiento de sus proyectos con capitales de terceros.

De esta manera, y en búsqueda de una solución, se analizaron las alternativas propuestas por la Comisión Nacional de Valores, entidad autárquica con jurisdicción en toda la República cuyo objetivo es otorgar oferta pública velando por la transparencia en los mercados de valores y la correcta formación de precios en los mismos, así como la protección de los inversores.

Características, ventajas, desventajas, riesgo, rentabilidad, entre otras variables se desarrollaron en pos de profundizar el estudio de los instrumentos financieros vigentes, aunque a veces desconocidos por la mayoría de las PyMEs que, como principal fuente de financiamiento, acceden instrumentos financieros tradicionales asumiendo así mayores costos en relación a las opciones que brinda el Mercado de Capitales.

Se plantearon métodos de valoración de instrumentos financieros, tendientes a maximizar la rentabilidad de aquellas PyMES que cuenten con un excedente (inversor) y minimizar el riesgo y costo de aquellas otras que, en oposición, necesiten financiarse.

En el presente trabajo se pretende no solo abarcar la teoría sino también articularla, simulando un estudio de caso de una PyME local, ElectroCor S.R.L., del rubro comercialización de pequeños electrodomésticos que, en búsqueda de crecimiento, requiere financiamiento de terceros por un monto de \$ 6.000.000,00.- (Pesos seis millones con 00/100) para dar lugar a la apertura de un nuevo local comercial. Se compararon tres posibilidades, pretendiendo definirse por aquella que implicara menores costos, mayores beneficios impositivos y una reducción del riesgo incurrido. De esta manera se concluyó por elegir la más conveniente, explicitando los motivos que dieron origen a dicha elección.

## Introducción

Las Pequeñas y Medianas Empresas (según su acrónimo PyMEs) son organizaciones con características determinadas en el marco regulatorio de cada país o región en base a nivel de ingresos según el sector de producción.

Las PyMEs son agentes con características en común destacándose el espíritu emprendedor específico, cumpliendo un importante papel en la economía del país. Generalmente encuentran su origen como empresa propiamente dicha con una organización y estructura definida en donde existe una gestión empresarial o como empresa familiar en cuya gestión se prioriza su supervivencia.

No sólo la creación de puestos de trabajo motiva su existencia, sino que también aportan al desarrollo de una sociedad trabajando en conjunto con grandes empresas por su gran adaptación a los cambios y posibilidad de trabajar con estructuras.

En relación a la evolución de este tipo de empresas se definen tres etapas:

Las Pymes en general y las dedicadas al sector industrial en particular, comenzaron a adquirir importancia dentro de la economía argentina en los años 50'y 60' durante la vigencia del modelo Industrialización por Sustitución de Importaciones (ISI). En un contexto de economía semi-cerrada, el Estado cumplía un rol activo administrando cuotas de importación, financiando actividades a través del Banco Central y del Banco de Industria, y apoyando nuevos emprendimientos. Se habían incrementado los niveles de crecimiento y la creación de empleo, las empresas contaban con una importante integración vertical con baja escala de producción, por ende acotada tecnología para un mercado pequeño. Los salarios no eran tan bajos y existía un equilibrio laboral fruto de la intervención de los sindicatos.

El cambio en la situación económica de las décadas de los '70 y '80 dio origen a una etapa de declinación donde se vieron afectadas las PyMEs surgidas en la etapa anterior.

Se sucedieron transformaciones significativas en la estructura económica y social como fueron la caída del salario real y del rendimiento del mercado laboral, el cambio de la ocupación y deterioro de las condiciones de trabajo.

Más tarde, el cambio de los precios relativos surgidos desde 1999, a partir de la fluctuación cambiaria, permitió el retorno de la rentabilidad al sector industrial y una mejora de la competitividad de los distintos sectores con relación a bienes exportables o

sustitutivos de importaciones. El desempeño del sector industrial fue determinante en la recuperación del nivel agregado de actividad, lo que parece indicar el comienzo de una nueva etapa de resurgimiento de las PyMEs, con algunos obstáculos que aún deben superarse.

En la actualidad, la globalización, la apertura de los mercados y la interacción entre bloques económicos regionales brinda mejor posición a la labor de las PyMEs en la economía del país por su adaptabilidad a los cambios y su reconocida función como agente de oferta laboral, con lo cual fomentan el desarrollo económico de la Nación.

En contraposición, las grandes empresas aportan a la sociedad a partir de su evolución tecnológica, pero esto implica la destrucción paulatina del empleo por la disminución de la utilización de mano de obra.

Es por esto que el desarrollo de las Pequeñas y Medianas Empresas es un elemento tendiente al equilibrio entre las regiones del país como vía a un crecimiento más integrado.

Uno de los obstáculos más importantes que afrontan las Pequeñas y Medianas Empresas, independientemente del tipo societario que adopten, es el acceso al crédito a la hora de recurrir a financiamiento para el desarrollo de sus actividades.

Esto motiva a realizar un análisis de las distintas alternativas propuestas por la Ley de Mercado de Capitales (Ley 26.831) y formular diversas opciones que permitan sortear estas trabas al crecimiento de las PyMEs.

En la actualidad, las principales herramientas disponibles de crédito son la Comisión Nacional de Valores, la Ley de Promoción de Inversiones y las líneas de crédito del Banco Nación con tasas bonificadas, junto con las ayudas financieras de la Subsecretaría PyME (SePyME).

Dado que estas empresas son las que le dan vida y mueven a nuestra economía, es fundamental que existan estos planes para poder generar dos resultados o efectos importantes: por un lado permitir el desarrollo de los proyectos de emprendedores; y por otro, fomentar e incentivar a nuevos emprendedores para desarrollar proyectos productivos que sigan dando movilidad a nuestra economía.

## Objetivos y Alcance del Trabajo

### Objetivo General:

Analizar y comparar alternativas de financiamiento para las pymes ofrecidas por el Mercado de Capitales, según la ley 26831 y complementarias.

### Objetivos Específicos:

- Investigar los instrumentos financieros propuestos por el mercado de capitales.
- Determinar ventajas y desventajas relevadas en cada alternativa de financiamiento.
- Determinar qué instrumento es aplicable a la forma jurídica de cada empresa (monotributo, SA, SRL, etc).
- Aplicar en una empresa simulada los diferentes instrumentos financieros previamente investigados, y analizar sus ventajas y desventajas en este caso en particular.

## Desarrollo

Las Pequeñas y Medianas Empresas ratifican su importancia a nivel mundial si se tiene en cuenta su participación en el desarrollo de las economías, la capacidad de generar empleos y su permanente adaptación a los cambios. Argentina no es ajena a dicha posición: las PyMEs tienen un importante rol en la economía real por su participación en el PBI (44%) y por el nivel de empleo que generan (70%). Por este motivo, no es un dato menor las dificultades que estas empresas tienen para acceder al financiamiento bancario. De acuerdo a los datos relevados por Fundación Observatorio PyME, las razones informadas por las PyMEs manufactureras sobre las causas de los proyectos de inversión frenados por falta de financiamiento bancario son mixtas, y la informalidad explica únicamente la mitad de los casos (contemplando a las que se autoexcluyen asumiendo que no reúnen las condiciones requeridas para solicitar el crédito). La otra mitad, se debe al racionamiento crediticio; es decir, obtuvieron menos crédito que el solicitado o las condiciones de tasas y plazos ofrecidas por los bancos resultaban incompatibles con la rentabilidad del proyecto de inversión.

La presencia del racionamiento de crédito a empresas Pyme significaría que el mercado no es capaz de financiar proyectos de inversión o la actividad de empresas pequeñas y medianas con igual capacidad de repago que otras de mayor tamaño.

Las barreras al acceso al crédito limitan de manera significativa el crecimiento de este tipo de empresas dejando de lado, en muchos casos por desconocimiento, diferentes alternativas de financiamiento. Estas alternativas (Instrumentos Financieros) son principalmente impulsadas por el mercado de capitales y reguladas por la CNV (Comisión Nacional de Valores) a través de la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831.

El Mercado de Capitales, o en Argentina también llamado Sistema Bursátil Argentino, tiene por finalidad la negociación (compra, venta) de activos financieros, y está integrado por varias instituciones, cada una de ellas con una función específica y fundamental para lograr la seguridad en las inversiones, las cuales se detallan a continuación:

- ◆ **Comisión Nacional de Valores:** Creada por la Ley de Oferta Pública Número 17.811 para velar por la transparencia de los mercados de valores y la correcta formación de precios en los mismos, así como la protección de los inversores.



◆ **Bolsa de Comercio:** Está legalmente autorizada para admitir, suspender y cancelar la cotización de valores negociables, según sus propios reglamentos, aprobados por la Comisión Nacional de Valores. En Argentina existen varias Bolsas de Comercio con y sin Mercados Adheridos.

◆ **Mercado de Valores:** Entidad privada constituida como sociedad anónima. Registra, monitorea y liquida las operaciones negociadas por sus accionistas, y garantiza algunas de esas operaciones.

Se dividen en mercados primarios y secundarios, separando la fase de emisión de valores y la de su negociación. Los mercados primarios son aquellos en los que los activos financieros intercambiados son de nueva creación. Los oferentes de títulos en el mercado son las entidades necesitadas de recursos financieros y que acuden a este mercado a emitir sus títulos, por el lado de los demandantes se encuentran los inversores, que con excedentes de recursos financieros acuden a estos mercados a adquirir títulos.

Los títulos son emitidos en el mercado primario que sirve para la captación de ahorro y que supone por tanto la captación de nueva financiación y posteriormente los valores ya adquiridos se negocian en el mercado secundario que vendría a ser un mercado de segunda mano o de reventa.

◆ **Caja de Valores:** Es la única depositaria del país que bajo la figura del depósito colectivo, efectúa la custodia de valores negociables tanto públicos como privados, facilitando las transacciones de los mismos en el marco de seguridad y privacidad exigido por la ley 20.643 y normas complementarias, bajo el contralor de la Comisión Nacional de Valores.

◆ **Banco de Valores:** Entidad financiera bajo la regulación del BCRA, creado principalmente para la liquidación de operaciones de forma eficiente y segura entre las contrapartes y el Mercado de Valores.

◆ **Agentes y Sociedades de Bolsa:** Accionista de algún mercado de la Argentina, intermediario por el cual el interesado final puede operar en el Mercado de capitales. La empresa se inscribe en la CNV y solicita la autorización correspondiente. Una vez realizado esto y provista la misma, acuden al mercado primario mediante agentes autorizados esperando que los interesados manifiesten

su intención de compra o venta de activos, los cuales una vez negociados serán custodiados por agentes de depósito.

La participación de las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMEs) en el mercado de capitales argentino constituye una preocupación de todas las entidades que lo conforman y en particular de la CNV, la cual establece en el artículo 1° de la Ley de Mercado de Capitales (en adelante LMC) sus objetivos, entre los cuales se destacan: “Promover la participación en el mercado de capitales de los pequeños inversores (...) favoreciendo especialmente los mecanismos que fomenten el ahorro nacional y su canalización hacia el desarrollo productivo”; “Fortalecer los mecanismos de protección y prevención de abusos contra los pequeños inversores, en el marco de la función tuitiva del derecho del consumidor”; “Promover el acceso al mercado de capitales de las pequeñas y medianas empresas”. (Ley de Mercado de Capitales, 2012)

La Comisión Nacional de Valores podrá, según lo determina el artículo 81 de la misma ley, “establecer regímenes diferenciados de autorización de oferta pública de acuerdo con las características objetivas o subjetivas de los emisores y/o de los destinatarios de los ofrecimientos, el número limitado de éstos, el domicilio de constitución del emisor, los montos mínimos de las emisiones y/o de las colocaciones, la naturaleza, origen y/o especie de los valores negociables, o cualquier otra particularidad que lo justifique razonablemente.”

En uso de estas facultades, la Comisión permite que las PyMEs accedan a un régimen de oferta pública diferenciado, el régimen PYME CNV, con beneficios y ventajas que buscan impulsar el financiamiento productivo, así como acompañar el proceso de crecimiento de la empresa dentro del ámbito de la oferta pública. Dentro de las principales ventajas:

- Acceso a los servicios que brinda la Oficina de Asistencia PYME CNV;
- Menor carga de reporte informativo periódico;
- Trámite simplificado de acceso a la oferta pública;
- No obligatoriedad de constituir comité de auditoría;
- No obligatoriedad de contar con órgano colegiado de fiscalización para empresas con capital social inicial inferior a los \$ 10 millones;
- Eximición del arancel de autorización y de la tasa de fiscalización.

En este contexto califican como PYME CNV, posibilitándosele el acceso al Mercado de Capitales, aquellas empresas que no superen el límite anual de facturación establecido para cada sector productivo, a saber:

### Ingresos Totales Anuales

#### Régimen PYME CNV

Sector	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Ventas totales anuales, hasta (\$)	\$ 230.000.000	\$ 760.000.000	\$ 900.000.000	\$ 250.000.000	\$ 360.000.000

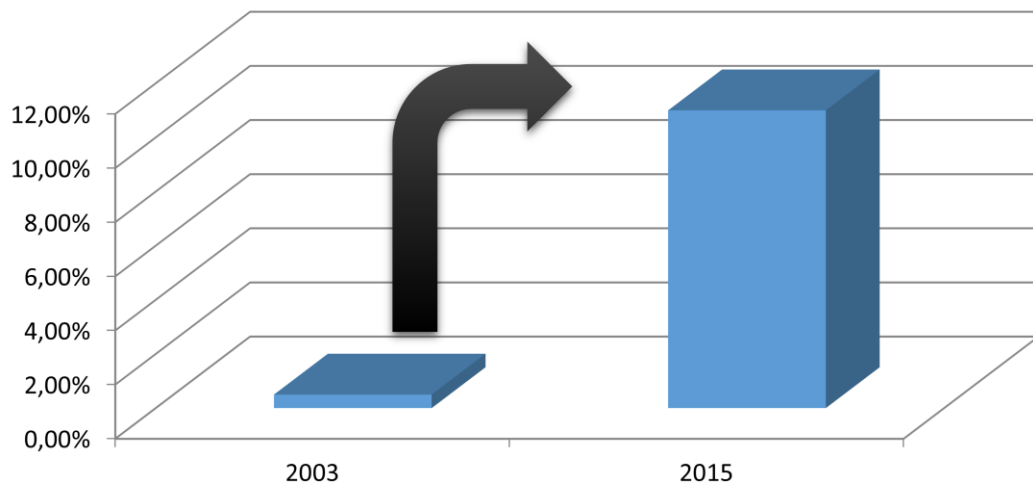
Tabla 1

Se entenderá por ingresos totales anuales, el valor de los ingresos que surjan del promedio de los últimos TRES (3) estados contables y deducidos los ingresos provenientes del exterior que surjan de los mismos hasta un máximo del 50%.

No serán consideradas como PYMES CNV las entidades bancarias, los mercados autorizados a funcionar por esta Comisión y las entidades que brinden servicios públicos. Tampoco lo serán aquellas que reuniendo los requisitos previos estén controladas o vinculadas a otra empresa o grupo económico que no revista condición de PYME CNV. En caso de entidades controladas, el 20% o más del capital y/o de los derechos políticos de las entidades incluidas en la nueva definición de PYMES CNV no deberán pertenecer a otras entidades que no encuadren en las definiciones legales de PYMES CNV.

De esta manera el mercado de capitales para PyMEs es otro camino para su financiamiento. Existe un creciente interés e intervención de las PyMEs en el Mercado de Capitales. Como referencia, la participación de las PyMEs respecto del total del financiamiento en el mercado de capitales pasó del 0.5% en el año 2003 al 11% en el año 2015.

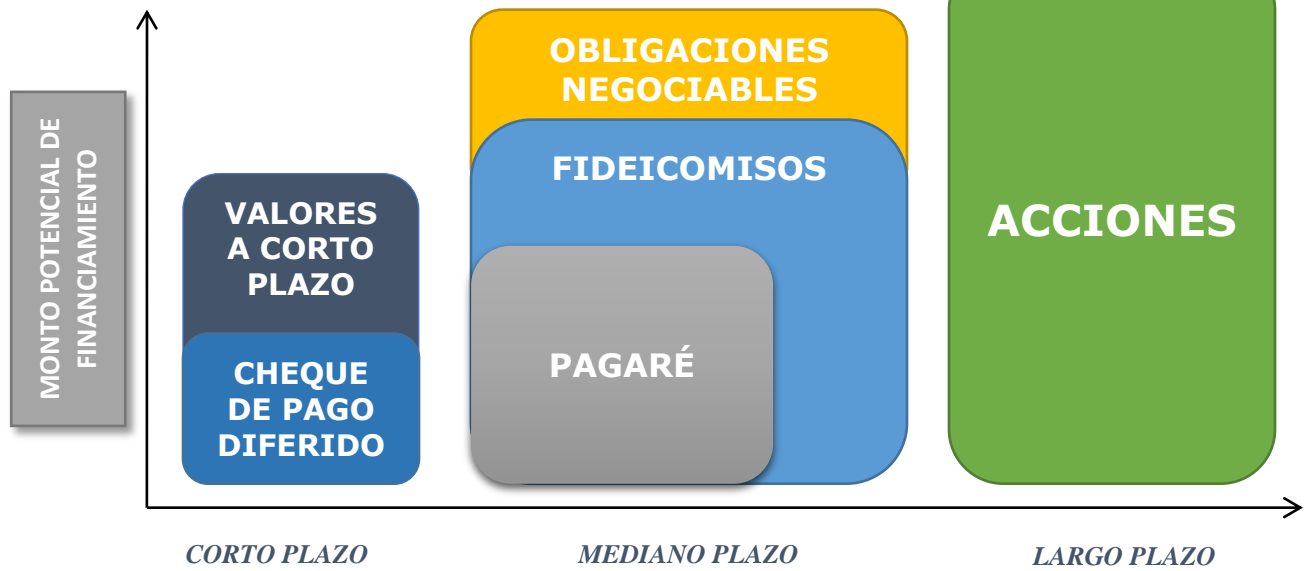
## Participación de PyMEs del total de financiamiento en el Mercado de Capitales



El Mercado de Capitales constituye una alternativa de financiamiento estable, económica y complementaria al autofinanciamiento y el financiamiento proveniente del sistema bancario, a través de distintos instrumentos financieros, que de acuerdo a sus características individuales implican distintos niveles de riesgo. Los mismos se clasifican en tres grandes grupos: Instrumentos de Renta Fija, Instrumentos de Renta Variable e Instrumentos Derivados. Estos se detallan a continuación:

- **Instrumentos de renta fija** tales como títulos públicos, obligaciones negociables y valores de deuda fiduciaria permiten obtener un beneficio periódico conocido por el inversor al momento de la emisión y/o compra.
- **Instrumentos de renta variable:** Son otro tipo de renta brindada por el mercado de capitales, en la que existe un cronograma de pagos futuros desconocidos para el inversor en un primer momento. Es el caso de las acciones, fondos comunes de inversión y certificados de participación.
- **Instrumentos derivados:** Se caracterizan porque su valor depende de otro activo o índice (bonos, divisas, materias primas, etc.), al que se denomina subyacente. Su función principal es distribuir el riesgo que resulta de movimientos inesperados en el precio del subyacente entre los participantes que quieren disminuirlo y aquellos que deseen asumirlo. Entre ellos, contratos futuros, opciones y swaps.

## Financiamiento PyME CNV



## INSTRUMENTOS FINANCIEROS

### 1) De Renta Fija:

#### a. Títulos Públicos.

##### - Descripción:

Son bonos emitidos por el Estado Nacional, los estados provinciales o los municipios, con el fin de canalizar el ahorro de los inversores hacia la financiación de sus actividades: infraestructura, servicios públicos, entre otras.

Los títulos públicos le ofrecen al inversor la posibilidad de contar con diferentes alternativas en cuanto a plazos, y a sistemas de amortización y pago de intereses.

Por otra parte, si bien se pueden retener hasta su fecha de vencimiento cobrando así todos los intereses, también se puede optar por venderlos en el mercado secundario. Teniendo en cuenta esto, las ganancias de estos instrumentos pueden estar dadas, o bien por el rendimiento que se obtiene del cobro de los intereses, o por la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta.

Para la entidad que los emite, es una deuda: equivale a recibir un préstamo de los inversores. El comprador de los bonos tiene derecho a recuperar su capital (en la fecha de vencimiento o mediante cuotas periódicas denominadas amortizaciones) y a cobrar unos intereses por la cantidad invertida.

##### - Nivel de Riesgo:

En general, se trata de productos con poco riesgo, ya que los emisores públicos brindan una mayor seguridad de pago. A cambio del menor riesgo, los rendimientos también son menores.

Por otra parte, la seguridad varía en cada caso: depende del emisor y de las características del título (plazo, interés, etc.). Conviene consultar con el agente intermediario cuál es el nivel de riesgo concreto del título que se desea adquirir.

##### - Rentabilidad Esperada / Frecuencia de obtención de rendimientos:

Igual que ocurre con el riesgo, los rendimientos varían según el título. En todo caso, con carácter general son superiores a los de los instrumentos bancarios de ahorro.

Cada emisión de títulos públicos tiene sus propias condiciones (detalladas en el prospecto de emisión), entre las que se encuentra la tasa de interés y las fechas de pago. La tasa puede ser fija o variable, y normalmente el pago de renta se realiza de manera periódica (mensual, trimestral, etc.).

Las rentas percibidas no son la única forma de conseguir rendimientos. Si el inversor decide vender los títulos en el mercado de capitales antes del vencimiento, puede obtener ganancias por la diferencia entre el precio de venta y el de compra.

- Horizonte Recomendado de Inversión / Liquidez del Producto:

Cada título tiene un plazo de vencimiento, indicado en el prospecto de emisión. Hay títulos públicos a corto, mediano y largo plazo.

La posibilidad de vender los títulos en el mercado de capitales antes de la fecha de vencimiento brinda liquidez al producto. Sin embargo, no todos los títulos tienen el mismo atractivo para los inversores: depende de la solvencia del emisor, de la tasa de interés que paga en relación con otros bonos, etc. Si un valor tiene poca demanda puede resultar difícil venderlo sin rebajar mucho el precio, lo que lo convierte en un título poco líquido.

#### b. Obligaciones Negociables.

- Descripción

Las Obligaciones Negociables (ON) son valores de renta fija emitidos por las sociedades por acciones, las cooperativas, asociaciones civiles constituidas en el país, y las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la Ley de Sociedades Comerciales N° 19.550, para obtener los fondos que necesitan para el desarrollo de sus actividades. Se negocian en los mercados de capitales y son el equivalente a los títulos públicos, pero destinados a la financiación productiva del sector privado. La decisión de la emisora de acudir al mercado de capitales para fondearse dependerá de cuál sea su estrategia. Generalmente está dada por el beneficio impositivo que este tipo de instrumentos puede tener respecto a otros o respecto al financiamiento con capital propio.

Al igual que los bonos públicos, las Obligaciones Negociables son una deuda para el emisor. Los inversores que prestan su capital a las empresas pueden recuperarlo en la fecha de vencimiento o mediante cuotas periódicas (amortizaciones), además de percibir el correspondiente pago de renta (intereses). Los valores representativos de las ON, de acuerdo con lo establecido por el artículo 29 de la LON, otorgan acción ejecutiva a sus tenedores para reclamar el capital, actualizaciones e intereses y para ejecutar las garantías otorgadas.

Existen distintos tipos de obligaciones negociables, a saber:

1. Obligaciones Negociables Simples: Son aquellas que representan un pasivo para la emisora y para el inversor un derecho de cobro de capital e interés. El tenedor de las ON simples se constituye acreedor del emisor.

2. Obligaciones Negociables Convertibles: A diferencia de las ON simples, otorgan la opción de cancelar por anticipado la relación crediticia mediante la compra de acciones de la emisora al precio que se haya determinado en la suscripción de la ON. Mediante estos títulos el inversor tiene la opción de cambiar su posición de acreedor a la de accionista de la emisora. Las únicas autorizadas a emitir ON convertibles son las sociedades por acciones.

3. ON con garantía común: El patrimonio del emisor garantiza la emisión.

La situación del inversor frente al resto de los acreedores comunes o quirografarios, no cuenta con privilegios para el cobro.

4. ON con garantía especial: Determinados bienes se afectan como garantía de la emisión, por ejemplo un inmueble.

5. ON con garantía flotante: El asiento de la garantía -conf. Artículo 327 de la Ley de Sociedades Comerciales 19.550- se encuentra representado por todos los derechos, bienes muebles o inmuebles, presentes y futuros o una parte de ellos, de la sociedad emisora.

6. ON con otras garantías: Prenda con registro, prenda común, cesión fiduciaria de créditos, aval o fianza personal.

Por otra parte, y de acuerdo con la práctica las ON pueden clasificarse en Principales y Subordinadas, (cfr. Art. 3876 C.Civil) según los derechos de los



obligacionistas deban o no postergarse hasta el pago total o parcial de otras deudas presentes o futuras del deudor.

- Emisión:

Las ON pueden ser emitidas en forma individual o a través de un programa global. Este último consiste en un procedimiento de autorización que permite al emisor, bajo determinadas condiciones generales, solicitar una autorización marco por un monto determinado y por un plazo máximo de 5 años, para posteriormente, hacer emisiones en una o más series en el momento que lo desee dentro del lapso quinquenal.

- Nivel de Riesgo:

Por su condición de valores de renta fija suelen tener un riesgo menor que las inversiones de renta variable pero, en cualquier caso, superior al de los títulos públicos: la capacidad de pago de las empresas privadas varía según su desempeño individual y el sector de actividad en el que actúen.

En consecuencia, algunas obligaciones negociables tienen más riesgo que otras, según la solvencia y perspectivas de negocio del emisor.

- Rentabilidad Esperada / Frecuencia de obtención de rendimientos:

Puesto que el riesgo y la rentabilidad siempre van unidos, el mayor riesgo de las obligaciones negociables tiene como aspecto positivo la posibilidad de obtener mayores rendimientos. Es lógico: si una empresa desea que los inversores le presten su dinero, tiene que ofrecer una retribución que compense el riesgo asumido, ofreciendo tasas de interés superiores.

Cada emisión de obligaciones negociables tiene sus propias condiciones (detalladas en el prospecto de emisión), entre las que se encuentra la tasa de interés y las fechas de pago. La tasa puede ser fija o variable, y normalmente el pago de renta se realiza de manera periódica (mensual, trimestral, etc.).

Como en los títulos públicos, si el inversor decide vender los títulos en el mercado de capitales antes del vencimiento, puede obtener ganancias por la diferencia entre el precio de venta y el de compra.

El precio inicial de colocación de las ON puede ser determinado de diversas formas; y posteriormente se determinará en base a la oferta y demanda en el mercado donde se negocie. Entre las formas de colocación, las más comunes son:

-Precio Fijo: El emisor fija según propio criterio un precio de colocación que puede ser a la par, sobre la par o bajo la par.

-Book Building: El precio de colocación se determina a partir de la formación de una curva en base a manifestaciones de interés recibidas por los interesados, que permite establecer un precio de corte.

-Subasta Holandesa: sobre la base de las manifestaciones de interés de los inversores se adjudican las ON partiendo de la mejor oferta hacia la menor, hasta agotar el monto de la emisión.

-Otro: Puede ser alguna combinación de los anteriores u otro distinto elegido por el emisor.

Por otra parte, si el emisor decidiera colocar los títulos contratando a un colocador podría acordar con éste alguna de las tres modalidades de colocación vigentes.

La selección de una modalidad u otra dependerá de diversos factores como ser las características de la emisión o el momento en que se decida efectuar la colocación:

-Colocación en firme: El colocador adquiere la totalidad de la emisión y luego trata de recolocarla entre el público por su cuenta y riesgo. En este caso la emisora recibe la integridad del empréstito.

-Colocación Stand By: El colocador se compromete a adquirir, también en firme, aquellos títulos que no fueron absorbidos por el público.

-Colocación al mejor esfuerzo El colocador se compromete a poner en ejecución su mejor actividad profesional para colocar la emisión, pero sin asumir un compromiso de resultado.

Los inversores evaluarán la adquisición de Obligaciones Negociables en base al rendimiento ofrecido en contraposición al riesgo asumido. La forma más común de expresar o determinar el rendimiento de los títulos valores negociables de deuda es calculando la tasa interna de retorno (TIR).

En términos generales se denomina tasa interna de retorno a la tasa de descuento que iguala la inversión inicial con el valor actual de los flujos futuros de fondos generados por el título.

Al utilizar esta relación de igualdad se establece que el precio de mercado que se paga por el título es el valor actual de sus flujos futuros descontados.

El inversor que adquiere las ON puede decidir dos cosas: esperar el vencimiento de las mismas para cobrar el capital con más sus intereses o "hacer líquida" su inversión vendiéndolas en el mercado secundario.

En el momento de la emisión de las ON se establece una tasa de interés denominada "tasa cupón" y que se calcula sobre el valor nominal del título -VN-.

El importe resultante de multiplicar el VN por dicha tasa corresponderá al pago de los servicios de interés.

Aunque los precios del título fluctúen, el interés que se cobra en las fechas de pago será el establecido en los términos y condiciones de emisión.

El precio dependerá de cuál sea la TIR que los inversores le demanden al título.

Si consideramos que la TIR comprende el "descuento de emisión" y la "tasa cupón", a partir de las distintas relaciones podemos concluir lo siguiente:

- Si la TIR es mayor a la Tasa Cupón, entonces  $P_m < VN$  ( colocación bajo la par )
- Si la TIR es menor a la Tasa Cupón entonces  $P_m > VN$  ( colocación sobre la par )
- Si la TIR es igual a la Tasa Cupón, entonces  $P_m = VN$  ( colocación a la par )
- Horizonte Recomendado de Inversión / Liquidez del Producto

Cada título tiene un plazo de vencimiento, indicado en el prospecto de emisión. Hay obligaciones negociables a corto, mediano y largo plazo.

La posibilidad de vender los títulos en el mercado de capitales antes de la fecha de vencimiento brinda liquidez al producto. Sin embargo, no todos los títulos tienen el mismo atractivo para los inversores: depende de la solvencia del emisor, de la tasa de interés que paga en relación con otras obligaciones, etc. Si una ON tiene poca demanda puede resultar difícil encontrar compradores que paguen el precio deseado, lo que la convierte en un título poco líquido.

- Ventajas:
  - Menor costo financiero total respecto de otras alternativas disponibles;

- Acceso a una gran cartera de inversores;
  - Disponibilidad de un canal de financiación, incluso en momentos difíciles de la economía;
  - Sistema de financiación transparente en el que se conoce claramente los componentes esenciales;
  - Posibilidad de estructurar la emisión en función del flujo de fondos y demás necesidades de la empresa;
  - Acceso a nuevos clientes, proveedores y otras fuentes de financiación, como los bancos, que trae como consecuencia la exposición que adquiere la empresa al participar del mercado de capitales.
- Ventajas Impositivas (Art. 35 a 38 LON):
- Eximición del impuesto de los sellos de los actos, contratos y operaciones relacionados a la emisión, suscripción, colocación y transferencia de las ON, como así también los aumentos de capital correspondientes por emisiones de acciones a entregar por conversión de ON;
  - Exención del IVA de las operaciones financieras y prestaciones relativas a la emisión, suscripción, colocación, transferencia, amortización, intereses y cancelaciones de las obligaciones negociables y sus garantías;
  - Quedará eximida del impuesto sobre la transferencia de títulos valores la transferencia de obligaciones negociables;
  - Los resultados provenientes de la compra-venta, cambio, permuta, conversión y disposición de obligaciones negociables quedan exentas del impuesto a las ganancias. Igual caso para los intereses, actualizaciones y ajustes de capital, y los gastos y descuentos de emisión y colocación.

c. Valores de Deuda Fiduciaria.

- Descripción

Son valores negociables emitidos por los fideicomisos financieros, para financiar la realización de determinados proyectos o actividades. Los inversores prestan su dinero al fideicomiso, y perciben periódicamente los intereses generados y las devoluciones del capital.

Se entiende por fideicomiso financiero a la herramienta de financiación para pymes y otras entidades, y una opción de inversión en el mercado de capitales e integra el denominado proceso de securitización. La securitización es un mecanismo que permite la conversión de activos ilíquidos en activos líquidos a través de la emisión de valores negociables (en el caso valores fiduciarios).

La entidad que quiere financiarse (fiduciante) separa de su balance una parte de sus bienes y derechos. Con ellos se crea un patrimonio independiente (el fideicomiso) que es administrado por una entidad financiera (la fiduciaria), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario. Con el respaldo de ese patrimonio se emiten valores, que pueden ser de renta fija (valores representativos de deuda fiduciaria) o de renta variable (certificados de participación).

Los Valores Representativos de Deuda (VRD) son derechos de cobro de un flujo de fondos futuros según lo producido por el Fideicomiso Financiero (FF), en las condiciones establecidas por el Prospecto de emisión (tasa, plazo, moneda, garantías, etc.).

Por su parte, el Certificado de Participación (CP) otorga un derecho de participación o de propiedad sobre los activos fideicomitados. Los tenedores de los Certificados de Participación (CP) tienen derecho al cobro del flujo de fondos futuro del Fideicomiso Financiero (FF), una vez cancelados los compromisos asumidos por los Valores Representativos de Deuda (VRD), así como la liquidación del Fideicomiso Financiero (FF).

Cada fideicomiso se arma con el fin de financiar el desarrollo de un proyecto concreto (construir una carretera, lanzar un emprendimiento, etc.).

#### - Emisión

La autorización para realizar oferta pública puede ser solicitada ante la COMISION NACIONAL DE VALORES (CNV) respecto de: Una emisión de valores representativos de deuda o certificados de participación (Fideicomiso Financiero

Individual); o un programa global para la emisión de valores representativos de deuda o certificados de participación hasta un monto máximo (Series).

Por cada fideicomiso financiero cuyos valores fiduciarios hayan sido admitidos a la oferta pública el fiduciario presentará:

- Estado de situación patrimonial.
- Estado de evolución de patrimonio neto.
- Estado de resultados.
- Estado de origen y aplicación de fondos.
- Nivel de Riesgo

Los valores emitidos por los fideicomisos tienen un riesgo inferior al que tendrían unos bonos emitidos por la entidad fiduciante. El motivo es que el fideicomiso es un patrimonio independiente y separado del balance de la entidad, por lo que no se ve afectado por el riesgo comercial de la misma. Los acreedores de la empresa no tienen ningún derecho sobre los activos integrados en el fideicomiso, de la misma manera los bienes del fiduciario no responderán por las obligaciones asumidas para la ejecución del fideicomiso, las que sólo serán satisfechas con los bienes fideicomitidos.

Los pagos de rentas y la devolución del capital a los inversores se realizan con los rendimientos que generan esos activos, que son administrados por la entidad fiduciaria. Es decir, es el propio patrimonio del fideicomiso el que respalda los pagos a los inversores.

- Rentabilidad Esperada / Frecuencia de obtención de rendimientos

Debido al menor riesgo de los valores de deuda emitidos por los fideicomisos, los rendimientos esperados son inferiores a los de los bonos (de hecho, para las entidades es una forma más barata de financiarse: tienen que pagar menos intereses a los inversores).

Sin embargo, cada emisión de deuda fiduciaria tiene sus propias condiciones (detalladas en el prospecto de emisión), entre las que se encuentra la tasa de interés, que puede ser fija o variable, y las fechas de pago. Según los proyectos financiados pueden encontrarse diferentes combinaciones de riesgo, rentabilidad y

plazo, por lo que es posible encontrar valores de deuda fiduciaria adecuados para distintos perfiles de inversores.

En mejora de las posibilidades de cobro, los valores fiduciarios pueden contar con otras garantías, entre ellas: asignación de bienes adicionales al fideicomiso de manera que exista una sobre cobertura de riesgos, garantías personales por parte del fiduciante o un tercero, garantías reales y/o afectación de bienes a un fideicomiso de garantía.

- Horizonte Recomendado de Inversión / Liquidez del Producto

Cada valor tiene un plazo de vencimiento, indicado en el prospecto de emisión.

Los valores de deuda fiduciaria se negocian en el Mercado por lo que en principio el inversor puede venderlos en cualquier momento. Sin embargo, es recomendable adquirirlos con la intención de mantenerlos hasta el vencimiento, porque el hecho de cotizar en el Mercado no garantiza que exista suficiente demanda y, por lo tanto, que sean lo bastante líquidos.

- Extinción

El fideicomiso financiero se extingue por el cumplimiento del plazo o la condición a que se hubiere sometido o el vencimiento del plazo máximo legal (30 años); la revocación del fiduciante si se hubiere reservado expresamente esa facultad; cualquier otra causal prevista en el contrato.

Producida la extinción del fideicomiso el fiduciario estará obligado a entregar los bienes fideicomitidos al sujeto designado como fideicomisario, otorgando los instrumentos y contribuyendo a las inscripciones registrales que correspondan.

- Ventajas:

- Permite recuperar la liquidez y posibilita derivar a terceros el riesgo implícito en los activos ilíquidos.
- La transmisión de créditos al fideicomiso le permite a las entidades financieras adquirir capacidad prestable, hacerse de una nueva fuente de fondeos, disminuye el riesgo de iliquidez y estimula el crédito de largo plazo.
- Es un patrimonio de afectación separado tanto del patrimonio del fiduciario como del fiduciante y por lo tanto, los bienes fideicomitidos están protegidos de la eventual acción de los acreedores del fiduciante y del fiduciario.

- Los activos fideicomitidos están separados del riesgo de la empresa que los originó, lo que permite, dependiendo del tipo de activo, obtener para los valores fiduciarios una calificación de riesgo más alta que la correspondiente a la empresa.
- Evita la intermediación, por cuanto los fondos son captados directamente de los inversores sin intervención de ningún intermediario financiero.
- Permite obtener fondos sin contraer deudas, es decir, sin aumentar el pasivo de la sociedad por cuanto se trata de una fuente de financiamiento "fuera del balance" u "off-balance sheet".
- Permite obtener financiamiento a empresas que de otro modo no podrían acceder al mismo por tener en el balance una relación deuda - patrimonio en un nivel no adecuado para el otorgamiento de un préstamo.
- La estructura del fideicomiso financiero permite la participación de varias entidades en calidad de fiduciantes, lo cual puede derivar en la disminución de los riesgos de inversión.
- Por sus características puede ser utilizado para el financiamiento de proyectos; con aptitud para adecuarse en su estructuración no sólo a las necesidades específicas de financiamiento sino también a las condiciones y finalidades de esos proyectos.
- Los valores fiduciarios emitidos en el marco de un fideicomiso financiero que cuenten con autorización de oferta pública pueden obtener beneficios impositivos.

d. Cheque de Pago Diferido.

- Descripción

Son órdenes de pago libradas a una fecha determinada, posterior a la fecha de su libramiento, contra una entidad financiera autorizada, en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener los fondos suficientes depositados a su orden en cuenta corriente bancaria o autorización para girar en descubierto por el monto a cancelar indicado en el valor negociable. El plazo máximo admitido para la emisión de un cheque de esta naturaleza, coincide con el plazo máximo admitido por la normativa bancaria, siendo de 360 días.



Por ejemplo, las empresas pueden pagar a sus proveedores con un cheque de pago diferido. Si el proveedor desea cobrarlo antes de la fecha prevista tiene la posibilidad de venderlo en el mercado de capitales. A cambio de obtener el dinero por anticipado, el vendedor percibe un monto inferior al valor del cheque (se aplica una tasa de descuento).

Los inversores particulares pueden comprar estos cheques en el mercado de capitales, al precio con descuento, y en la fecha de cobro perciben el importe original del cheque.

- Nivel de Riesgo

El riesgo de un CPD depende de la solvencia de la empresa que lo libró en primer lugar: es necesario que en la fecha de cobro tenga fondos suficientes para atender el pago.

Sin embargo, algunos cheques de pago diferido pueden estar avalados por una Sociedad de Garantía Recíproca o patrocinados, lo que reduce el riesgo de impago.

- Rentabilidad Esperada / Frecuencia de obtención de rendimientos

En general, el riesgo es elevado, por la dificultad de valorar la solvencia de todas las empresas autorizadas para librar cheques de pago diferido. A cambio, brindan una rentabilidad superior a la de otros valores de renta fija. Las modalidades de negociación autorizadas son:

- Patrocinados: bajo esta modalidad son las entidades libradoras de cheques de pago diferido (sociedades comerciales, asociaciones civiles, cooperativas, mutuales y fundaciones) que solicitan la cotización de cheques de pago diferido emitidos por ella a favor de terceros para que puedan ser negociados. Estos cheques se pueden emitir exclusivamente para el pago a proveedores de bienes y/o servicios. Una vez que la empresa se encuentra listada, envía los cheques a la Caja de Valores S.A., donde deberá presentarse el beneficiario de los documentos (proveedor de la empresa pyme) a fin de endosarlos a favor de esta entidad depositaria, para su custodia y la exclusiva negociación posterior en el mercado. El agente con el cual se realiza la operación depositará en una cuenta comitente a nombre

del beneficiario, los fondos resultantes de la negociación realizada en el mercado para su disposición. Al vencimiento del plazo del cheque, el librador debe tener fondos suficientes a su orden y así cumplir con el pago del documento que tendrá como beneficiario al inversor que compró el cheque en el mercado.

- **Avalados:** A diferencia del sistema patrocinado, el sistema avalado es exclusivo para pymes o personas físicas. En este sistema, la pyme negocia los cheques recibidos de sus clientes a través de una sociedad de garantía recíproca (SGR). El inversor consigue sus rendimientos en la fecha de cobro del cheque, por diferencia entre el importe del cheque y el precio que pagó para adquirirlo. Los rendimientos son mayores cuanto más lejana sea la fecha de cobro señalada en el cheque, ya que la tasa de descuento aplicada es superior.

- **Horizonte Recomendado de Inversión / Liquidez del Producto**

Se trata de un producto de inversión a muy corto plazo: el máximo son 360 días (para invertir a plazos superiores existe otro producto, el pagaré bursátil, con un funcionamiento muy similar al de los CPD).

El cheque de pago diferido es un instrumento bastante líquido: el inversor puede volver a venderlo en el mercado de capitales antes de la fecha de cobro. En ese caso, su rentabilidad queda definida por la diferencia entre el precio de venta y el de compra.

## **2) De Renta Variable:**

- a. Acciones.

- **Descripción**

Las acciones son, probablemente, el instrumento de inversión más conocido del mercado de capitales. Son valores negociables de renta variable que representan la fracción o parte alícuota mediante la cual una persona física o jurídica participa en el capital social de una sociedad anónima o sociedad comercial por acciones. Dicha participación se ve reflejada en un valor que otorga a su tenedor la calidad

de accionista y conlleva a un conjunto de relaciones jurídicas entre éste y la sociedad.

Por tanto, los accionistas son considerados socios de la empresa, con los derechos y obligaciones que esto implica: percibir un porcentaje de las utilidades, votar en las asambleas de accionistas, entre otros.

Las sociedades que previamente han obtenido las respectivas autorizaciones cotizan sus acciones en las Bolsas de Comercio autorizadas por el Poder Ejecutivo Nacional (PEN) cuyos estatutos prevean la cotización de valores negociables. Para ello tales sociedades deben cumplir los requisitos que prevean los reglamentos de las respectivas bolsas. Las acciones son negociadas por los agentes y sociedades de bolsa que integran los Mercados de Valores.

Existen distintos tipos de acciones, están las preferentes que son las que tienen preferencia en el cobro de los dividendos y en la liquidación de las mismas, las ordinarias solo tienen preferencia en el cobro de dividendos y tienen derecho a voto, de participación este tipo de acciones no tiene derecho a votos pero si tiene preferencia en la liquidación, ADR (American Depositary Receipt) siendo un título físico que permite a una empresa extranjera emitir acciones directamente en la bolsa de EEUU.

#### - Nivel de Riesgo

En su condición de socios (copropietarios), los accionistas corren mayores riesgos que los inversores que prestan dinero a la sociedad adquiriendo bonos. El accionista asume el riesgo derivado de la actividad empresarial, hasta el límite de la inversión realizada.

Si la empresa tiene un buen desempeño y unas perspectivas favorables, las acciones aumentan su valor. Por el contrario, cuando se esperan dificultades en la compañía o en el entorno económico, el valor de la acción tiende a caer.

En general, las acciones se consideran valores de riesgo elevado, porque su comportamiento es imprevisible. Sin embargo, el nivel de riesgo varía según la solvencia de cada emisor. Las empresas más sólidas y con mejor historial financiero suelen tener menos riesgo que otras con una evolución más incierta.

#### - Rentabilidad Esperada / Frecuencia de obtención de rendimientos

Por tratarse de títulos de renta variable, es imposible predecir los rendimientos que pueden obtenerse.

En caso de que el precio de la acción evolucione de manera favorable, el accionista puede percibir los beneficios de dos formas:

- Mediante el reparto de las utilidades a través del dividendo anual (parte de los beneficios que la sociedad distribuye entre sus accionistas).
- Cuando vende las acciones, por la diferencia de valor entre el precio de venta y el precio de compra.

- Horizonte Recomendado de Inversión / Liquidez del Producto

Las acciones no tienen fecha de vencimiento, por lo que el inversor decide durante cuánto tiempo desea mantener los títulos. En las fases de mucha oscilación de los precios no conviene comprar con perspectivas de corto plazo, porque si los precios bajan aumentan las posibilidades de perder parte del dinero invertido.

En general, las acciones son inversiones muy líquidas, fáciles de comprar y vender en el mercado de capitales. No todas las empresas despiertan el mismo interés entre los inversores, por lo que la liquidez varía de unas acciones a otras.

b. Fondos comunes de Inversión.

- Descripción

Es un instrumento de inversión que se forma juntando el capital de un grupo de inversores (cuota partícipes). El patrimonio resultante es administrado por una Sociedad Gerente, que lo invierte de manera profesional en otros productos financieros y valores del mercado de capitales: acciones, bonos públicos y privados, depósitos a plazo fijo, etc.

Los FCI son una forma idónea para que los pequeños inversores accedan a los mercados, ya que facilitan la diversificación y el control de los riesgos, incluso cuando sólo se dispone de montos reducidos para la inversión. Existen FCI Abiertos en los cuales la cantidad de cuotapartes en circulación puede aumentar o disminuir a lo largo de la vida del FCI. Tienen un plazo de duración indeterminado.

Los FCI cerrados son aquellos fondos que funcionan con una cantidad máxima de cuotapartes; las cuotapartes se negocian en un mercado y el inversor puede

adquirirlas o venderlas en este ámbito a lo largo de la vida del fondo, es decir, tienen una duración determinada.

- Nivel de Riesgo

Depende del tipo de valores e instrumentos financieros en los que invierta el fondo. Es posible encontrar FCI adecuados para todo tipo de perfiles, según los objetivos de inversión que se fijan en cada caso:

- Los fondos más conservadores invierten la mayor parte del patrimonio en depósitos a plazo fijo y valores con poca variación de precios (Fondos de Liquidez y Fondos de Renta Fija).
- Los más agresivos destinan elevados porcentajes a la renta variable (Fondos de Acciones o de Renta Variable).
- Los fondos de riesgo moderado brindan diversas combinaciones de renta fija y renta variable (Fondos Mixtos).

- Rentabilidad Esperada / Frecuencia de obtención de rendimientos

La rentabilidad esperada depende del objetivo de inversión del fondo: los FCI con mayor nivel de riesgo suelen brindar mayores rendimientos, especialmente si es posible mantener la inversión a mediano y largo plazo.

El valor del patrimonio de un FCI varía diariamente, puesto que depende del precio de mercado de los activos financieros en los que invierte.

La Sociedad Gerente divide el valor total del patrimonio entre el número de inversores en ese momento, calculando el precio diario de cada porción de fondo o cuotaparte.

Los inversores obtienen su rentabilidad por la diferencia en el valor de sus cuotapartes entre la fecha de compra (suscripción) y venta (rescate).

- Horizonte Recomendado de Inversión / Liquidez del Producto

Los FCI no tienen fecha de vencimiento, pero en general se trata de productos muy líquidos.

En los fondos abiertos, aquellos en los que es posible comprar o vender cuotapartes en cualquier momento, el número de inversores es ilimitado. En la mayoría de los fondos es posible disponer del dinero dentro de las 72 horas desde que el inversor solicita el rescate a la Sociedad Gerente.

Los fondos cerrados se negocian en el mercado de capitales y tienen un número limitado de inversores. Su liquidez depende de la demanda de cada fondo concreto.

c. Certificados de Participación.

- Descripción

Son valores negociables emitidos por los fideicomisos financieros, que representan una porción del capital del fideicomiso. El inversor adquiere de esta forma una cuota de la propiedad del fideicomiso.

La entidad que quiere financiarse (fiduciante) separa de su balance una parte de sus bienes y derechos. Con ellos se crea un patrimonio independiente (el fideicomiso) que es administrado por una entidad financiera (la fiduciaria). Con el respaldo de ese patrimonio se emiten valores, que pueden ser de renta fija (los valores de deuda fiduciaria) o de renta variable (certificados de participación).

Cada fideicomiso se arma con el fin de financiar el desarrollo de un proyecto concreto (construir una carretera, lanzar un emprendimiento, etc.).

- Nivel de Riesgo

Los valores emitidos por los fideicomisos tienen un riesgo inferior al que tendrían unos bonos emitidos por la entidad fiduciante, porque el fideicomiso es un patrimonio independiente que no se ve afectado por el riesgo comercial de la misma.

Sin embargo, los inversores que compran certificados de participación tienen más riesgo que los que adquieren deuda fiduciaria porque, a diferencia de estos últimos, ellos sí asumen los riesgos del proyecto financiado.

- Rentabilidad Esperada / Frecuencia de obtención de rendimientos

A cambio de participar en los riesgos del proyecto, los inversores también participan en las ganancias. Debido al mayor riesgo, los certificados de participación son más rentables que los valores de deuda fiduciaria.

Los rendimientos se obtienen en forma de utilidades distribuidas por el fideicomiso, según los resultados del proyecto financiado (de manera similar a los dividendos de las acciones).

- Horizonte Recomendado de Inversión / Liquidez del Producto

Hay fideicomisos a distintos plazos, según el proyecto que se financia. Además de distribuir las utilidades, lo habitual es que el fideicomiso devuelva progresivamente a los titulares el monto invertido en los certificados (amortización).

Los certificados de participación se negocian en el Mercado, por lo que en principio el inversor puede venderlos en cualquier momento. Sin embargo, es recomendable adquirirlos con la intención de mantenerlos hasta el vencimiento, porque el hecho de cotizar en el Mercado no garantiza que exista suficiente demanda y, por lo tanto, que sean lo bastante líquidos.

### 3) Derivados:

- Descripción

Los más habituales y conocidos son:

- Forwards. Un forward, como instrumento financiero derivado, es un contrato a largo plazo entre dos partes para comprar o vender un activo a precio fijado y en una fecha determinada. La diferencia con los contratos de futuros es que los forward se contratan en operaciones over the counter es decir fuera de mercados organizados.

Los forwards más comunes negociados en las tesorerías son sobre monedas, metales e instrumentos de renta fija.

Existen dos formas de resolver los contratos de forward de moneda extranjera:

-Por compensación (non delivery forward): al vencimiento del contrato se compara el tipo de cambio spot contra el tipo de cambio forward, y el diferencial en contra es pagado por la parte correspondiente.

-Por entrega física (delivery forward): al vencimiento el comprador y el vendedor intercambian las monedas según el tipo de cambio pactado.

- Futuros. Las partes se comprometen a comprar o vender una determinada cantidad del activo subyacente (bienes o valores) en una fecha futura determinada y a un precio fijado desde el principio. Cuando se realizan fuera de los mercados organizados de productos derivados, se denominan contratos a término (forwards).

Se pueden realizar futuros sobre productos financieros (índices, monedas, tasas, etc.) o sobre commodities (petróleo, soja, etc.). En el caso de los futuros financieros, no hay una entrega final del activo subyacente sino que se realiza una compensación diaria de pérdidas y ganancias mediante una cámara compensadora. En el caso de los futuros sobre materias primas hay una entrega del activo subyacente al vencimiento del contrato de futuro.

La inversión en futuros permite a quien lo utiliza asegurar el valor de sus activos en un momento posterior. Si bien esta cobertura no elimina las fluctuaciones de precios, puede reducir sustancialmente sus efectos.

Dicha cobertura puede ser compradora o vendedora. Si el inversor teme que los precios de algún activo bajarán, toma una cobertura vendedora. Por su parte, quien toma una cobertura compradora, lo hace porque cree que los precios pueden subir, y consecuentemente incrementarse el precio de los bienes que debe adquirir en el futuro.

La ganancia está dada por la diferencia de precio entre el valor de compra del futuro y el precio contado que tiene el activo subyacente en el período futuro.

#### - Ventajas

Operación de cobertura ante cambios desfavorables en los precios.

Al ser estandarizados, los contratos de futuros negocian en mercados regulados, esto garantiza la correcta realización y liquidación de la operación y al mismo tiempo le da liquidez al contrato de manera de que el inversor pueda entrar o salir de su posición a través de operaciones de compra y venta en el mercado.

Estas operaciones exigen conformar garantías en ambas partes del contrato de manera de limitar los riesgos de liquidación.

Posibilidad de asegurarse el precio de un activo con posterioridad

- Opciones. La persona que compra una opción adquiere el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender el activo subyacente antes de una fecha establecida, a un determinado precio (precio de ejercicio). Existen dos clases de opciones: las opciones de compra (denominadas call), que dan el derecho a comprar un activo en el futuro y las opciones de venta (llamadas put), que otorgan el derecho a vender un activo en el futuro.



En cualquiera de los dos casos quien compra el derecho adopta la posición de tomador y por ese derecho debe pagar un precio denominado prima. Como contraparte existe un inversor que adopta la posición de lanzador y que asume la obligación de vender (o comprar) los títulos cuando el tomador decide ejercer su derecho.

De esta manera se pueden presentar cuatro alternativas:

- 1- El comprador de una opción de compra adquiere el derecho a comprar un activo en un determinado momento y a un precio previamente pactado. Por ello paga una prima.
- 2- El vendedor de una opción de compra adquiere la obligación de vender un activo al precio previamente pactado, si el comprador decide ejercer su derecho. Por ello cobra una prima.
- 3- El comprador de una opción de venta adquiere el derecho a vender un activo en un momento determinado y a un precio previamente pactado. Por ello paga una prima.
- 4- El vendedor de una opción de venta adquiere la obligación de comprar el activo al precio previamente acordado, si el tomador decide ejercer su derecho. Por ello cobra una prima.

La operatoria de opciones puede generar ganancias a partir de la variación positiva de la prima o bien, el inversor puede obtener lucros ante el ejercicio exitoso de su derecho o ante el armado de una estrategia, que puede incluir distintas clases de opciones y otros valores.

- Ventajas

Cobertura ante la variación de precio del activo subyacente.

Posibilidad de limitar pérdidas, pues quien toma una opción adquiere el derecho pero no está obligado a ejercerla, por lo cual su pérdida se limita al precio que pagó por ese derecho, es decir a la prima.

Liquidez, la prima se puede comprar y vender libremente en el mercado durante la vida de la opción. Esto le permite al inversor desarmar su posición en el momento que lo considere adecuado.

Generalmente las primas tienen una volatilidad mucho mayor a la de la acción que representan. Esto permite obtener ganancias más rápidamente pero también puede implicar perder fondos en el mismo plazo. La volatilidad de las opciones implica un riesgo para el inversor, puede ser positivo siempre y cuando el inversor conozca ese riesgo, pueda medirlo y esté preparado para asumirlo.

- Swaps. Un swap es un acuerdo contractual, evidenciado por un documento sencillo, en el que dos partes, llamadas contrapartes, acuerdan hacerse pagos periódicos entre sí. El acuerdo de swaps contiene una especificación acerca de las monedas de que se han de intercambiar (que pueden ser o no las mismas), la tasa de interés aplicable a cada una (que puede ser fija o flotante), el programa en el que se deben hacer los pagos y cualquier otro tipo de disposiciones orientadas a normar las relaciones entre las partes.

Los contratos de swaps se hacen a la medida con el fin de satisfacer las necesidades de las contrapartes individuales.

Con los contratos hechos a la medida los swaps operan en un entorno de tipo de fuerza de mercado contrarios a los intercambios organizados, en los que operan controles estandarizados a manera de opciones actuales y futuras.

Los swaps se utilizan actualmente en corporaciones industriales y financieras, bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones, organizaciones mundiales y gobiernos y son muy útiles para reducir el costo de financiamiento, para arbitrar la curva de rendimiento, para crear instrumentos de sintéticos, para entrar a nuevos mercados y para explotar economías de escala, por nombrar solo algunos.

A lo largo de su duración, los pagos de servicio se harán en intervalos periódicos, tal y como se especifica en el acuerdo del swap. En su forma más común, estos intervalos de pago son anuales, semestrales, trimestrales o mensuales. Los pagos de servicio comienzan a acumularse a partir de la fecha efectiva y se detienen en la fecha de terminación.

- Tipos de Swaps

- Swaps sobre materias primas

En este tipo de swaps, la primera contraparte realiza pagos periódicos a la segunda a un precio unitario fijo por una cantidad nocional de alguna materia

prima. La segunda contraparte paga a la primera a un precio unitario variable por una cantidad notional dada de alguna materia prima. Las materias primas pueden ser iguales o diferentes. No se dan intercambios de las materias primas de referencia entre las contrapartes del swap. Todos los intercambios de materias primas, si es que existe alguno, tienen lugar en los mercados de contado.

- Swap sobre valores accionarios

Como en cualquier otra estructura básica, un swap sobre valores accionarios implica una principal referencia, una vigencia específica, intervalos de pago preestablecidos, una tasa fija y una tasa flotante vinculada a algún índice determinado. El cambio novedoso a este tipo de swaps es que la tasa flotante está vinculada al rendimiento total de algún índice accionario. El rendimiento total incluye tanto los dividendos como la apreciación de las acciones. Este puede ser un índice de acciones de base amplia.

- Estructura básica de un swap sobre divisas

La estructura básica de un swap sobre divisas implica tres conjuntos distintos de flujos de efectivo.

- 1.- El intercambio inicial de principales
- 2.- Los pagos de interés realizados en forma recíproca entre cada contraparte
- 3.- El intercambio final, o reintercambio, de principales.

Tanto el intercambio inicial de principales como cualquier reintercambio de ellos se realizan al tipo de cambio spot prevaleciente en el momento de la contratación. Dado que esto puede resultar extraño al principio, resulta lógico una vez que caemos en la cuenta de que la diferencia entre los tipos de cambio spot y adelantados ya se ha tomado en consideración en las tasas de interés del swap.

- Swaps sobre divisas sin intercambio inicial de préstamos

El swap directo sobre divisas implica un intercambio inicial de principales y un reintercambio eventual de los mismos. No todos los swaps de este tipo implican dos intercambios de principales.

De manera contraria a los que sucede con el swap sobre divisas que se entiende mejor como un intercambio de préstamos, este swap sobre divisas se percibe mejor como una serie de contratos adelantados (forward) a la tasa vigente de "x"

marcos por dólar por ejemplo, con un diferencial de tipo de cambio en el mercado forward normal, en los pagos de interés realizados oír ambas contrapartes.

- Nivel de Riesgo

Los productos derivados, sin excepción, tienen un riesgo muy elevado. Por ese motivo, sólo se recomiendan a inversores con elevada capacidad financiera para asumir grandes pérdidas, y con suficiente experiencia para vigilar de manera constante la evolución de los mercados.

Conviene destacar que, en el caso de los productos derivados, las pérdidas pueden superar incluso la inversión inicialmente realizada.

Los swaps se utilizan a menudo para cubrir el riesgo de una tasa de interés, de un tipo de cambio, el de los precios de materias primas, y el derivado del retorno de una inversión de valores.

El riesgo de la tasa de interés es el que las tasas de interés se desvíen de sus valores esperados; el riesgo de tipo de cambio es el que los tipos de cambio se desvíen de sus valores esperados, y el riesgo del retorno en una inversión de valores es el que los retornos de la inversión en valores se desvíen de sus valores esperados.

- Rentabilidad Esperada / Frecuencia de obtención de rendimientos

La forma de los rendimientos depende del tipo de producto derivado.

Una adecuada estrategia puede brindar rendimientos muy elevados, pero la elevada volatilidad de estos productos hace que una posición favorable pueda transformarse con gran rapidez en una pérdida significativa.

- Horizonte Recomendado de Inversión / Liquidez del Producto

En ocasiones, los productos derivados se emplean para cubrir los riesgos de otras inversiones, por lo que las fechas de vencimiento dependen de cada caso. Sin embargo, el inversor debe estar preparado en todo momento para tomar decisiones rápidas, basándose en la evolución de mercado de los activos subyacentes.

En el caso de los derivados no puede hablarse de liquidez en el sentido convencional, se trata de productos que hay que vigilar de forma constante.

Herramientas para la toma de decisiones.

El sistema propuesto por el mercado de valores requiere y promueve una simbiosis entre una organización con excedente dispuesta a invertir para obtener una rentabilidad y otra con escasos recursos y con necesidad de financiarse para llevar adelante sus actividades o proyectos.

De acuerdo a factores como el tipo de empresa, perfil de la misma, su capacidad de endeudamiento/inversión, el posicionamiento en el mercado, la meta planteada, el nivel de riesgo que esté dispuesto a asumir, los plazos y la magnitud del proyecto dependerá la elección del o de los instrumentos de inversión a emplear.

Históricamente las empresas han sido movilizadas por la búsqueda de maximizar beneficios siendo su principal obstáculo la incertidumbre de cuál es la opción más adecuada. En base a esto diversos estudios dieron origen a teorías que en base a parámetros concretos facilitan la toma de decisiones brindando mayor seguridad.

Dentro de las más reconocidas y aún vigentes: Teoría de Carteras y Modelo Fisher.

Teoría de Carteras:

Es una teoría de inversión originada por Harry Markowitz, que estudia cómo maximizar el retorno y minimizar el riesgo, a través de una adecuada elección de los componentes de una cartera de valores, considerando el retorno esperado a largo plazo y la volatilidad (factor de riesgo) esperada en el corto plazo. El mismo propone que el inversor debe abordar la cartera como un todo, analizando las características de riesgo y retorno global, en lugar de escoger valores individuales en virtud del retorno esperado de cada valor en particular.

La cartera se conforma en virtud de la tolerancia al riesgo de cada inversor en particular, tras ecuacionar el máximo nivel de retorno disponible para el nivel de riesgo escogido.

El modelo establece que los inversionistas tienen una conducta racional a la hora de seleccionar su cartera de inversión y por esto siempre buscan obtener la máxima rentabilidad sin tener que asumir un alto nivel de riesgo.

Para integrar una cartera de inversión equilibrada, es muy importante la diversificación de las inversiones en diferentes mercados y plazos para así disminuir las fluctuaciones en la rentabilidad total de la cartera y por lo tanto también del riesgo.

El CAPM, según sus siglas Capital Asset Pricing Model, es un modelo que permite justamente construir el portafolio más óptimo al determinar con la mayor precisión los porcentajes de inversión en cada uno de los activos que conforman la cartera

La relación de equilibrio que describe el CAPM es:

$$E(r_i) = r_f + \beta i_m (E(r_m) - r_f)$$

donde:

\*  $E(r_i)$  = Tasa de rendimiento esperada de capital sobre el activo.

\*  $\beta i_m$  = Cantidad de riesgo con respecto al Portafolio de Mercado, o también

$$\beta i_m = \frac{Cov(r_i, r_m)}{Var(r_m)}$$

\*  $E(r_m) - r_f$  = Exceso de rentabilidad del portafolio de mercado.

\*  $(r_m)$  = Rendimiento del mercado.

\*  $(r_f)$  = Rendimiento de un activo libre de riesgo.

Se trata de un Beta no apalancado ya que la empresa no tiene deuda en su estructura de capital, por ende no se incorpora el riesgo financiero, en caso de querer incorporarlo, se debería determinar un Beta apalancado; en este caso el rendimiento esperado sería más alto. Una vez que el retorno esperado  $E(R_i)$ , es utilizado calculando CAPM, los futuros flujos de caja que producirá ese activo podrán ser descontados a su valor actual neto utilizando esta tasa, para poder determinar así el precio adecuado del activo o título valor. Se advierte que un activo es apreciado correctamente cuando su precio observado es igual al valor calculado utilizando CAPM, si el precio es mayor que la valuación obtenida el activo está sobrevaluado y viceversa.

Cuando el valor obtenido de beta es mayor a 1 nos indica que el activo tiene un riesgo mayor al promedio de todo el mercado; por el contrario si el beta obtenido esta por debajo de 1 indica un riesgo menor. Por lo tanto, un activo con un beta alto debe ser descontado a una mayor tasa, como medio para recompensar al inversor por asumir el riesgo que el activo acarrea. Esto se basa en el principio que dice que los inversores, entre más riesgosa sea la inversión, requieren mayores retornos. Es importante remarcar que el mercado como un todo tiene un Beta = 1.

Todo tipo de inversión tiene asociado un Riesgo, el cual podrá variar de acuerdo al tipo de inversión, dependiendo si es de renta fija o variable y el mismo podrá ser de dos tipos,

sistemático y no sistemático. El primero es el que podríamos llamar el riesgo inherente a un mercado, es decir no afecta a una acción o sector particular, sino al mercado en su totalidad. Por ejemplo, en una gran crisis financiera o en un “crack bursátil” todas las acciones tienden a bajar de manera simultánea. Es un riesgo impredecible y no diversificable.

En cambio, el riesgo no sistemático es el particular de cada emisora, resulta de factores propios y específicos de cada instrumento. En el caso del mercado accionario, se puede decir que el riesgo no sistemático es el que tiene que ver con el descubrimiento de un nuevo producto o de una nueva técnica que puede hacer “despegar” a una empresa, es decir, situaciones que afectan de manera particular a esa empresa y no al resto. En el mercado de dinero, el riesgo no sistemático es el que tiene que ver con el incremento o degradación de la calificación relativa a la capacidad de pago de la empresa que emite el instrumento en particular, en este caso se dice que es diversificable, porque se puede reducir o controlar con una diversificación adecuada. En el mercado accionario se pueden encontrar acciones que tienen una alta correlación con un índice, es decir, que tienden a moverse de manera similar, pero existen otras que tienen una correlación menor o incluso negativa. Por esto al combinar acciones de distinto tipo se puede maximizar el rendimiento esperado y reducir el riesgo, la clave está en diversificar de manera inteligente para generar lograr un portafolio óptimo.

Ecuación Fisher:

Es un modelo matemático que lleva el nombre de su creador, Irving Fisher, y relaciona las tasas de interés nominal, tasa de interés real y la tasa de inflación para poder determinar la tasa de rendimiento real del capital.

Dicha determinación resulta de gran importancia en las finanzas ya que permite desde tomar decisiones de ahorro o inversión en el mercado financiero, hasta diseñar políticas monetarias y fiscales a nivel nacional.

La Ecuación Fisher, entonces, es un instrumento que utilizamos tanto para evaluar el resultado económico real de una inversión, como para el análisis que define cuál debe ser el objetivo económico en términos TIR para inversiones a corto y mediano plazo a partir de la siguiente ecuación:

$$(1 + i_a) = (1 + i_\pi) \cdot (1 + i_r)$$

Donde:

$i_a$  = Tasa de interés nominal o aparente;

$i_\pi$  = Tasa de inflación;

$i_r$  = Tasa de rendimiento real de capital.

Del análisis de la ecuación se desprende que la tasa de rendimiento real de capital debería ser positiva, o en su defecto la tasa de interés aparente debería compensar a la de inflación. De otra forma se estaría fomentando la fuga de capitales hacia otras inversiones con mejores resultados.



## Relevamiento y Diagnóstico

Persiguiendo el objetivo del trabajo de determinar ventajas y desventajas de diferentes instrumentos de financiamiento para PyMEs, ofrecidas por el Mercado de Capitales, se plantea un caso práctico representativo de la situación real que atraviesa una empresa a la hora de buscar alternativas para financiar un proyecto.

La propuesta traza un paralelismo entre tres fuentes de financiamiento, dos regulados por la CNV como lo son la generación de un fideicomiso financiero y la emisión de obligaciones negociables y una fuente tradicional de financiamiento como lo es el acceso a un crédito bancario. De aquí se parte para elaborar un análisis comparativo de virtudes, puntos a favor y en contra, beneficios impositivos, resultados económicos y financieros.

El caso planteado se refiere a ElectroCor S.R.L., una empresa de la ciudad de Córdoba cuya actividad principal es la venta de pequeños electrodomésticos.

Fundada en 1990 tras un período de estabilidad económica, apertura a un mundo globalizado y el acceso al crédito, ya cuenta con 3 sucursales distribuidas en la capital de Córdoba y 72 empleados, y proyecta abrir su primer sucursal en el interior de la provincia e importar productos desde Brasil a principios del 2018.

Se estimó la necesidad de contar con \$ 6.000.000,00.- (Pesos seis millones con 00/100.-) para financiar el proyecto con el que se propone consolidar a la empresa como principal referente local a nivel provincial, paso previo a su expansión por todo el territorio del país. ElectroCor S.R.L. pretende determinar cuál es la mejor manera de captar dichos fondos, analizando para ello las siguientes alternativas:

Fideicomiso Financiero.

Esta sería la primera emisión en la historia de ElectroCor S.R.L. y proyecta llevarla a cabo con Dinosaurio Bursátil S.A. como emisor y colocador, junto con Novillo Saravia Y Cia. Sociedad de Bolsa S.A. como co-colocador (en conjunto con los colocadores).

Los valores fiduciarios serán colocados por el sistema de precio fijo, siendo el monto mínimo de suscripción de V\$N 1.000,00.-

Se prevén dos clases para los certificados de participación, Clase A y Clase B, pagando una Tasa Nominal Anual del 0,20 en el primer caso y del 0,22 para el último. Calificación de Riesgo a cargo de Evaluadora Latinoamericana S.A.

Las partes de este fideicomiso son:

- Fiduciante: ElectroCor S.R.L.
- Fiduciario: Dinosaurio Bursátil S.A.
- Agentes colocadores: Dinosaurio Bursátil S.A. y Novillo Saravia Y Cia. Sociedad de Bolsa S.A.
- Bien fideicomitado: créditos otorgados por ElectroCor S.R.L. a sus clientes desde el 01 de febrero del año 2017, sumando un saldo de \$ 5.771.543,02.- capital más intereses, a la fecha de corte (31 de mayo de 2017).
- Inversores: personas físicas y/o jurídicas que decidan adquirir los certificados de participación ya sean de Clase A o Clase B.

ElectroCor S.R.L. ha realizado desde el 01 de febrero del 2017 a la fecha de corte gran cantidad de operaciones de venta, las cuales dieron origen a un saldo de Capital de \$ 5.344.021,32.- (Pesos cinco millones trescientos cuarenta y cuatro mil veintiuno con 32/100.-), intereses por \$ 427.521,70.- (Pesos cuatrocientos veintisiete mil quinientos veintiuno con 70/100) sumando así un total de \$ 5.771.543,02.- (Pesos cinco millones setecientos setenta y un mil quinientos cuarenta y tres con 02/100)

El elevado número de clientes y los bajos montos promedio de cada operación, hacen del fideicomiso una fuente de inversión confiable. Tener su cartera de clientes sumamente atomizada disminuye los riesgos de no pago por parte del fideicomiso.

Los títulos emitidos por el fideicomiso y ofrecidos al mercado son:

-Certificados de Participación Clase A (CPA): equivalen a un 80% del saldo de capital más intereses devengados de los créditos cedidos a la fecha de corte, \$ 4.617.234,42.- (Pesos cuatro millones seiscientos diecisiete mil doscientos treinta y cuatro con 42/100) En concepto de utilidad se efectuarán pagos por dichos CP a una Tasa Nominal Anual de 0,20.

Se estima que la calificación de riesgo de los mismos será la más alta por las características de las operaciones/clientes del rubro, ofreciendo seguridad en el recupero de la inversión.

-Certificados de Participación Clase B (CPB): representan el 20% restante del capital más intereses devengados de los créditos cedidos a la fecha de corte, sumando un total de \$ 1.154.308,60.- (Pesos un millón ciento cincuenta y cuatro mil trescientos ocho con 60/100) La utilidad de éstos será de 22% Nominal Anual.

Se espera una calificación de riesgo menor a los otros CP, pero así mismo dentro de los parámetros adecuados.

Ambos Certificados de Participación poseen una fecha esperada de emisión del primer día bursátil del mes de Julio de 2017.

La frecuencia de pago de capital e intereses es mensual, efectivizándose el último día bursátil de cada mes. Comenzará la cancelación por dicho concepto de los CPA y una vez finalizado se amortizarán los relativos a los CPB.

Los intereses serán pagados de manera mensual y a partir del primer mes para ambos certificados.

	VN	Rendimiento
CPA	80% \$ 4.617.000,00	20,0%
CPB	20% \$ 1.154.000,00	22,0%

De esta manera, por cada \$1.000,00.- (Pesos mil con 00/100) invertidos por un inversionista determinado en los Certificados de Participación A, recuperará al 28 de febrero de 2018 el importe del capital más \$ 62,42.- (Pesos sesenta y dos con 42/100)

Llevando a cabo la amortización de la siguiente manera:

Inversor - CPA \$ 1.000,00.-					
Per.	F. de Pago	Amortizac.	Rendimiento	Total	Saldo de k
					\$ 1.000,00
1	31-jul-17	\$ 159,37	\$ 16,67	\$ 176,04	\$ 840,63
2	31-ago-17	\$ 159,37	\$ 14,01	\$ 173,39	\$ 681,25
3	30-sep-17	\$ 159,37	\$ 11,35	\$ 170,73	\$ 521,88
4	31-oct-17	\$ 159,37	\$ 8,70	\$ 168,07	\$ 362,50
5	30-nov-17	\$ 136,11	\$ 6,04	\$ 142,15	\$ 226,39
6	31-dic-17	\$ 119,10	\$ 3,77	\$ 122,87	\$ 107,29
7	31-ene-18	\$ 102,08	\$ 1,79	\$ 103,87	\$ 5,21
8	28-feb-18	\$ 5,21	\$ 0,09	\$ 5,30	\$ -
9	31-mar-18				
10	30-abr-18				
11	31-may-18				
12	30-jun-18				
		\$ 1.000,00	\$ 62,42	\$ 1.062,42	

Por otro lado, aquel inversor que decida adquirir Certificados de Participación B por igual monto, recibirá a cambio una contraprestación superior, comenzando a percibir los intereses correspondientes a dicha inversión el 31 de julio, mientras que recién el 31 de marzo de 2018 cobraría el importe correspondiente a la primer cuota de amortización de capital. En consecuencia, por cada \$ 1.000,00.- (Pesos mil con 00/100) invertidos entre abril y junio de 2017, el inversor recibirá un total de \$ 1.171,62.- (Pesos mil ciento setenta y uno con 62/100) al 30 de junio de 2018.

Inversor - CPB \$ 1.000,00.-					
Per.	F. de Pago	Amortizac.	Rendimiento	Total	Saldo de k
					\$ 1.000,00
1	31-jul-17		\$ 18,33	\$ 18,33	\$ 1.000,00
2	31-ago-17		\$ 18,33	\$ 18,33	\$ 1.000,00
3	30-sep-17		\$ 18,33	\$ 18,33	\$ 1.000,00
4	31-oct-17		\$ 18,33	\$ 18,33	\$ 1.000,00
5	30-nov-17		\$ 18,33	\$ 18,33	\$ 1.000,00
6	31-dic-17		\$ 18,33	\$ 18,33	\$ 1.000,00
7	31-ene-18		\$ 18,33	\$ 18,33	\$ 1.000,00
8	28-feb-18	\$ 319,44	\$ 18,33	\$ 337,78	\$ 680,56
9	31-mar-18	\$ 272,22	\$ 12,48	\$ 284,70	\$ 408,33
10	30-abr-18	\$ 204,17	\$ 7,49	\$ 211,65	\$ 204,17
11	31-may-18	\$ 136,11	\$ 3,74	\$ 139,85	\$ 68,06
12	30-jun-18	\$ 8,06	\$ 1,25	\$ 9,30	\$ 0,00
		\$ 1.000,00	\$ 171,62	\$ 1.171,62	

Suponiendo la adquisición del total de los certificados de participación por parte de los inversores, ElectroCor S.R.L. obtendría al 31 de mayo de 2017 un monto de \$ 5.771.000,00.- (Pesos cinco millones setecientos setenta y un mil con 00/100) teniendo en cuenta que el monto mínimo de suscripción es de \$ 1.000,00.- (Pesos mil con 00/100)

De esta manera el monto no será suficiente para financiar el proyecto que demandaría \$ 6.000.000,00.- (Pesos seis millones con 00/100) por lo que es necesario buscar una nueva fuente de financiamiento por \$ 229.000,00.- (Pesos doscientos veintinueve mil con 00/100) Se decide optar por un préstamo bancario teniendo en cuenta que el monto restante es bajo y la velocidad de este instrumento de financiamiento. Para ello se acudió al asesoramiento de Finandino Compañía Financiera, entidad con la que ElectroCor opera frecuentemente y se obtuvo el siguiente presupuesto a una TNA del 0,22:

**Finandino Compañía Financiera**

Préstamo \$ 229.000,00.-

<b>Cuota</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b>
<b>Amortización</b>	\$ 20.360,58	\$ 15.647,00	\$ 16.238,58	\$ 16.852,49	\$ 17.489,68	\$ 18.150,92	\$ 18.837,16	\$ 19.549,35	\$ 20.288,45	\$ 21.055,60	\$ 21.851,75	\$ 22.678,44
<b>Saldo Capital</b>	\$ 229.000,00	\$ 208.639,42	\$ 192.992,42	\$ 176.753,84	\$ 159.901,35	\$ 142.411,67	\$ 124.260,74	\$ 105.423,59	\$ 85.874,24	\$ 65.585,79	\$ 44.530,20	\$ 22.678,44
<b>Intereses</b>	\$ 3.183,78	\$ 7.910,85	\$ 7.317,57	\$ 6.701,90	\$ 6.062,89	\$ 5.399,76	\$ 4.711,56	\$ 3.997,34	\$ 3.256,12	\$ 2.486,78	\$ 1.688,35	\$ 859,87
<b>IVA</b>	\$ 668,59	\$ 1.661,28	\$ 1.536,69	\$ 1.407,40	\$ 1.273,21	\$ 1.133,95	\$ 989,43	\$ 839,44	\$ 683,79	\$ 522,22	\$ 354,55	\$ 180,57
<b>Seg. Vida</b>	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Sellado</b>	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Cuota</b>	\$ 24.212,96	\$ 25.219,12	\$ 25.092,84	\$ 24.961,80	\$ 24.825,78	\$ 24.684,63	\$ 24.538,15	\$ 24.386,12	\$ 24.228,36	\$ 24.064,60	\$ 23.894,65	\$ 23.718,88

El fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento resulta muy útil, ya que si bien no alcanza por sí solo para cubrir las necesidades de ElectroCor y necesita ser complementado, conlleva ciertas ventajas tales como: su generación supone un bajo costo para la empresa, bajo riesgo, creación de un patrimonio aparte al de ElectroCor, la calificación de la cartera es independiente a la calificación de la empresa, crea plazos de financiamiento mayores al de los activos que lo respaldan, entre otros.

Al formarse un patrimonio aparte, ElectroCor no se ve afectada impositivamente por la creación del fideicomiso, deberá abonar al fiduciario y al agente colocador el importe pautado por sus gestiones de generación y administración, siendo el costo principal el proveniente de los flujos futuros de fondo no percibido (pagos cancelatorios de deudores por ventas).

Por su parte, el costo por el préstamo solicitado como complemento supone el pago de intereses por un total de \$ 53.576,77.- (Pesos cincuenta y tres mil quinientos setenta y seis con 77/100), IVA que podrá ser descontado del respectivo impuesto a lo largo de los doce meses siguientes al de la obtención por \$ 11.251,12.- (Pesos once mil doscientos cincuenta y uno con 12/100) y gastos administrativos y bancarios por un importe de escasa magnitud.

El fideicomiso financiero devolverá \$ 486.238,35 (Pesos cuatrocientos ochenta y seis mil doscientos treinta y ocho con 35/100) en 12 meses por la obtención de un capital de \$ 5.771.000,00.- (Pesos cinco millones setecientos setenta y un mil con 00/100)

Inversores - CPA \$ 4.617.000,00.-					
Per.	F. de Pago	Amortizac.	Interés	Total	Saldo de k
					\$ 4.617.000,00
1	31-jul-17	\$ 735.834,37	\$ 76.950,00	\$ 812.784,37	\$ 3.881.165,63
2	31-ago-17	\$ 735.834,37	\$ 64.686,09	\$ 800.520,46	\$ 3.145.331,27
3	30-sep-17	\$ 735.834,37	\$ 52.422,19	\$ 788.256,55	\$ 2.409.496,90
4	31-oct-17	\$ 735.834,37	\$ 40.158,28	\$ 775.992,65	\$ 1.673.662,53
5	30-nov-17	\$ 628.425,01	\$ 27.894,38	\$ 656.319,38	\$ 1.045.237,53
6	31-dic-17	\$ 549.871,88	\$ 17.420,63	\$ 567.292,51	\$ 495.365,64
7	31-ene-18	\$ 471.318,76	\$ 8.256,09	\$ 479.574,85	\$ 24.046,89
8	28-feb-18	\$ 24.046,89	\$ 400,78	\$ 24.447,67	\$ -
9	31-mar-18				
10	30-abr-18				
11	31-may-18				
12	30-jun-18				
		\$ 4.617.000,00	\$ 288.188,44	<b>\$ 4.905.188,44</b>	

Inversores - CPB \$ 1.154.000,00.-					
Per.	F. de Pago	Amortizac.	Interés	Total	Saldo de k
					\$ 1.154.000,00
1	31-jul-17		\$ 21.156,67	\$ 21.156,67	\$ 1.154.000,00
2	31-ago-17		\$ 21.156,67	\$ 21.156,67	\$ 1.154.000,00
3	30-sep-17		\$ 21.156,67	\$ 21.156,67	\$ 1.154.000,00
4	31-oct-17		\$ 21.156,67	\$ 21.156,67	\$ 1.154.000,00
5	30-nov-17		\$ 21.156,67	\$ 21.156,67	\$ 1.154.000,00
6	31-dic-17		\$ 21.156,67	\$ 21.156,67	\$ 1.154.000,00
7	31-ene-18		\$ 21.156,67	\$ 21.156,67	\$ 1.154.000,00
8	28-feb-18	\$ 368.638,88	\$ 21.156,67	\$ 389.795,55	\$ 785.361,12
9	31-mar-18	\$ 314.144,45	\$ 14.398,29	\$ 328.542,74	\$ 471.216,67
10	30-abr-18	\$ 235.608,34	\$ 8.638,97	\$ 244.247,31	\$ 235.608,34
11	31-may-18	\$ 157.072,22	\$ 4.319,49	\$ 161.391,71	\$ 78.536,11
12	30-jun-18	\$ 78.536,11	\$ 1.439,83	\$ 79.975,94	\$ 0,00
		\$ 154.000,00	\$ 198.049,91	<b>\$ 1.352.049,91</b>	

El pago de dicho importe no implicará una erogación directa en determinado momento ya que el 1 de Febrero ElectroCor destinará su cartera de clientes para formar un patrimonio aparte, el del fideicomiso. Por ende a dicha fecha ElectroCor verá afectado su activo por una disminución de las cuentas por cobrar en \$ 5.344.021,32.- (Pesos cinco millones



trescientos cuarenta y cuatro mil veintiuno con 32/100) y con el paso del tiempo no percibirá los respectivos intereses, \$ 427.521,70.- (Pesos cuatrocientos veintisiete mil quinientos veintiuno con 70/100) al 31 de mayo y la suma de \$ 1.111.556,43 (Pesos un millón ciento once mil quinientos cincuenta y seis con 43/100) en los próximos meses de vida del Fideicomiso.

Durante la existencia del fideicomiso se pagarían \$ 6.257.238,35.- (Pesos seis millones doscientos cincuenta y siete mil doscientos treinta y ocho con 35/100) en concepto de capital más intereses, monto afrontado con el importe proveniente de los créditos e intereses cobrados, \$ 6.883.099,46.- (Pesos seis millones ochocientos ochenta y tres mil noventa y nueve con 46/100) en este caso. De esta manera, en junio de 2018 ElectroCor como beneficiaria del fideicomiso recuperará aproximadamente \$ 600.000,00 (Pesos seiscientos mil con 00/100) (teniendo en cuenta el costo de administración del fideicomiso).

Si bien no implica una erogación directa, los directivos de ElectroCor deciden medir su costo de oportunidad por no contar con dicho importe desde la generación del Fideicomiso, hasta la finalización del mismo (Julio/2017 a Junio/2018). Para evaluarlo se analizó el ingreso que se hubiese obtenido si se hubiese implementado un plazo fijo por dicho importe durante los 12 meses a una TNA promedio del 20%, arrojando un resultado de \$120.000,00.- (Pesos ciento veinte mil con 00/100) aproximadamente.

Por su parte, el costo por el préstamo solicitado como complemento supone el pago de intereses por un total de \$ 53.576,77.-, (Pesos cincuenta y tres mil quinientos setenta y seis con 77/100) IVA que podrá ser descontado del respectivo impuesto a lo largo de los doce meses siguientes al de la obtención por \$ 11.251,12.- (Pesos once mil doscientos cincuenta y uno con 12/100) y gastos administrativos y bancarios por un importe de escasa magnitud.

<b>Fideicomiso Financiero</b>	<b>\$ 486.238,35.-</b>
<b>Costo de Oportunidad</b>	<b>\$ 120.000,00.-</b>
<b>Préstamo (Intereses)</b>	<b>\$ 53.576,77.-</b>
<b>TOTAL</b>	<b>\$ 659.815,12.-</b>

## Obligaciones Negociables.

ElectroCor S.R.L. tuvo su primera incursión en el mercado de capitales con una emisión de Obligaciones Negociables en el año 2014 con las denominadas OEC1 (ElectroCor Obligaciones negociables Clase I).

A continuación proyecta lo que podría ser su segunda emisión, OEC2, por un monto de emisión de hasta \$ 6.000.000,00.- (Pesos seis millones con 00/100) El valor definitivo será informado con anterioridad a la fecha de emisión y liquidación.

Las ON calificarán como obligaciones negociables simples no convertibles en acciones según la Ley de Obligaciones Negociables y las Normas de la CNV y serán emitidas en denominaciones mínimas de \$ 100,00.- (Pesos cien con 00/100) y montos superiores que sean múltiplos de \$ 100,00.- (Pesos cien con 00/100). Los inversores podrán suscribir a lo largo del período febrero a mayo de 2017.

Se prevé el pago del capital en 12 (doce) cuotas mensuales, a mes vencido, efectivizándose el primer día hábil de cada período.

De igual manera el primer día hábil de cada mes se pagarán los intereses por mes a periodo vencido, y generarán un interés a tasa fija del 19% nominal anual sobre saldo.

Calificación de riesgo crediticio a cargo de Evaluadora Latinoamericana S.A., sociedad autorizada por la Comisión Nacional de Valores.

Partes de la emisión de Obligaciones Negociables:

- Emisor: ElectroCor S.R.L.
- Agente de liquidación: Becerra Bursátil S.A.
- Calificadora de riesgo: Evaluadora Latinoamericana S.A.
- Inversor: Personas físicas y/o jurídicas que adquieran los títulos valores.

Ante la adquisición y suscripción en el mes de abril de 2017 de obligaciones negociables por un total de \$ 1.000,00.- (Pesos mil con 00/100) el inversor recibirá al cabo de 12 meses un total de \$ 1.118,75.- (Pesos mil ciento dieciocho con 75/100) detallados a continuación:

Inversor - OEC2 \$ 1.000,00.-					
Per.	F. de Pago	Amortización	Rendimiento	Total	Saldo capital
					\$ 1.000,00
1	abr-17		\$ 15,83	\$ 15,83	\$ 1.000,00
2	may-17	\$ 83,33	\$ 15,83	\$ 99,17	\$ 916,67
3	jun-17	\$ 83,33	\$ 14,51	\$ 97,85	\$ 833,33
4	jul-17	\$ 83,33	\$ 13,19	\$ 96,53	\$ 750,00
5	ago-17	\$ 83,33	\$ 11,88	\$ 95,21	\$ 666,67
6	sep-17	\$ 83,33	\$ 10,56	\$ 93,89	\$ 583,33
7	oct-17	\$ 83,33	\$ 9,24	\$ 92,57	\$ 500,00
8	nov-17	\$ 83,33	\$ 7,92	\$ 91,25	\$ 416,67
9	dic-17	\$ 83,33	\$ 6,60	\$ 89,93	\$ 333,33
10	ene-18	\$ 83,33	\$ 5,28	\$ 88,61	\$ 250,00
11	feb-18	\$ 83,33	\$ 3,96	\$ 87,29	\$ 166,67
12	mar-18	\$ 83,33	\$ 2,64	\$ 85,97	\$ 83,33
13	abr-18	\$ 83,33	\$ 1,32	\$ 84,65	\$ 0,00
		\$ 1.000,00	\$ 118,75	\$ 1.118,75	

La segunda alternativa propone la emisión de obligaciones negociables por el total del monto a financiar para el proyecto, \$ 6.000.000,00.- (Pesos seis millones con 00/100) Suponiendo una suscripción total en partes iguales para los meses febrero a mayo 2017 y teniendo en cuenta las condiciones pautadas (TNA 19%), ElectroCor S.R.L. asume un costo final de \$ 617.500,00.- (Pesos seiscientos diecisiete mil quinientos con 00/100) a ser pagado de la siguiente manera:

	<b>Inversores</b>	<b>Capital</b>	<b>k acum.</b>	<b>Interes s/k</b>	<b>Total</b>
<b>feb-17</b>	\$ 1.500.000,00		\$ -		\$ -
<b>mar-17</b>	\$ 1.500.000,00	\$ 125.000,00	\$ 125.000,00	\$ 23.750,00	\$ 148.750,00
<b>abr-17</b>	\$ 1.500.000,00	\$ 250.000,00	\$ 375.000,00	\$ 45.520,83	\$ 295.520,83
<b>may-17</b>	\$ 1.500.000,00	\$ 375.000,00	\$ 750.000,00	\$ 65.312,50	\$ 440.312,50
<b>jun-17</b>		\$ 500.000,00	\$ 1.250.000,00	\$ 83.125,00	\$ 583.125,00
<b>jul-17</b>		\$ 500.000,00	\$ 1.750.000,00	\$ 75.208,33	\$ 575.208,33
<b>ago-17</b>		\$ 500.000,00	\$ 2.250.000,00	\$ 67.291,67	\$ 567.291,67
<b>sep-17</b>		\$ 500.000,00	\$ 2.750.000,00	\$ 59.375,00	\$ 559.375,00
<b>oct-17</b>		\$ 500.000,00	\$ 3.250.000,00	\$ 51.458,33	\$ 551.458,33
<b>nov-17</b>		\$ 500.000,00	\$ 3.750.000,00	\$ 43.541,67	\$ 543.541,67
<b>dic-17</b>		\$ 500.000,00	\$ 4.250.000,00	\$ 35.625,00	\$ 535.625,00
<b>ene-18</b>		\$ 500.000,00	\$ 4.750.000,00	\$ 27.708,33	\$ 527.708,33
<b>feb-18</b>		\$ 500.000,00	\$ 5.250.000,00	\$ 19.791,67	\$ 519.791,67
<b>mar-18</b>		\$ 375.000,00	\$ 5.625.000,00	\$ 11.875,00	\$ 386.875,00
<b>abr-18</b>		\$ 250.000,00	\$ 5.875.000,00	\$ 5.937,50	\$ 255.937,50
<b>may-18</b>		\$ 125.000,00	\$ 6.000.000,00	\$ 1.979,17	\$ 126.979,17
				<b>\$ 617.500,00</b>	<b>\$ 6.617.500,00</b>

La ley de Obligaciones Negociables (L. 23.576) propone ciertos beneficios impositivos para quienes cumplan con las siguientes condiciones:

- Hacer oferta pública de las obligaciones negociables, autorizado por la CNV;
- Garantizar la aplicación de fondos obtenidos a determinadas inversiones, en este caso “inversión de activos físicos situados en el país...”;
- ElectroCor deberá acreditar en el tiempo, forma y condiciones establecidos por la CNV que los fondos obtenidos fueron destinados al plan definido originalmente.

Dando por sentado el cumplimiento de los puntos arriba mencionados, ElectroCor S.R.L. estará exenta del impuesto a los sellos e IVA por los actos relacionados a la emisión, suscripción y colocación de las obligaciones negociables, sujeto a lo dispuesto por los Art. 35 y 36 bis de la Ley de Obligaciones Negociables.

Así mismo podrán ser deducidos del impuesto a las ganancias de cada ejercicio la totalidad de intereses devengados por la obtención de fondos provenientes de la

colocación de las obligaciones negociables, como así también los gastos de emisión y colocación (LON. Art. 37).

<b>TOTAL ON</b>	<b>\$ 617.500,00.-</b>
-----------------	------------------------

## Préstamo Bancario.

Se analiza ésta como la tercera alternativa para la obtención de los fondos necesarios.

Se solicitó presupuesto en Finandino Compañía Financiera, sociedad con la cual ElectroCor ya ha efectuado diversas operaciones.

La entidad ofrece la totalidad del capital solicitado a una TNA del 22%. Metodología de amortización de capital e intereses mensual, sistema francés.

### ElectroCor S.R.L.

Cuota	Amortización	Saldo Capital	Intereses	IVA	Seg. Vida	Sellado	Total
1	\$ 533.465,00	\$ 6.000.000,00	\$ 42.581,58	\$ 8.942,13	\$ -	\$ -	\$ 584.988,71
2	\$ 409.965,00	\$ 5.466.535,00	\$ 105.803,81	\$ 22.218,80	\$ -	\$ -	\$ 537.987,61
3	\$ 425.465,00	\$ 5.056.570,00	\$ 97.869,03	\$ 20.552,50	\$ -	\$ -	\$ 543.886,53
4	\$ 441.550,00	\$ 4.631.105,00	\$ 89.634,79	\$ 18.823,31	\$ -	\$ -	\$ 550.008,09
5	\$ 458.245,00	\$ 4.189.555,00	\$ 81.088,27	\$ 17.028,54	\$ -	\$ -	\$ 556.361,80
6	\$ 475.570,00	\$ 3.731.310,00	\$ 72.219,24	\$ 15.166,04	\$ -	\$ -	\$ 562.955,28
7	\$ 493.550,00	\$ 3.255.740,00	\$ 63.014,90	\$ 13.233,13	\$ -	\$ -	\$ 569.798,03
8	\$ 512.210,00	\$ 2.762.190,00	\$ 53.462,46	\$ 11.227,12	\$ -	\$ -	\$ 576.899,57
9	\$ 531.575,00	\$ 2.249.980,00	\$ 43.549,11	\$ 9.145,31	\$ -	\$ -	\$ 584.269,42
10	\$ 551.675,00	\$ 1.718.405,00	\$ 33.259,50	\$ 6.984,49	\$ -	\$ -	\$ 591.918,99
11	\$ 572.535,00	\$ 1.166.730,00	\$ 22.580,83	\$ 4.741,97	\$ -	\$ -	\$ 599.857,80
12	\$ 594.195,00	\$ 594.195,00	\$ 11.500,30	\$ 2.415,06	\$ -	\$ -	\$ 608.110,37
<b>Total</b>	<b>\$ 6.000.000,00</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ 716.563,81</b>	<b>\$ 150.478,40</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ 6.867.042,21</b>

De los instrumentos analizados, los préstamos bancarios son los menos complejos, no tienen ventajas impositivas, generan un incremento del pasivo de la empresa, y tienen un costo por acceder al mismo (comisión bancaria), y sus cuotas se conforman por una parte de capital, interés e IVA (se podrá tomar como crédito fiscal del impuesto).

## Propuesta

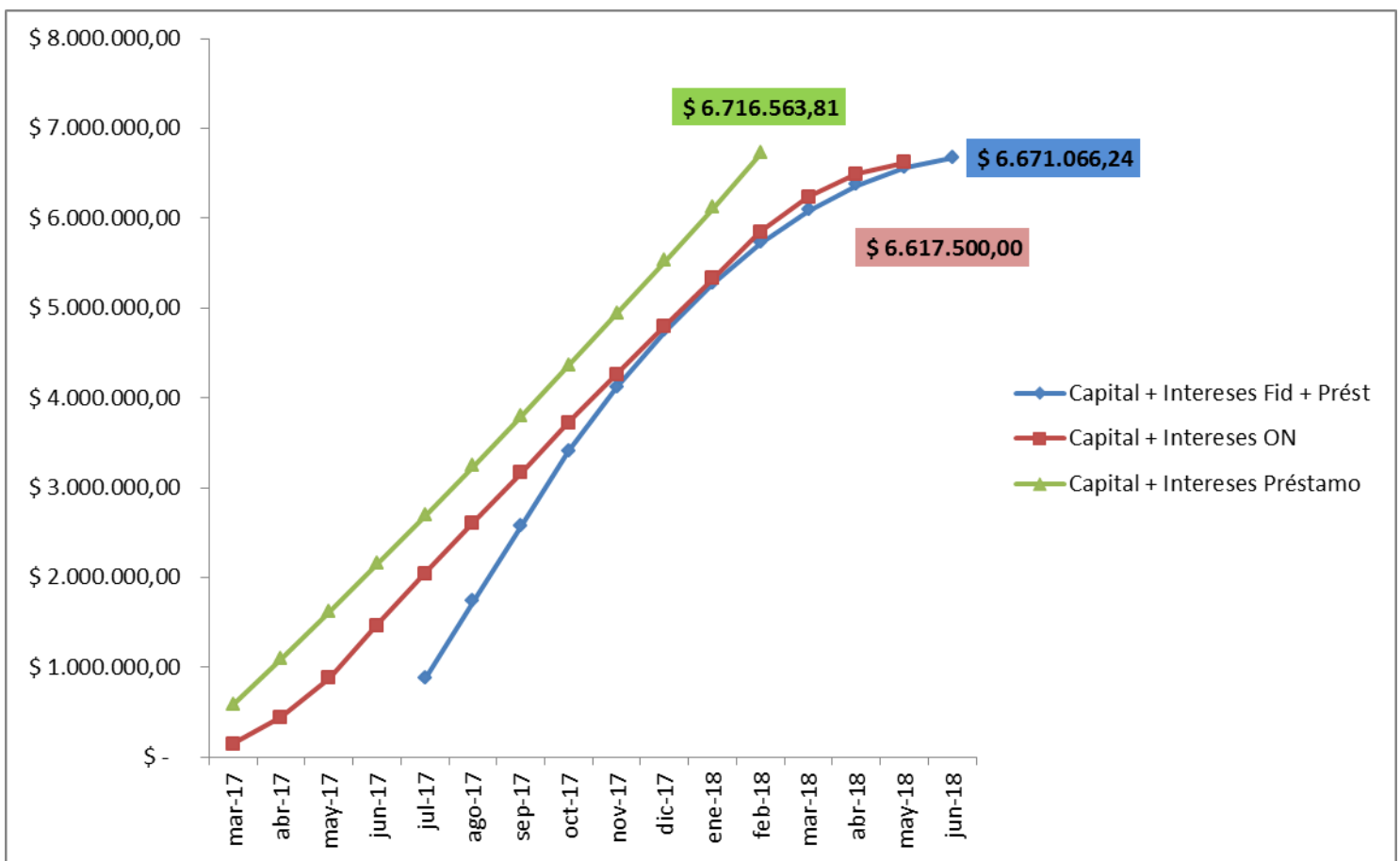
Las tres alternativas investigadas presentan ventajas y desventajas respectivamente. El costo del capital obtenido, el riesgo incurrido, los plazos de devolución, la certeza de obtención de los fondos necesarios y el impacto impositivo son algunos de los factores considerados por ElectroCor S.R.L. para tomar la decisión.

Se propone la implementación de la alternativa de obtener financiación por los \$ 6.000.000,00.- (Pesos seis millones con 00/100) para llevar adelante el proyecto a través de la emisión de obligaciones negociables, considerando las ventajas que ofrece este instrumento:

- Costo financiero total: Es la alternativa que implica una erogación monetaria menor, por ende la más beneficiosa para ElectroCor (ver gráfico “Comparación Capital + Intereses” y “Comparación Intereses”) (Ver Anexo 2); cabe aclarar que en dicho análisis se contempla el costo de oportunidad incurrido por la indisposición monetaria en el lapso de doce meses por estar afectada al fideicomiso.
- Beneficios Impositivos: Teniendo en cuenta la naturaleza de la inversión y que la empresa hace oferta pública de las obligaciones negociables, mientras que acredite en tiempo y formas establecidas por la CNV el destino de los fondos captados, ElectroCor S.R.L. estará exenta del impuesto a los sellos e IVA por los actos relacionados a la emisión, suscripción y colocación de las obligaciones negociables, sujeto a lo dispuesto por los Art. 35 y 36 bis de la Ley de Obligaciones Negociables. Podrá descontar del impuesto a las ganancias los intereses devengados por la obtención de fondos provenientes de la colocación de las obligaciones negociables, como así también los gastos de emisión y colocación (LON. Art. 37);
- Acceso a una gran cartera de inversores;
- Posibilidad de estructurar la emisión en función del flujo de fondos y demás necesidades de la empresa;

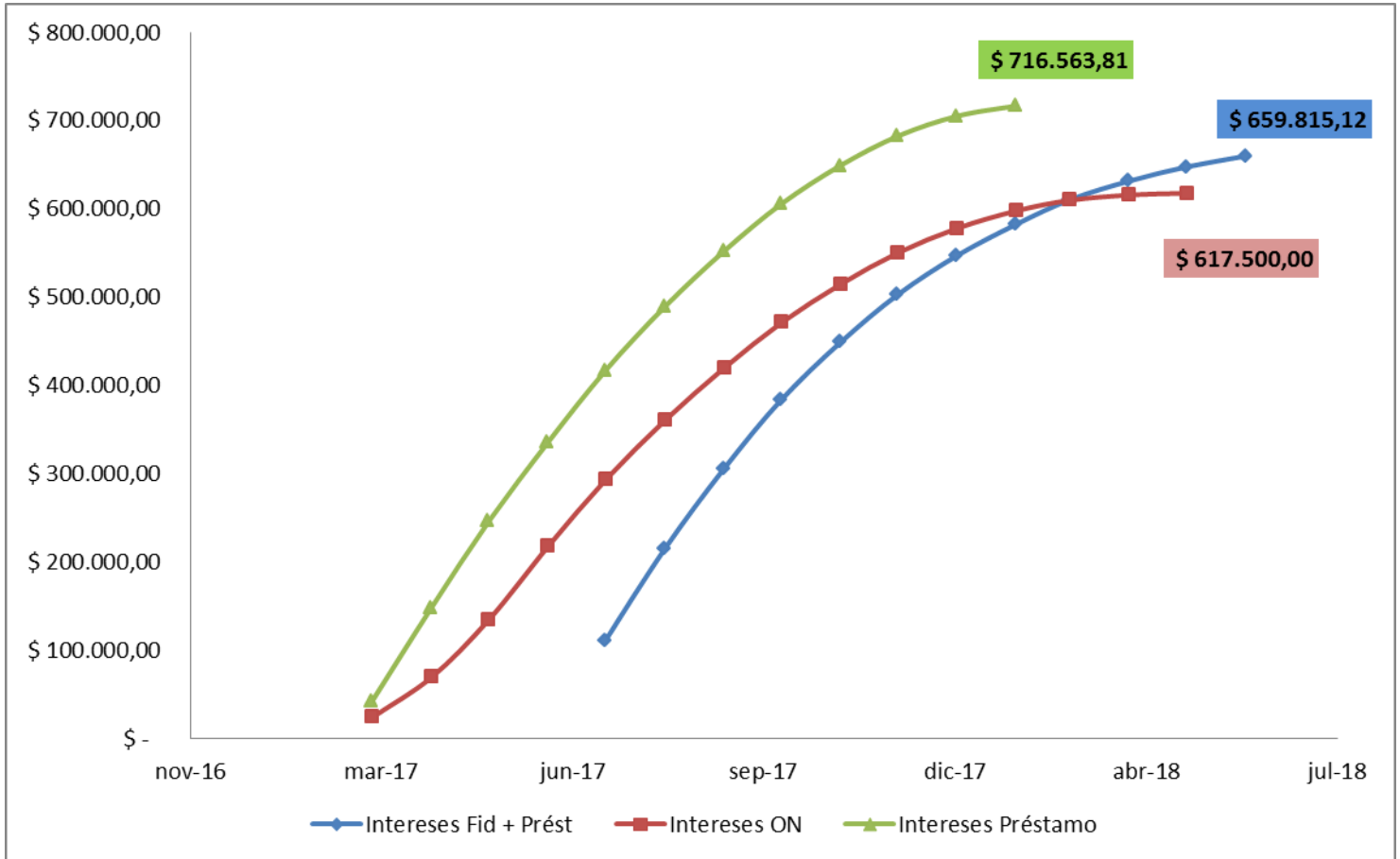
- La empresa adquiere mayor exposición por la participación en el mercado de capitales, generando acceso a nuevos clientes, proveedores y otras fuentes de financiación;
- Quedará eximida del impuesto sobre la transferencia de títulos valores la transferencia de obligaciones negociables.

### Comparación Capital + Intereses





## Comparación Intereses



## **Conclusiones de las Alternativas de Financiamiento**

Tras el análisis de diversas fuentes de financiamiento propuestas por la legislación vigente, reguladas por la Ley de Mercado de Capitales (L. 26.831) en el ámbito de la República, con el objetivo de dar respuesta a las necesidades de captación de fondos de las Pequeñas y Medianas Empresas podemos concluir que si bien existe diversidad de instrumentos en materia de financiamiento para PyMEs y programas que motivan esta iniciativa, consideramos que hay una precariedad de difusión y fomento por parte del Estado. A pesar de que el acceso de organizaciones de esta magnitud al crédito a través del mercado de valores se ha incrementado con el paso del tiempo, un gran número de empresas están quedando fuera del alcance y con ello de poder aspirar a un mayor crecimiento.

Por otra parte, gran parte de las Pequeñas Empresas no pueden acceder al crédito tradicional, por no contar con los avales necesarios y/o la infraestructura necesaria para calificar en entidades bancarias o financieras. Así lo refleja la encuesta anteriormente mencionada, llevada a cabo por la Fundación Observatorio Pyme en el año 2015, sobre las causas de los proyectos de inversión frenados por falta de financiamiento bancario son mixtas, y la informalidad explica únicamente la mitad de los casos (incluyendo a las que se autoexcluyen asumiendo que no reúnen las condiciones requeridas para solicitar el crédito). La otra mitad, se debe al racionamiento crediticio; es decir, obtuvieron menos crédito que el solicitado o las condiciones de tasas y plazos ofrecidas por los bancos resultaban incompatibles con la rentabilidad del proyecto de inversión (Ver gráfico en Anexo 1).

Es de destacar que existen diversas fuentes de financiamiento según la necesidad del inversor y el perfil del mismo, variando de instrumentos de renta fija, variable, y derivados, cada uno de estos con diferentes niveles de riesgo, rentabilidad, plazos, posibilidades de negociación e implicancias impositivas. En función de éstas, la aplicación en un caso representativo de la realidad de una PyME situada en la ciudad de Córdoba, ElectroCor S.R.L., con intenciones de incorporar una nueva sucursal motivó el análisis de tres alternativas para financiar el proyecto. De esta manera se evaluaron del total de

posibilidades propuestas por la Comisión Nacional de Valores, aquellas a las que la empresa pudiera acceder, entre ellas:

- Fideicomiso Financiero + Crédito Bancario: esta podría haber resultado la alternativa más conveniente en cuanto a la relación costo-beneficio en caso de haber podido acceder al total del financiamiento a través del fideicomiso sin necesidad de complementarlo con el crédito bancario, siempre y cuando no tuviéramos en cuenta también el costo de oportunidad incurrido por el plazo en el cual ElectroCor como beneficiario no dispuso de su capital;
- Emisión de Obligaciones Negociables: para la situación planteada implicó un nivel de costo bajo aunque no el menor. Aun así, beneficios de tipo impositivos, la experiencia previa y la seguridad de disponer con el total del dinero necesario para llevar a cabo el proyecto orientaron la decisión de la empresa por obtener fondos mediante la segunda emisión de obligaciones negociables de su historia.
- Préstamo Bancario: a pesar de ser la opción más elegida entre quienes solicitan fondos. ElectroCor comprobó que su costo sería el mayor de las opciones planteadas, no presenta beneficios impositivos y requiere de previa aprobación de la entidad financiera.

Entendiendo a las Pequeñas y Medianas Empresas como el motor de la economía, fuente de empleo y promotoras del desarrollo de la sociedad, y habiendo analizado la variedad de herramientas propuestas por la normativa y su regulación seguido por la simulación de una PyME local con deseos de invertir y necesidades de captación de fondos, es que arribamos a la conclusión de que existe un creciente interés por el desarrollo de Pequeñas y Medianas Empresas, aunque falte promoción e incentivos que potencien a estas organizaciones y con ellas a la sociedad.

Asimismo, hay un gran número de opciones para invertir y/o captar fondos, cada uno con sus características. No sería correcto pensar en un instrumento financiero como mejor o peor ya que dependerá en gran medida de la necesidad y del perfil de la empresa que lo requiera. Por este motivo, entendemos que es fundamental la promoción e incentivo de estas herramientas, acercándolas a sectores que consideran estas

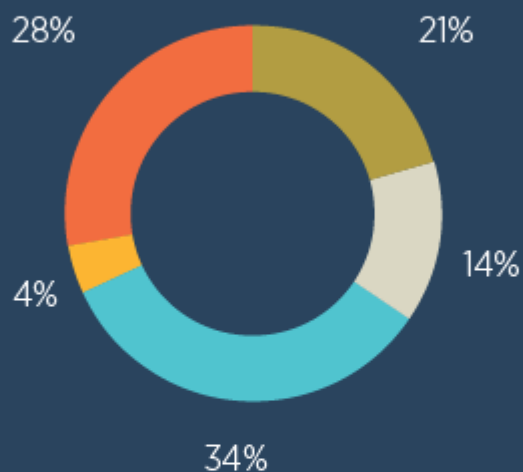
posibilidades como lejanas, y por tanto, generando la concreción de nuevos proyectos y fomentando el crecimiento de pequeñas empresas.

## Bibliografía

- **APREDA, Rodolfo:** “*Obligaciones Negociables, Bonos y Opciones*”. Editorial Club de Estudio. Buenos Aires, Argentina. 1988.
- **BREALEY R. y MYERS S.:** “*Fundamentos de Financiación Empresarial*”. McGraw-Hill Interamericana de España S.A. México. 1999.
- **Ley N° 26.831.** Ley de Mercado de Capitales. Buenos Aires, 29 de Noviembre de 2012, y complementarias.
- **Ley N° 26.994.** Código Civil y Comercial de la Nación. Buenos Aires, Argentina 7 de Octubre de 2014, y complementarias.
- **MACCHI, Julio:** “*La Inversión Bursátil*”. Librería Editorial Tesis. Buenos Aires, Argentina. 1988.
- **MUSTAFÁ, Cristina Miriam:** “*Finanzas*”. Instituto Universitario Aeronáutico. Córdoba, Argentina 2003.
- **PASCALÉ, Ricardo:** “*Decisiones Financieras*”. Pare VI. Editorial Macchi. Buenos Aires, Argentina. 1998.
- **Resolución General N° 582/2010.** Buenos Aires, Argentina. 2 de Noviembre de 2010.
- **TRABALINI, Héctor:** “*Gestión Financiera*”. Instituto Universitario Aeronáutico. Córdoba, Argentina. 2004.
- **Consultas a través de Internet:**
  - <http://www.bcba.sba.com.ar>
  - <http://www.observatoriopyme.org.ar/espacio-pyme/la-alta-informalidad-entre-las-pyme-les-impide-acceder-al-credito-para-proyectos-de-inversion-mito/>
  - <http://www.aduba.org.ar/wp-content/uploads/2016/07/Pymes.pdf>

## Anexo 1

Principal motivo por el cual la empresa considera que tiene proyecto frenado por falta de financiamiento bancario  
(% de empresas con proyectos frenados)



- Rechazo del banco de la solicitud de crédito
- Otorgamiento de financiamiento bancario menor al requerido
- Taza de interés elevada impide generar la solicitud de crédito
- Plazo de devolución de crédito bancario menor al necesario por su empresa
- **La empresa considera que no cumple con las condiciones solicitadas por los bancos**

Fuente: Encuesta Estructural a PyME industriales 2015, Fundación Observatorio PyME

## Anexo 2

### Capital + Intereses

	Fid + Prést	Fid + Prést (-C.O.)	ON	Préstamo
<b>mar-17</b>			\$ 148.750,00	\$ 576.046,58
<b>abr-17</b>			\$ 444.270,83	\$ 1.091.815,39
<b>may-17</b>			\$ 884.583,33	\$ 1.615.149,42
<b>jun-17</b>			\$ 1.467.708,33	\$ 2.146.334,21
<b>jul-17</b>	\$ 868.153,99	\$ 858.153,99	\$ 2.042.916,67	\$ 2.685.667,48
<b>ago-17</b>	\$ 1.725.050,24	\$ 1.705.050,24	\$ 2.610.208,33	\$ 3.233.456,71
<b>sep-17</b>	\$ 2.569.556,30	\$ 2.539.556,30	\$ 3.169.583,33	\$ 3.790.021,61
<b>oct-17</b>	\$ 3.401.667,41	\$ 3.361.667,41	\$ 3.721.041,67	\$ 4.355.694,07
<b>nov-17</b>	\$ 4.113.969,25	\$ 4.063.969,25	\$ 4.264.583,33	\$ 4.930.818,18
<b>dic-17</b>	\$ 4.737.103,05	\$ 4.677.103,05	\$ 4.800.208,33	\$ 5.515.752,68
<b>ene-18</b>	\$ 5.272.372,72	\$ 5.202.372,72	\$ 5.327.916,67	\$ 6.110.868,51
<b>feb-18</b>	\$ 5.721.002,06	\$ 5.641.002,06	\$ 5.847.708,33	\$ 6.716.563,81
<b>mar-18</b>	\$ 6.083.773,15	\$ 5.993.773,15	\$ 6.234.583,33	
<b>abr-18</b>	\$ 6.362.085,06	\$ 6.262.085,06	\$ 6.490.520,83	
<b>may-18</b>	\$ 6.557.371,42	\$ 6.447.371,42	\$ 6.617.500,00	
<b>jun-18</b>	\$ 6.671.066,24	\$ 6.551.066,24		

## Intereses

	Fid + Prést	Fid + Prést (-C.O.)	ON	Préstamo
<b>mar-17</b>			\$ 23.750,00	\$ 42.581,58
<b>abr-17</b>			\$ 69.270,83	\$ 148.385,39
<b>may-17</b>			\$ 134.583,33	\$ 246.254,42
<b>jun-17</b>			\$ 217.708,33	\$ 335.889,21
<b>jul-17</b>	\$ 111.290,45	\$ 101.290,45	\$ 292.916,67	\$ 416.977,48
<b>ago-17</b>	\$ 215.044,06	\$ 195.044,06	\$ 360.208,33	\$ 489.196,71
<b>sep-17</b>	\$ 305.940,48	\$ 275.940,48	\$ 419.583,33	\$ 552.211,61
<b>oct-17</b>	\$ 383.957,34	\$ 343.957,34	\$ 471.041,67	\$ 605.674,07
<b>nov-17</b>	\$ 449.071,27	\$ 399.071,27	\$ 514.583,33	\$ 649.223,18
<b>dic-17</b>	\$ 503.048,32	\$ 443.048,32	\$ 550.208,33	\$ 682.482,68
<b>ene-18</b>	\$ 547.172,64	\$ 477.172,64	\$ 577.916,67	\$ 705.063,51
<b>feb-18</b>	\$ 582.727,43	\$ 502.727,43	\$ 597.708,33	\$ 716.563,81
<b>mar-18</b>	\$ 610.381,84	\$ 520.381,84	\$ 609.583,33	
<b>abr-18</b>	\$ 631.507,59	\$ 531.507,59	\$ 615.520,83	
<b>may-18</b>	\$ 647.515,42	\$ 537.515,42	\$ 617.500,00	
<b>jun-18</b>	\$ 659.815,12	\$ 539.815,12		