



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Licenciatura en Administración de Empresas

**Utilización de los Fideicomisos Financieros como medio de
Financiación en los Mercados de Capitales por Fravega y
Garbarino y Aplicabilidad de los Mercados de Capitales para
PyMEs**

Autor: José María Pampuro (22189)

Mentor: Maria Fernanda Tamborini

Buenos Aires, 2018



Trabajo de Licenciatura en Administración de Empresas

*Utilización de los Fideicomisos Financieros como
medio de Financiación en los Mercados de Capitales
por Fravega y Garbarino y Aplicabilidad de los
Mercados de Capitales para PyMEs.*

Autor: José María Pampuro (22189)

Noviembre, 2018

Mentor: Maria Fernanda Tamborini

INDICE

1. Introducción
2. Formulación del Problema
3. Marco Teórico
4. Fravega y Garbarino
 - 4.1 Grupo Fravega
 - 4.2 Grupo Garbarino
5. PyMES y los Mercados de Capitales
 - 5.1 Problemática Pyme
 - 5.2 Mercado de Capitales
 - 5.3 Cheque de pago diferido
 - 5.4 SGR
 - 5.5 VCP
 - 5.6 Pagares Bursátiles
 - 5.7 Fideicomisos Financieros
 - 5.8 Obligaciones Negociables
6. Conclusiones
 - 6.1. Concluiones Fravega y Garbarino
 - 6.2 Conclusiones Mercado de Capitales y PyMES
- 7 .Glosario
- 8 .Bibliografía

1 - Introducción

La securitización es una forma de financiamiento que se vale de sus carteras de crédito, mediante la colocación en el mercado de capitales de títulos valores, estos son avalados específicamente por los activos que permitieron su génesis, como son las cuentas por cobrar, incluyendo aquellas que pueden llegar a considerarse de difícil cobro.

Sin embargo, este campo es amplio y cuenta con un abanico de opciones, así entre los activos crediticios inmovilizados posible de transformar se encuentran, préstamos hipotecarios, prendarios, créditos provenientes del uso de tarjetas de créditos, facturas comerciales comunes, así como de servicios (gas, luz, teléfonos), peaje de autopistas, leasing, en títulos colocados el público (Lisoprawski, 1994).

En la actualidad, se presentan diferentes formas de financiamiento por fuera de los mercados tradicionales bancarios. Es menester, entonces, el desarrollo de los distintos tipos de financiamientos que se presentan determinando costos y beneficios.

Entre las distintas formas de financiamiento no tradicionales se encuentran los mercados de capitales. Las herramientas de financiación se pueden dividir en dos, por un lado emisión de deuda y por otro emisión de acciones.

En la emisión de deuda el inversor se vuelve acreedor de la compañía y la empresa paga una tasa por esos fondos. En caso de quiebra los inversores tienen derecho a reclamar por los fondos prestados por sobre los accionistas.

Entre los distintos tipos de deuda es posible identificar las obligaciones negociables, valores de corto plazo, cheques de pago diferidos, pagares y fideicomisos.

En la emisión de acciones, la compañía emite acciones al mercado. En este caso el inversor se convierte en accionista. En caso de quiebra el inversor es el último en cobrar.

Dada la variedad de productos que existen en los mercados de capitales. Se realizará un estudio focalizado en el modelo de negocio de Fravega y Garbarino, donde ambos securitizan los cupones de tarjeta a cobrar bajo la figura de fideicomisos financieros. A su vez se pretende evaluar las opciones que tienen las PyMEs Argentinas para financiarse en los mercados de capitales.

Justificación del estudio

El presente trabajo comprende un análisis de dos casos de empresas de consumo masivo (Frávega y Garbarino) y la utilización de fideicomisos financieros como medio de financiamiento en los mercados de capitales. También se pretende identificar la viabilidad de aplicación en PyMEs y examinar los distintos tipos de financiamiento que utilizan las mismas.

Los motivos que impulsan este estudio son múltiples. En primer lugar los mercados de capitales juega un rol fundamental en el desarrollo de la economía de los países. Si estos son maduros canalizan el ahorro de inversores hacia quienes tengan necesidad de financiamiento, y así facilitan el desarrollo de proyectos. Priorizando la innovación y evolución de las empresas.

En segundo lugar a pesar del desarrollo a nivel mundial de los mercado de capitales, en Argentina es un mercado con poco desarrollo y existe un gran desconocimiento por parte de las PyMEs locales. Esto provoca que los únicos mecanismos de financiamiento sean líneas bancarias o fondos propios; como consecuencia, el desarrollo y evolución de las industrias per se, se ve afectado. El estudio pretende arrojar luz sobre esta problemática.

Objetivos

Objetivo general:

El principal objetivo de este trabajo es analizar la utilización de los Fideicomisos Financieros como medios de financiamiento por Favega y Garbarino. Además relevar la aplicabilidad del financiamiento en mercado de capitales en las PyMEs locales.

Objetivos específicos

- 1) Comprender por qué y cómo utilizan Fravega y Garbarino los FF para financiar su modelo de negocios.
- 2) Análisis de los beneficios de la utilización de los FF para Fravega y Garbarino,
- 3) Identificar los productos existentes en el mercado de capitales Argentino.
- 4) Detectar qué productos tienen las PyMEs a su alcance en los mercados de capitales argentinos.
- 5) Dotar al empresario PyME de una visión integral de los mercados de capitales.

3- Marco teórico

La securitización se podría definir como un mecanismo financiero que permite movilizar carteras de créditos relativamente ilíquidos, por medio de un vehículo legal, a través de la creación, emisión y colocación en el Mercado de Capitales de títulos valores, respaldados por el propio conjunto de activos que le dieron origen. (Slemenson y Teitelbaum 1994, p. 2)

Como se observa, existe una gran plataforma de posibilidades representados en activos, sin embargo, todos requieren de un importante número de componentes, que condicionar su aplicación como herramienta financiera y además permiten avalarlos.

Componentes

Cuando se consideran aspectos que involucran la securitización como fuente de financiamiento, especialmente la conversión a título valor, la cual se realiza mediante un vehículo legal, es decir, “una figura jurídica creada pura y exclusivamente para receptor los créditos y emitir estos títulos valores”. (Slemenson y Teitelbaum 1994, p. 2). Así se observa, como a través de este primer paso, ya se encuentra los elementos que los componen:

En primer lugar se encuentra el Originante; quien es reconocido como el titular de la cartera de activos a securitizar, traspasándolos a una entidad con objeto especial, es decir la organización, titular de las cuentas por cobrar.

El segundo componente, es el Fondo de activos y créditos a securitizar; estos producen el ingreso de dinero a través del pago de capital e intereses que devengan esos activos financieros, volviendo a los activos circulantes antes mencionados.

El tercer componente puede inferirse como el Vehículo o medio, crea mediante una figura jurídica debidamente conformada, que actúa como receptor de los créditos, y por ende única autorizada a emitir los títulos-valores, y que podrá ser el mismo acreedor originante o un tercero, como una entidad financiera. (Martín, 1995)

En tanto el Inversor, el cual puede ser individual (persona natural) o institucional (persona jurídica), es el adquirente de los títulos en el Mercado de Capitales, es decir, a manos de quien pasa las anteriores cuentas ahora convertidas en título-valor, y las que eventualmente serán negociadas por el mismo.

Finalmente se encuentra como un quinto componente, la Sociedad Calificadora, la cual es una empresa que categoriza los títulos emitidos en función del riesgo de repago, son partes contingentes, los tomadores o colocadores de los títulos emitidos, underwriters, Bancos de Inversión, Agentes Bursátiles; administrador de la cartera securitizada, depositario, o garante; el cual, en el supuesto de la securitización, se ve atenuado por la cantidad de activos que garantizan los títulos. Por añadidura imparten valiosa información y sirven como guía orientadora para el inversor a la hora de analizar sus proyectos financieros. (Slemenson y Teitelbaum 1994, p. 2, 3)

Por tanto, las sociedades calificadoras son aquellas que en primer lugar categorizan el riesgo de repago, considerando la cantidad de activos, en este caso de cuentas que han sido soporte o garantes, para la emisión de los títulos, que además proveen al inversor de importante información que contribuye a la toma de decisiones por parte de estos, constituyendo un importante elemento del proceso de securitización.

Proceso

Para hablar del proceso relativo a la securitización; es necesario establecer que este fenómeno experimentó un rápido crecimiento, trasladándose, como se ha mencionado con antelación a “paquetes de activos tan insólitos como los préstamos para compra de automóviles, los contratos de leasing de ordenadores y los saldos a cobrar generados por tarjetas de crédito” (Ballarin, 1987, p. 3).

Sin embargo, debido a su rápida expansión la securitización inició como un experimento donde se establecieron varios procesos con sus variantes generando un estándar que inicia considerando como premisa la necesidad de financiamiento por parte de una organización mediante una securitización.

Por ello, puede inferirse que dicho proceso empieza con la identificación de los activos que pueden ser usados para obtener o captar recursos, los cuales generalmente representan los derechos de pago en fechas futuras o cuentas por cobrar. (Schawrcz, 1997).

Luego de identificar los activos a ser usados en la securitización, el originador transfiere las cuentas por cobrar a una sociedad de fideicomiso especial u otra entidad legal independiente y creada para ese propósito llamada “Vehículo de Propósito Específico” o VPE, el originador estructura en estos casos la transferencia para que ésta constituya una venta que sea eficaz de acuerdo a la ley de quiebras para separar las cuentas por cobrar de los bienes que estarían afectados ante una eventual quiebra del originador.

Para obtener o captar recursos, el VPE emite títulos en los Mercados de Capitales, sin embargo, “debe estructurarse como remoto de quiebra para ganar aceptación

como emisor de títulos del Mercado de Capitales, lo que en este contexto significa que es improbable que el VPE se vea afectado adversamente por la quiebra del originador” (Schawrcz, 1997, p. 115).

Adicionalmente, siguiendo con los criterios de Schawrcz, (1997), se requiere que un VPE que es propiedad o es controlado por el originador tenga uno o más directores independientes, tratando de obtener todas las formalidades propias de un tercero frente al originador.

Estos pasos del proceso ayudan a reducir el riesgo de que el originador, si cae en quiebra, pueda forzar al VPE a solicitar su propia quiebra de manera voluntaria o persuadir a la corte de quiebras para que, en ejercicio de sus facultades de equidad, consolide substancialmente los activos y obligaciones del VPE con los del originador.

Finalidad e importancia

La finalidad de la securitización, como herramienta financiera, se encuentra sobreentendida desde que inicia el proceso de securitizar los activos, como es la obtención de financiamiento de fuentes alternativas, sin incurrir a entidades financieras, ante todo, “permite crear una mesa de dinero, otorgando de este modo, liquidez a los participantes de este proceso, y generando una reducción en los costos de financiamiento para los originantes, es decir las organizaciones”. (Slemenson y Teitelbaum 1994, p. 3)

En el mismo orden de ideas, se comprende que a través de la securitización, las organizaciones alcanzan liquidez financiera, al obtener recursos a corto plazo y a un menor costo en comparación con otras fuentes de financiamiento tradicionales, como son el crédito bancario o la emisión de obligaciones.

Además, la implementación de la securitización conlleva al otorgamiento de créditos, a plazos mayores que los actuales, permitiendo realizar nuevas inversiones, con una sustancial reducción de tasas de intereses, en el caso de

hipotecas además, se encuentra “un aumento del porcentaje prestable con relación al valor en conjunto del inmueble”. (Slemenson y Teitelbaum 1994, p. 2)

Beneficios

Los beneficios, de la securitización, son varios, los cuales se explican particularmente porque “en la mayoría de los casos, el título-valor tiene una ventaja competitiva en términos de costo sobre el préstamo”. (Ballarín, 1987, p. 6); por otra parte es importante destacar que además, la securitización, flexibiliza el pasivo de las empresas contribuyendo de esta manera a disminuir la probabilidad de riesgo financiero.

Por tanto, al disminuir la probabilidad de riesgo financieros, las organizaciones pueden arriesgarse a invertir en otras áreas o proyectos es decir, se posibilita incurrir en mayores riesgos operativos, los cuales contribuyen a la generación de ingresos, de las mismas.

El resultado final puede ser “una mayor inversión en términos reales (en inmovilizado y existencias) es una respuesta competitiva por parte de las entidades bancarias a cambios estructurales en el sector tales como las mayores exigencias de recursos propios”. (Ballarín, 1987, p. 6).

En síntesis, los beneficios particulares de la securitización, son ante todo una forma de financiamiento alternativa, sin recurrir a una entidad bancaria, otorgando mayor liquidez a las empresas, lo que disminuye el riesgo financiero, menores tasas de intereses, permitiendo a las organizadores invertir en otros proyectos, tomando mayores riesgos operativos, es decir, realizar inversiones reales.

Costos

En referencia a los costos, este aspecto puede verse como un beneficio por cuanto, la securitización es más valiosa cuando el costo de los recursos, reflejado en la tasa de interés que es necesaria para lograr que los inversionistas adquieran los títulos de una sociedad de fideicomiso o VPE, es menor que el costo del financiamiento del originador por otras fuentes directas.

El costo menor de los recursos del VPE se transfiere al originador fijando un precio más alto por las cuentas por cobrar del originador. La meta de la securitización, por lo tanto, es el obtener fondos del mercado de capitales a bajo costo mediante la separación de todas o partes de las cuentas. (Ballarín, 1987, p. 10)

Como se evidencia en el texto citado, cuando se seculariza un activo, el menor costo se transfiere a quien era el titular original de los mismos, lo que origina un costo mayor por dichas cuentas o activos, estos costos permiten obtener fondos a bajo costo, en comparación con los montos a cancelar por un financiamiento de una entidad bancaria. Es importante destacar, que en los casos en los cuales la securitización requiere la contratación de un seguro privado para protección de los activos, debe añadirse a los costos generados.

Sin embargo, las variaciones en las estructuras, como *pass through securities*, *Asset Backed securities*, y *pay through*, (las cuales se explican posteriormente) pueden afectar directamente los costos, transacciones y beneficios.

Las organizaciones cuyos títulos de deuda son calificados con grado de inversión pueden emitir títulos en los Mercados de Capitales a tasas de interés competitivas y más bajas que otras fuentes de financiamiento disponibles, como los préstamos bancarios. Así, mientras más alta sea la calificación de la compañía dentro de las distintas categorías de grados de inversión, menor será el costo del fondo para la compañía. Este menor costo es resultado de las bajas tasas de interés necesarias para inducir a los inversionistas a comprar los títulos de una empresa en particular.

Por tanto al inducir las compras de los títulos, la securitización de activos, permite a las compañías con niveles aceptables de riesgo la posibilidad real de ahorros en costos, resultantes precisamente de las bajas tasas de interés mencionados.

Estructuras

En términos generales, se pueden establecer tres tipos de estructuras básicas la implementación del proceso de securitización o titulización de activos, “que

dependerán de la forma en que se afecten activos al repago de los títulos emitidos en función de ellos” (Martín, 1995, p. 375), estos son: *pass throug securities*, *Asset Backed securities*, y *pay throug*. Las mismas se explican seguidamente:

La primera estructura es la *Pass throug securities*, en la cual, la cartera de activos es transferida a un tercero, es decir, al vehículo, para que emita con el respaldo de la misma títulos cuyo pago estará ligado al flujo de fondos emergentes de dichos activos (cash flow).

De esta manera, la cartera a securitizar sale del activo del originante; es decir se produce la venta o cesión los activos del acreedor originante al tercero él que oficio de securitizador y emite los títulos. “Esta forma de securitización implica que salen del balance del originante ese conjunto de activos, ingresa dinero por dicha transacción, que al volver a ser prestado, multiplica la capacidad prestable del originante”. (Slemenson y Teitelbaum 1994, p. 5)

El segundo tipo de estructura, es *Asset-Backed Securities* (ABS), los cuales son títulos de deuda con garantía en un conjunto de activos que el originante conserva dentro de su patrimonio. Las amortizaciones de capital e intereses no dependen del cash-flow de estos activos, ya que el originante hace frente a estos pagos sin distinción del origen de estos fondos. Es similar a una emisión de ON con garantía especial compuesta por un conjunto de activos.

El tercer tipo es el *Pay Through*, en el cual se combinan las estructuras anteriores, donde los activos securitizados permanecen dentro del balance del originante, como es el caso del ABS, pero las cuotas de amortización de capital e intereses de los títulos dependen directamente del cash-flow, es decir, del flujo emergente que genere la cartera de activos, como en el caso de los *Pass throug securities*.

Por ello, deben coordinarse los flujos de fondos que generen los activos con la amortización de los títulos emitidos, pues no se puede recurrir a los fondos provenientes del giro del negocio del originante, los activos permanecen dentro del balance del originante. (Slemenson y Teitelbaum 1994, p. 5)

Por tanto, tal y como se ha expuesto previamente, internacionalmente, se distinguen tres maneras diferentes de estructurar un proceso de securitización, *pass through securities*, *Asset Backed securities*, y *pay through* las dos primeras son independientes una de otra, mientras la tercera, es una forma combinada de las anteriores.

Metodología de investigación

La metodología a ser implementada en el siguiente trabajo será el estudio de casos de compañías de consumo masivo que usan fideicomisos financieros como método de financiación. La determinación de que la unidad de análisis sean múltiples empresas en lugar de una, surge de la necesidad de comparar los resultados obtenidos por las mismas (Yin, 2009)

Se tratará de un estudio de caso de Frávega y Garbarino contemplando los tipos de financiamiento que estas empresas seleccionan determinando los costos y beneficios de los mismos. Luego, en segundo término, se realizará un estudio de la viabilidad de la aplicación de los mercados de capitales como medio de financiamiento para pequeñas y medianas empresas.

El estudio comprende un enfoque cualitativo y explicativo que pretende determinar las cualidades de la financiación en mercados de capitales. Posee un diseño de tipo descriptivo y transversal ya que como explica Fassio (2002) el objetivo de estos estudios es describir situaciones y/o fenómenos. El trabajo comprende la descripción de la situación de financiamiento de empresas de consumo masivo.

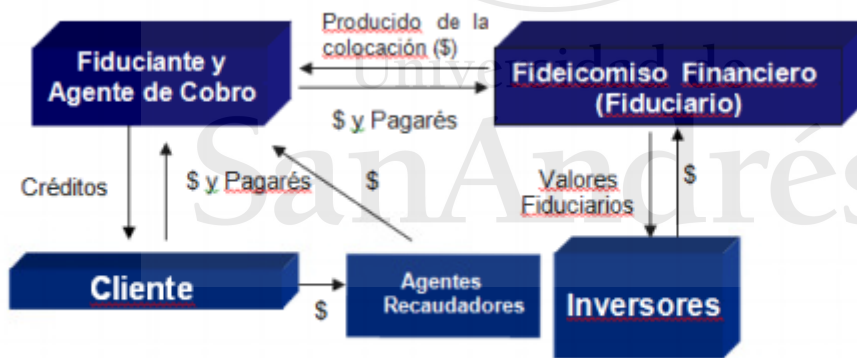
Se utilizará información de fuentes primarias y secundarias, como informes sobre las empresas estudiadas, reportes, libros y artículos especializadas en el tema. Además de sitios web como Banco de Valores, CNV, Bolsa de Comercio de Bs. As y Consubond.

4 - Fravega y Garbarino

Analizar la utilización de los Fideicomisos Financieros como medios de financiamiento por Fravega y Garbarino

Fravega y Garbarino son empresas que tienen financiación al consumo. Tienen la posibilidad de englobar todos los préstamos que dieron en un paquete y meterlas en un vehículo para que puedan ingresar inversores. A los inversores les permite ingresar en el negocio de la financiación al consumo, pero con un riesgo diversificado que hace que al emisor se pueda financiar a una tasa relativamente barato respecto a lo que sería vender una cartera que no esté diversificada. Supongamos que la compañía quiere vender tres o cuatro créditos puntuales, la tasa de descuento sería exponencialmente más elevada. Es por eso por lo que utiliza la Figura de los Fideicomisos Financieros, el cual es un vehículo para securitizar flujos financieros.

Esquema Gráfico de los Fideicomisos Financieros



(Grafico sacado del prospecto consubond 148)

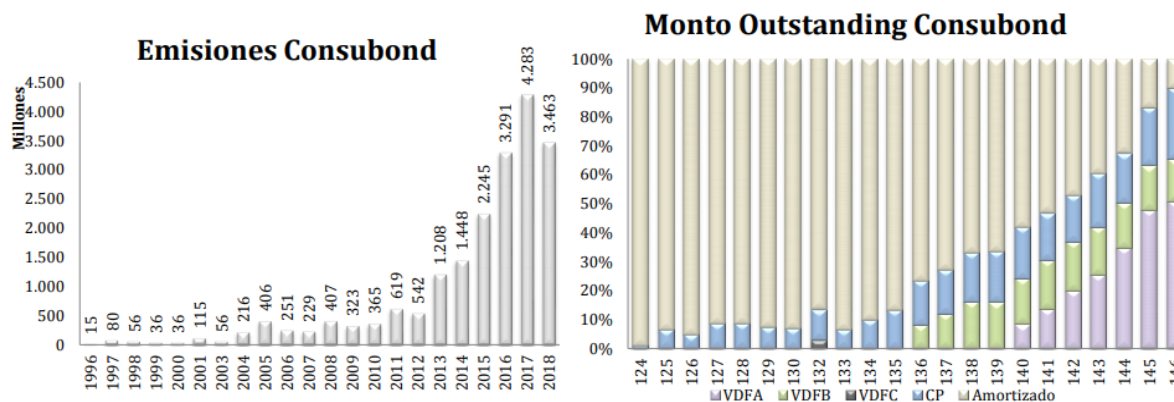
Ambas empresas realizan series y series de Fideicomisos Financieros (FF). Fravega va por la serie 148 y Garbarino por la serie 147. Los FF les permiten armar estructuras de deuda senior, descargar parte de su cartera a una tasa baja y así realizar una “rueda” de financiamiento continuo en el mercado de capitales. Toman “financiamiento barato” securitizarlo y volver a colocarlo en el mercado. Es por este

modelo de negocios que ambas empresas no hacen diferencia en pagar al contado, o en cuotas financiadas.

4.1 Grupo Fravega

De acuerdo al informe de FIX 2017 del Banco Saenz, Fravega es una Empresa de capitales nacionales, líder en comercialización de electrodomésticos con presencia en todo el país a través de más de 100 sucursales. Cuenta con una dotación de 3.622 empleados Principales rubros: “Línea Blanca” (Heladeras, Cocinas, Art. De Ventilación); “Línea Marrón” (TV, Informática); “Telefonía Celular” y “Pequeños Artículos”. En 1976 la familia Frávega adquirió Banco Sáenz. Su actividad se concentra en el otorgamiento de créditos de consumo (fuertemente ligada a las ventas de Frávega). Límites de Crédito: El monto máximo a otorgar es \$70.000.- Límites de Cuotas: La cantidad máxima de cuotas es 36. La relación entre el valor de la cuota y los ingresos mensuales del solicitante no podrá superar el 50%. Banco En los últimos años Sáenz ha exhibido adecuados y sostenidos niveles de retorno, sustentados en los ingresos provenientes de financiaciones, sus crecientes ingresos netos por servicios, su adecuado acceso a fondeo, su nivel de eficiencia y el flujo recurrente de intereses punitivos y recupero de créditos. Su vinculación estratégica, operativa y comercial con la cadena de electrodomésticos el flujo de ingresos, cubriendo a marzo 2017 el 94.2% de los costos de estructura (vs 49.9% para la media del sistema).

Fravega se fondea a través de la emisión de Fideicomisos Financieros, Bajo el nombre de Consubond. A la fecha se han colocado en el mercado de capitales 148 series de Consubond, por un valor nominal total de 19.689,6 millones de Pesos.



(Grafico elaborado por INTL FCSTONE)

Examinaremos 3 series de FF el consubond 145-146-148. Ultimo 3 FF emitidos por Fravega. Son un fiel reflejo de la macro/microeconomía argentina. Lo que siguen las tasas de corte es como está la tasa de interés en ese momento de Licitación. La estructura de todo FF es igual, lo que dictamina a cuanto corta es el apetito de los inversores en ese momento y en cuanto cotiza la tasa de referencia.

Características de los Consubond

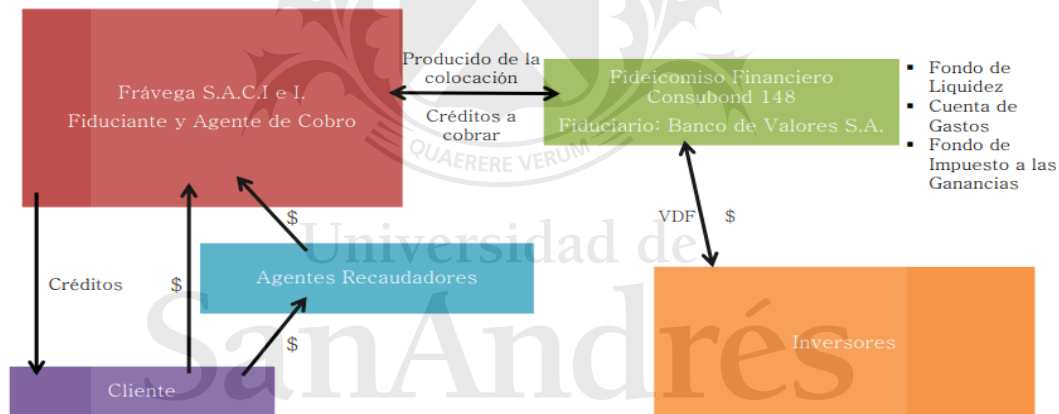
- **145**
 - Frávega S.A.C.I. e I. (el fiduciante) cederá al Banco de Valores S.A. (el fiduciario) una cartera de créditos personales en pesos por un valor fideicomitido a la fecha de corte (01.06.2018; 01.07.2018) de hasta \$ 509.096.099. El valor fideicomitido de los créditos fue calculado aplicando una tasa de descuento del 63.02% (TEA) sobre el flujo teórico del mismo. En contraprestación, el fiduciario emitirá VDF y CP con distintos grados de prelación y derechos sobre el flujo de los créditos a ceder. (Informe Fix SCR consubond 145)
- **146**
 - Fravega en su calidad de fiduciante transferirá al Banco de Valores una cartera de créditos personales en pesos de hasta \$ 555.027.934. El valor fideicomitido de los créditos fue calculado aplicando una tasa de descuento del 60% (TEA) sobre el flujo teórico del mismo. En

contraposición, el fiduciario emitirá VDF y CP con distintos grados de prelación y derechos sobre el flujo de créditos a ceder. (Informe Fix SCR consubond 146)

- 148

- Fravega en su calidad de fiduciante transferirá al Banco de Valores una cartera de créditos personales en pesos de hasta \$ 261.836.769 El valor fideicomitado de los créditos fue calculado aplicando una tasa de descuento del 60% (TEA) sobre el flujo teórico del mismo. En contraposición, el fiduciario emitirá VDF y CP con distintos grados de prelación y derechos sobre el flujo de créditos a ceder. (Informe Fix SCR consubond 148)

Esquema de Emisión del Consubond



(Grafico elaborado por INTL FCSTONE)

Fravega financia las compras en forma de créditos a los clientes y ellos le entregan dinero a Fravega. Con estos créditos por cobrar que Fravega le cede a Banco de Valores, se estructura el Consubond. Se emiten los respectivos VDF que son entregados a los inversores y Banco de Valores reciben el dinero a cambio, que luego se lo entrega a Fravega. En las 3 emisiones lo único que varía es el monto fideicomitado. La tasa de descuento teórica varía entre el 60-63%. Y en todos los casos son créditos personales.

Participantes en las emisiones de los Consubond

Fiduciante y Agente de Cobro
Frávega S.A.C.I. e I.
Fiduciario y Emisor
Banco de Valores S.A.
Administrador
Banco Sáenz S.A.
Organizadores
Banco de Valores S.A. y Banco Macro S.A.
Agentes Colocadores
Banco de Valores S.A., INTL CIBSA S.A., Macro Securities S.A y Banco de la Ciudad de Buenos Aires
Bienes Fideicomitidos
Créditos personales en pesos otorgados por el Fiduciante, instrumentados mediante solicitudes de crédito y pagarés

*Cuadro de elaboración propia con la información del prospecto

CONSUBOND

Todos los involucrados en la colocación/negociación/emisión/liquidación del consubond.

Valores Fiduciarios Consubond 145

	VDFA	VDFB	CP
Valor Nominal	328.366.984	78.909.895	101.819.220
% del VN	64,50%	15,50%	20,00%
Cupon	Badlar + 100 bps	Badlar + 250 bps	
Floor	27%	28%	
Cap	37%	38%	
Duration	4,93	14,29	
Maturity	342	528	CC
Rating	AAA	A-	
Rating	AAA	A-	

*Cuadro de elaboración propia con la información del prospecto

El consubond 145 presenta 2 tramos más los CP's. Tiene pagos mensuales.

Primer tramo Valores de deuda Fiduciaria Clase A (VDFA) representando el 64.5% de la deuda a emitir. Paga un cupón de Badlar + 100 bps, asegurando un mínimo al

inversor del 27% con un máximo del 37%. Tiene una calificación de AAA. Esta deuda es senior, tiene prioridad de cobro sobre las restantes, es por eso su menor rendimiento. Sumado a una menor duration, y mejor calidad crediticia.

Segundo tramo Valores de deuda Fiduciaria Clase B (VDFB) representa el 15,5% de la deuda a emitir un equivalente a 80.479.050. Rendimiento Badlar +250 bps con un mínimo de 28% y un máximo de 38%. Calificación A-.

Certificados de Coparticipación (CP) Valor Nominal equivalente al 20% de la deuda. Se los queda Fravega.

Valores Fiduciarios Consubond 146

	V DFA	V DFB	CP
Valor Nominal	338.567.040	80.479.050	135.981.844
% del VN	61,00%	15,00%	24,50%
Cupon	Badlar + 100 bps	Badlar + 250 bps	
Floor	27%	28%	
Cap	37%	38%	
Duration	4,97	12,69	
Maturity	317	471	CC
Rating	AAA	A-	

*Cuadro de elaboración propia con la información del prospecto

El consubond 146 presenta 2 tramos más los CP's. Tiene pagos mensuales.

Primer tramo Valores de deuda Fiduciaria Clase A (VDFA) representando el 61% de la deuda a emitir. Paga un cupón de Badlar + 100 bps, asegurando un mínimo al inversor del 27% con un máximo del 37%. Tiene una calificación de AAA. Esta deuda es senior, tiene prioridad de cobro sobre las restantes, es por eso su menor rendimiento. Sumado a una menor duration, y mejor calidad crediticia.

Segundo tramo Valores de deuda Fiduciaria Clase B (VDFB) representa el 15% de la deuda a emitir un equivalente a 80.479.050. Rendimiento Badlar +250 bps con un mínimo de 28% y un máximo de 38%. Calificación A-.

Certificados de Coparticipación (CP) Valor Nominal equivalente al 20% de la deuda. Se los queda Fravega.

Valores Fiduciarios Consubond 148

	V DFA	V DFB	CP
Valor Nominal	155.792.878	80.479.050	135.981.844
% del VN	59,50%	13,00%	27,50%
Cupon	Badlar + 100 bps	Badlar + 250 bps	
Floor	36%	37%	
Cap	46%	47%	
Duration	4,08	11,68	
Maturity	297	419	CC
Rating	AAA	A-	

*Cuadro de elaboración propia con la información del prospecto

El consubond 148 presenta 2 tramos más los CP's. Tiene pagos mensuales.

Primer tramo Valores de deuda Fiduciaria Clase A (VDFA) representando el 59.9% de la deuda a emitir. Paga un cupón de Badlar + 100 bps, asegurando un mínimo al inversor del 36% con un máximo del 46%. Tiene una calificación de AAA. Esta deuda es senior, tiene prioridad de cobro sobre las restantes, es por eso su menor rendimiento. Sumado a una menor duration, y mejor calidad crediticia.

Segundo tramo Valores de deuda Fiduciaria Clase B (VDFB) representa el 13% de la deuda a emitir un equivalente a 80.479.050. Rendimiento Badlar +250 bps con un mínimo de 37% y un máximo de 47%. Calificación A-.

Certificados de Coparticipación (CP) Valor Nominal equivalente al 20% de la deuda. Se los queda Fravega.

Consubond 145 y 146 son prácticamente idénticos. Ambos VDF tienen mismo cap, floor y muy similares duration y maturity. Pero el Consubond 148 es diferente no en estructura, sino en floor, cap, duration y maturity. El Floor y CAP Para el VDFA y VDFB subió 900 bps. Lo cual muestra que tiene que pagar una tasa más elevada

de fondeo, la teoría financiera indicaría que aumentarían la duration y maturity. Pero no fue el caso, ambas bajaron. Eso es un indicador de lo que mencione anteriormente. La tasa de corte la da la coyuntura del país. Durante el periodo de difusión del consubond 145 la Lebac larga L19D8 estaba cotizando en 38% y el tipo de cambio mayorista había cerrado en 29.81. Luego en los días previos al Consubond 146 se vino la escalada del Tipo de cambio pasó de estar a 30 pesos a 38 en 3 ruedas, pero como ya estaba armado el consubond no se puede modificar. Para el consubond 148 el panorama del país era muy diferente el 4 de septiembre el tipo de cambio mayorista estaba en 38.88, un 29.6% % de depreciación vs el periodo de difusión del consubond 145 y la lebac larga estaba en 60% vs 38%. Lo que obligo a Fravega a cambiar las tasas de su FF. El fondeo de Fravega se volvió más caro, por las condiciones del mercado.

Colocación y Negociación de los Valores Fiduciarios

Periodo de difusión

- Periodo en el cual se puede difundir el FF. Los colocadores se comunican con los posibles inversores y les hacen llegar toda la información relevante del instrumento. Se les da un view del rendimiento estimado, responde preguntas sobre el FF. No se toman ofertas en esos días.

Periodo de Licitación

- Día de la licitación, se toman las ofertas en el rango horario establecido. Se realizan bajo el sistema de subasta holandesa modificada. Se van agregando las ofertas hasta completar el libro. 10 a 16 horas.

Emisión y Liquidación

- 24/48 horas post licitación se emite el FF, se procede a la liquidación de este. Los inversores desembolsan el dinero y en consecuencia reciben el instrumento.

Riesgo Crediticio

Es un factor de suma importancia para analizar una inversión. Es uno de los puntos más importantes que miran los inversores, y lo que hacen tan atractivos a este tipo de inversiones. Ya que expone los riesgos de solvencia de la cartera que lo componen.

Resultados Colocación

Se emite el día de la licitación, refleja la tasa de corte para cada tramo y los montos ofertados. Pueden diferir de lo que la compañía inicialmente salía a buscar.

(Datos Banco de Valores días de las Licitaciones)

Consubond 145

VDFA tasa de corte fue del 44.8%. Recibió ofertas por un VN 742.721.000 para una emisión de VN 328.366.984, representando una sobre demanda de 176.18626%.

Precio de corte 100.47902. Salió bajo la par, es por eso que su rendimiento es mayor al CAP.

VDFB tasa de corte fue del 55%, colocando la totalidad de lo suscripto. Precio 83.29735. Por un VN de 78.909.895 Por el rendimiento se puede ver que el tramo B se lo quedó el emisor.

Los CP's fueron colocados en su totalidad. Se los queda el emisor. (Banco de valores, informe resultados de colocacion consubond 145)

VDFA tuvo una sobre demanda mostrando el apetito de los inversores por el instrumento, un spread con la lebac larga 38% de la I19D8 vs 44.8% VDFA, la diferencia de los 600.8 bps se da por la prima de iliquidez y la duration de 218 días extras.

VDFB fue colocado en su totalidad, una tasa muy atractiva para la fecha del 55%, paga mayor tasa que el VDFA ya que es una deuda subordinada, tiene pero rating y mayor duration.

Consubond 146

VDFA tasa de corte fue del 67.51%. Recibió ofertas por un VN 598.789.000 para una emisión de VN 338.567.040, representando una sobre demanda de 76,86%. Precio de corte 92,38046. Salio bajo la par, es por eso que su rendimiento es mayor al CAP.

VDFB tasa de corte fue del 28%, colocando la totalidad de lo suscripto. Precio 102,60. Por el rendimiento se puede ver que el tramo B se lo quedo el emisor. Banco de valores, informe resultados de colocación consubond 146)

CP fueron colocados en su totalidad.

22 días pasaron de la Licitación del consubond 145 al 146. Hubo una escalada del tipo de cambio en esos 22 días del 29.6% directo. La Lebac el día de la emisión estaba en 46% y Letes en pesos 50%. EL VDFA para captar inversores tuvo que salir a un precio muy bajo la par y corto a una tasa del 67.51%. Los unicor inversores que entran en estos momentos son los institucionales que por sus reglamentos de gestión tienen que tener en sus carteras activos en pesos.

El VDFB por el corte que tuvo del 28% (el floor) nos indica que la emisión quedo desierta por parte de inversores y los compro Fravega. Ya que la duration de 14.29 no era atractiva para ningún inversor.

Consubond 148

VDFA tasa de corte fue del 64.6%. Recibió ofertas por un VN 431389002 para una emisión de VN 155792878, representando una sobre demanda de 176.89905% Precio de corte 99.99335. Salió bajo la par, es por eso que su rendimiento es mayor al CAP.

VDFB tasa de corte fue del 78%, colocando la totalidad de lo suscripto. Precio 81.72888.

CP fueron colocados en su totalidad. Banco de valores, informe resultados de colocación consubond 148)

22 días entre Consubond 148 y 146. Periodo de mayor estabilidad en el mercado argentino. Apreciación del tipo de cambio del 4.1% directo en esos días. Lecap de 327 días en 46%. EL VDFA tuvo que pagar 1800 bps por arriba de la lecap que mayor se le asimila de duration.

VDFB pago 3300 bps por encima de la Lecap promedio entre la de 358 y 540 días. Mostrando que la única forma de captar inversores era pagando una tasa muy elevada. Ya que la del consubond 146 no había tenido inversores.

4.2 Grupo Garbarino

Garbarino es una empresa fundada en 1951 como un negocio dedicado a vender discos de pastas y combinados en CABA. Durante el 1995 prospero en pleno Tequila (crisis económica). Una empresa de constante innovación como fue la implementación de venta telefónica por catálogos y venta por internet en 1999. Ese mismo año Garbarino desarrolla una línea de créditos personales al consumo, asumiendo entonces las tareas de comercialización, evaluación de riesgo

comercial, administración, financiación de operaciones, y seguimiento de morosidad. Así logrando llegar a un nuevo espectro de clientes, los cuales no tenían acceso al sistema bancario Garbarino y Compumundo (Grupo Garbarino) se fondean a través de la emisión de Fideicomisos Financieros, Bajo el nombre de Fideicomisos Garbarino. A la fecha se han colocado en el mercado de capitales 147 series de Garbarino. (Informes FIX Series 146/147)

Grupo Garbarino se fondea a través de la emisión de Fideicomisos Financieros, bajo el nombre de FF Garbarino. A la Fecha se han colocado 147 series.

Examinaremos 2 series de FF el Garbarino 146 y 147. Últimos 2 FF emitidos por Grupo Garbarino. Son un fiel reflejo de la macro/microeconomía argentina. Lo que siguen las tasas de corte es como está la tasa de interés en ese momento de Licitación. La estructura de todo FF es igual, lo que dictamina a cuanto corta es el apetito de los inversores en ese momento y en cuanto cotiza la tasa de referencia.

Características de los FF Garbarino

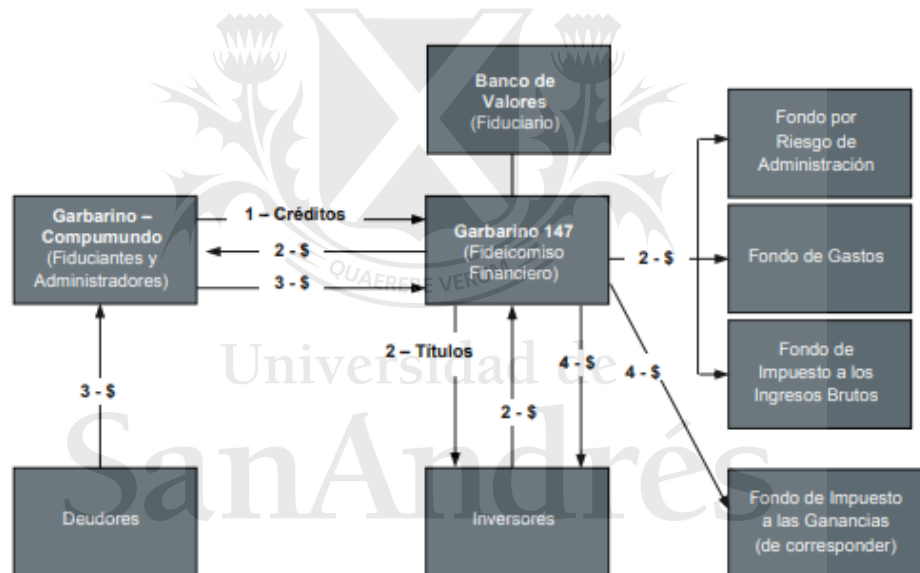
146

- Garbarino S.A.I.C e I. y Compumundo S.A, en calidad de fiduciarios, transfirieron al Banco de Valores S.A., como fiduciario, una cartera de créditos de consumo y préstamos personales por un valor fideicomitado a la fecha de corte (31.08.2018) de hasta \$ 518.331.009. Con objeto de titulización de créditos originados en financiaciones de consumo y préstamos personales. El valor fideicomitado de los créditos fue calculado aplicando una tasa de descuento del 62.14% (TEA) sobre el flujo teórico del mismo. En contraprestación, el Fiduciario emitirá VDF y CP con distintos grados de prelación y derechos sobre el flujo de los créditos cedidos. (informe Fix SCR garbarino 146)

147

- Garbarino S.A.I.C e I. y Compumundo S.A (fiduciantes) cedieron al Banco de Valores S.A. (el fiduciario) una cartera de créditos de consumo y préstamos personales por un valor fideicomitado a la fecha de corte (30.09.2018) de hasta \$ 493.209.434. El valor fideicomitado de los créditos fue calculado aplicando una tasa de descuento del 92.26% (TEA) sobre el flujo teórico del mismo En contraprestación, el fiduciario emitirá VDF y CP con distintos grados de prelación y derechos sobre el flujo de los créditos. (Informe Fix SCR Garbarino 147)

Esquema de Emisión del FF Garbarino



(Grafico Prospecto Garbarino 147)

Las empresas financian las compras en forma de créditos a los clientes y ellos le entregan dinero a. Con estos créditos por cobrar que Grupo Garbarino le sede a Banco de Valores, se estructura el FF. Se emiten los respectivos VDF que son entregados a los inversores y Banco de Valores reciben el dinero a cambio, que luego se lo entrega a las empresas. En las 2 emisiones lo único que varía es el monto fideicomitado.

La tasa de descuento teórica varía entre el 62-92%. Y en todos los casos son créditos personales Créditos de consume y préstamos personales, instrumentados en pagarés por el fiduciante. A la fecha de transferencia no tenían ningún atraso mayor a 31 días, no son operaciones refinanciadas. La emisión presenta un sólido flujo de fondos proveniente de los activos subyacentes. Hay una buena composición homogénea de la cartera de préstamos seleccionados. (Informe FIX Garbarino 146/147)

Participantes en las emisiones de los FF Gabarino

Fiduciantes y Administradores
Garbarino S.A.I.C E.O y Compumundo S.A
Fiduciario
Banco de Valores S.A.
Organizadores
Banco Santander Rio Banco Galicia Banco de Valores
Agentes Colocadores
Banco Santander Rio Banco Galicia Banco de Valores Macro Securities Intl Cibs a y Banco Ciudad de Buenos Aires
Agentes Colocadores
Banco de Valores S.A., INTL CIBSA S.A., Macro Securities S.A y Banco de la Ciudad de Buenos Aires
Calificadora de Riesgo
Flx SCR S.A

*Cuadro de elaboración propia con la información del prospecto

Todos los involucrados en la colocación/negociación/emisión/liquidación del FF Garbarino.

Valores Fiduciarios Garbarino 146

	VDFA	VDFB	VDFC	CP
Valor Nominal	269.110.464	88.576.937	38.312.334	122.331.274
% del VN	51,92%	17,04%	7,39%	23,60%
Cupon	Badlar + 100 bps	Badlar + 250 bps	Badlar + 350 bps	
Floor	30%	31,5%	32,5%	
Cap	40%	41,5%	42,5%	
Duration	3,53	8,29	10,91	
Maturity	195	316	350	CC
Rating	AAA	A-	BBB	

*Cuadro de elaboración propia con la información del prospecto

Se emiten 3 tramos en el Fideicomiso. Los cuales realizan pagos mensualmente.

Primer tramo Valores de deuda Fiduciaria Clase A (VDFA) representando el 51.92% de la deuda a emitir. Paga un cupón de Badlar + 100 bps, asegurando un mínimo al inversor del 30% con un máximo del 40%. Tiene una calificación de AAA. Esta deuda es senior a los otros tres tramos, lo que explica que tiene prioridad de cobro sobre las restantes, es por eso su menor rendimiento, duration y maturity.

Segundo tramo Valores de deuda Fiduciaria Clase B (VDFB) representa el 17.04% de la deuda a emitir un equivalente a 88.576.9377. Rendimiento Badlar +250 bps con un mínimo de 31.5% y un máximo de 41.5%. Calificación A-. Deuda Junior al VDFA pero senior a los tramos restantes.

Tercer tramo Valores de deuda Fiduciaria Clase C (VDFC) representa el 7.39% de la deuda a emitir un equivalente a 38.312.334. Rendimiento Badlar +350 bps con un mínimo de 32.5% y un máximo de 42.5%. Calificación BBB-.

Certificados de Coparticipación (CP) Valor Nominal equivalente al 23.6% de la deuda. Se los queda Grupo Garbarino (Informe Fix y Prospecto Garbarino 146)

Valores Fiduciarios Garbarino 147

	VDFA	VDFB	VDFC	CP
Valor Nominal	259.387.890	89.301.504	37.758.158	106.761.882
% del VN	52,59%	18,11%	7,66%	21,64%
Cupon	Badlar + 100 bps	Badlar + 250 bps	Badlar + 350 bps	
Floor	38%	39,5%	40,5%	
Cap	48%	49,5%	50,5%	
Duration	2,47	7,54	10,95	
Maturity	162	286	377	CC
Rating	AAA	A-	BBB	

*Cuadro de elaboración propia con la información del prospecto

Primer tramo Valores de deuda Fiduciaria Clase A (VDFA) representando el 52.95% de la deuda a emitir. Paga un cupón de Badlar + 100 bps, asegurando un mínimo al inversor del 38% con un máximo del 48%. Tiene una calificación de AAA. Está deuda es senior a los otros tres tramos, lo que explica que tiene prioridad de cobro sobre las restantes, es por eso su menor rendimiento, duration y maturity.

Segundo tramo Valores de deuda Fiduciaria Clase B (VDFB) representa el 18.11% de la deuda a emitir un equivalente a 89.301.504 Rendimiento Badlar +250 bps con un mínimo de 39.5% y un máximo de 49.5%. Calificación A-. Deuda Junior al VDFA pero senior a los tramos restantes.

Tercer tramo Valores de deuda Fiduciaria Clase C (VDFC) representa el 7.66% de la deuda a emitir un equivalente a 37.758.158. Rendimiento Badlar +350 bps con un mínimo de 40.5% y un máximo de 50.5%. Calificación BBB-.

Certificados de Coparticipación (CP) Valor Nominal equivalente al 21.64% de la deuda. Se los queda Grupo Garbarino. (Informe Fix y Prospecto Garbarino 147)

Vemos que el Garbarino 147 acorta duration con respecto al 146. El rendimiento de Garbarino 146 en todos los tramos tenía Caps/florr menores. En todos los tramos hubo un aumento de 800 bps. Se debe a que el tipo de c en las fechas de emisiones se deprecia respecto al dólar un 23% directo. La tasa de Lebac subió de 37% la más larga a 52%. Inestabilidad en el plano macroeconómico llevo a que para que los inversores estuvieran en los productos lanzados exigiesen mayores rendimientos. Aunque los cupones a securitizar sean los mismos, la tasa de emisiones cambio drásticamente.

Resultados Colocación

Se emite el día de la licitación, refleja la tasa de corte para cada tramo y los montos ofertados. Pueden diferir de lo que la compañía inicialmente salía a buscar. Licitación y adjudicación fue por subasta Holandesa.

(Datos Banco de Valores días de las Licitaciones Garbarino 146 y 147)

Garbarino 146

VDFA tasa de corte fue del 50%. Recibió ofertas por un VN 661.308.000 para una emisión de VN 269.110.464, representando una sobre demanda de 145.74% Precio de corte 95.7893.

VDFB tasa de corte fue del 57.5%, ofertas por 25.000.000, el resto de la emisión se la quedó Garbarino precio de corte 88.7608.

VDFC no recibió ofertas, se la quedó Garbarino a la emisión es por eso su tasa de corte del 32.5%

CP fueron colocados en su totalidad

EL VDFA fue colocado en su totalidad, y recibió una sobresuscripción muy elevada mostrando el apetito de los inversores por el producto. Corto a una tasa del 50% contra la lebac larga que estaba cotizando al 38%. Pagando así la prima de iliquidez, riesgo crediticio del VFDA.

VDFB Fue colocado en su totalidad a una tasa del 57.5%. 25 millones fueron colocados a inversores y el resto de la emisión quedó en manos de Garbarino. Demostrando el poco interés en ese momento por activos de tanta duration e iliquidez. Aunque pagase una tasa tan elevada, no logró captar inversores en su totalidad de la emisión.

El VDFC no captó directamente inversores, fue quedado en su totalidad por Garbarino. Por eso corto al 32.5% una tasa menor que sus deudas Senior.

Que tanto el VDFB haya sido suscripto en una baja medida y el VDFC desierto de inversores, no es casualidad. El mercado estaba bastante preocupado. Y quedó demostrado a los 6 días post licitación, el tipo de cambio se disparó 21.6% directo. Haciendo que cualquier inversión en pesos perdiese estrepitosamente contra estar en dólar billete. Es por eso la importancia de la liquidez en una inversión, ya que una Lebac (por eso pagan menos tasa que estos instrumentos) un inversor se da vuelta, lo vende en el mercado contra dólares u otro instrumento de resguardo.

Garbarino 147

VDFA tasa de corte fue del 69%. Recibió ofertas por un VN 428.507.000 para una emisión de VN 259.387.890. Precio de corte 95.7893.

VDFB tasa de corte fue del 73%, el total de la emisión fue de 89.301.504 donde solo 801.000 fueron adjudicados a inversores, el resto se los quedó el fiduciante.

VDFC no recibió ofertas, se la quedó Garbarino a la emisión es por eso su tasa de corte del 40.5%

CP fueron colocados en su totalidad

1 mes desde la emisión del Garbarino 146 pero hubieron grandes cambios en la macroeconomía Argentina. Fue el período de mayor inestabilidad del mercado en la era Macri. 19% de depreciación directa del tipo de cambio entre ambas licitaciones. Lecap similar al VDFA cerró en 51,66% contra los 69% del VDFA.

El VDFB prácticamente no tuvo inversores y el VDFC se los quedó el fiduciante. Mostrando que todavía no están habiendo intereses reales por estos activos, sacando la parte más corta de la curva de licitaciones.

5 PyMES y Los Mercados de Capitales

El objetivo de esta sección es analizar la viabilidad de aplicación de estos tipos de financiamientos en pequeñas y medianas empresas.

5.1 - PROBLEMÁTICA PYME

Las PyMEs son empresas que se caracterizan principalmente por contar con recursos más limitados y posibilidades más reducidas que los de las grandes empresas. El término se aplica solo a empresas que generan hasta determinada cantidad de ganancias anuales, por lo cual todas aquellas que sobrepasen el límite establecido - que varía según el país y la industria - dejarían de ser consideradas

como tal. (Pérez Porto y Gardey.2009).

Según Bavera y Asociados las pequeñas y medianas empresas (Pymes), en sus relaciones y competencia con entidades y sectores de mayor tamaño deben lidiar con varios problemas. Enfrentan limitaciones para financiar capital de trabajo, casi no tienen financiamiento a largo plazo y tienen dificultades estructurales para general credibilidad en el cumplimiento de contratos. A su vez, carecen de información sobre la región o el sector al que perteneces; y basan su evaluación sobre el patrimonio Neto y no en la factibilidad del proyecto.

Es por todo lo mencionado anteriormente las PyMES suelen recurrir a métodos de financiamiento tradicionales, como son los fondos propios (fondeo por parte de los accionistas), prestamos bancarios, descuento de cheques por entidades bancarias o métodos alternativos.

5.2 El mercado de Capitales

¿Qué es el Mercado de Capitales y cómo funciona?

Mercado de Capitales cumple un papel fundamental en la canalización del ahorro de los inversores hacia el sector productivo. El Mercado de Capitales es una alternativa que permite, lograr mejores condiciones de financiamiento en monto, tasa y plazos (que el de los préstamos bancarios), permitiendo a los emisores definir una estrategia de fondeo. (Gobierno Argentino, - Invertir.gob)

Productos disponibles Para Pymes en el mercado de Capitales



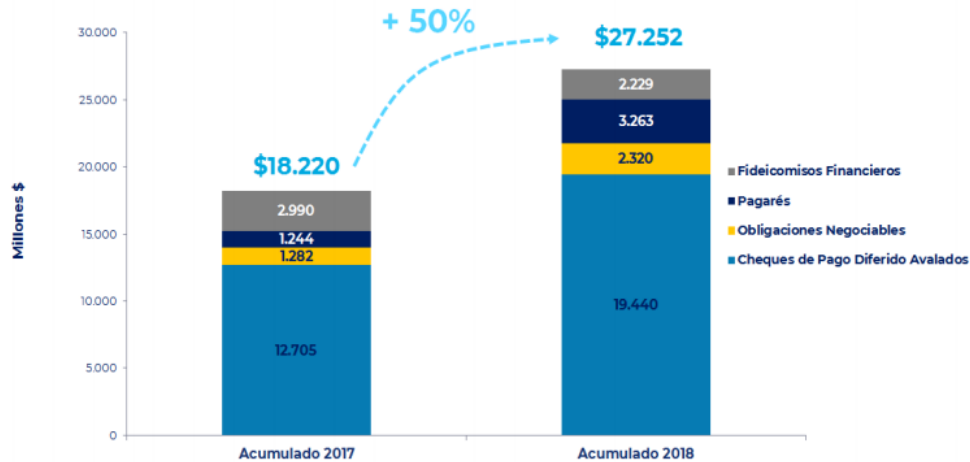
(Fuente CNV)

¿Cuáles son los productos de deuda que ofrece el Mercado de Capitales Argentino?

- Cheques de Pago Diferido
 - Patrocinados
 - Avalados
 - Para Financiamiento Propio
 - Desarrollo de la Cadena De Valor
- Pagares Bursátiles
- Valores de Corto Plazo
- Fideicomisos Financieros
- Obligaciones Negociables
 - Simples
 - General

Monto del financiamiento PyME

Acumulado Enero - Septiembre



(Gráfico CNV)

Según la información de cnv el financiamiento acumulado por parte de las PyMES en el mercado de capitales durante los primeros 9 meses de 2018 ascendió a \$27.252 millones, valor que supera en un 50 % los \$18.220 del año anterior. Las emisiones PyMEs en lo que va del 2018 representan un 18% del total de emisiones en el mercado de capitales.

Este resultado demuestra la poca participación que tienen las PyMEs en el mercado de capitales argentino, y el dato aun más impactante es que 71% de las emisiones son de corto plazo.

5.3 CHEQUES DE PAGO DIFERIDO

Según CNV son órdenes de pago libradas a una fecha determinada, posterior a la fecha de su libramiento, contra una entidad autorizada, en la cual el librador a la fecha de vencimiento debe tener fondos suficientes para girarlos a los tenedores de los cheques.

Los Mercados de Capitales le permite a Personas Físicas o Empresas que tienen cheques a cobrar, descontar esos valores a una tasa en la Bolsa, y a quienes

quieren invertir comprar dichos cheques a una tasa fija, se vuelven un instrumento interesante de tasa fija para invertir. El plazo máximo es de 360 días.

5.3.1 Modalidades de Negociación y tipos de pago diferidos.

Patrocinados y Avalados.

Patrocinados una empresa Grande o Pyme es autorizada por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires para emitir cheques de pago diferido para el pago de proveedores, que pueden ser negociados en el mercado de Capitales. (Bolsar – el sistema cheques Patrocinados)

Los cheques Avalados pueden ser propios o de terceros. El aval se los da una SGR. Lo que hace la SGR es garantizar el pago del mismo, mediante un aval. Esto no solo mejora la calidad crediticia del cheque, sino que es menester mencionar que al mismo tiempo mejora la cadena de valor, mejorando el ecosistema financiero PyME. El circuito que sigue el cheque avalado para entrar al Mercado de capitales es sencillo. Una vez que la SGR avala el cheque, el mismo físicamente es ingresado en caja de valores y aparece en el sistema. El bróker es quien negocio el cheque, le informa al cliente (dueño del cheque) que ya está habilitado el mismo para ser negociado. Le informa las tasas de descuento que ve en pantalla, con la confirmación del cliente, él bróker “sale” a buscar la tasa deseada. Los compradores de cheques en su gran mayoría son Fondos Comunes de Inversión, que tienen que tener en su activo un % de activos PyME. Una vez que se consigue la tasa deseada, y de estar en los parámetros pactados se procede a la venta del cheque y 24 horas después el cliente tiene el dinero en su cuenta comitente.

Mencionado el concepto de SGR – Sociedad de Garantía Recíproca, es un eslabón clave y fundamental para el entendimiento de los mercados de capitales y las PYMES.

5.4 - Sociedades de Garantía Recíprocas (SGR)

¿Qué es una SGR? – Fuente Bolsa de Comercio de Buenos Aires

Es una sociedad comercial integrada por dos tipos de socios: Protectores y Participes. Las SGR nacen para dar respuesta a los problemas de las PyMes mencionados anteriormente.

- Protectores: Aportan dinero al fondo de riesgo con el objetivo de desgravar ganancias y lograr a su vez un rendimiento financiero
- Participes: obtienen garantías para mejorar sus condiciones de financiamientos, que son respaldadas por el fondo de riesgo

¿Cuál es el fin de una SGR?

Facilitar el acceso a mejores condiciones de financiamiento a sus socios partícipes mediante el otorgamiento de garantías líquidas. Gracias a esto, el acreedor no le interesa la calidad crediticia de la PyME, ya que en caso de incumplimiento responde la SGR. (Bolsa de comercio de buenos Aires)

¿Cómo funciona una SGR?

Una SGR le da avales a sus socios partícipes a través de garantías y administra el fondo de riesgo para sus socios protectores.

Beneficios Socios Participes: Mejor Calificación ante fuentes de crédito, los bancos amplían líneas de crédito a quienes tienen avales de sgr. Amplia capacidad de endeudamiento. Prolonga los plazos de financiación y reduce los costos financieros.

Beneficios Socios Protectores: Los aportes de Capital al Fondo de riesgo son deducibles en su totalidad del resultado impositivo. Tienen que estar invertidos 2 años en el fondo de riesgo, pero la ganancia no está gravada por el Impuesto a las Ganancias. Para grandes empresas, es el punto de mayor interés a la hora de volverse Protectores.

¿Cómo hace una PyME para volverse un socio partícipe? ¿Quiénes califican para una SGR?

Según la SEPYME serán consideradas como Pymes aquellas empresas cuyas ventas anuales promedio de los últimos 3 ejercicios sean inferiores en pesos, antes de IVA e impuestos internos. No podrán ser socios partícipes aquellas PyMes cuya actividad esté vinculada con la intermediación financiera o la prestación de seguros de cualquier tipo. Tampoco si sus accionistas tienen participación (en forma individual o conjunta) igual o superior al 5% en las actividades recién mencionadas.

CATEGORÍA	ACTIVIDAD				
	Construcción	Servicios	Comercio	Industria y minería	Agropecuario
Micro	\$ 7.400.000	\$ 5.800.000	\$ 19.800.000	\$ 16.800.000	\$ 4.800.000
Pequeña	\$ 47.300.000	\$ 34.600.000	\$ 119.200.000	\$ 102.200.000	\$ 30.000.000
Mediana tramo 1	\$ 378.900.000	\$ 289.000.000	\$ 1.001.800.000	\$ 829.900.000	\$ 228.900.000
Mediana tramo 2	\$ 568.300.000	\$ 412.800.000	\$ 1.431.200.000	\$ 1.212.800.000	\$ 363.100.000

(Grafico SEPYME)

¿Cómo se constituyen las Pymes en Socios Partícipes y como se otorgan los avales?

Según los mandatos de las SGR's estos son los pasos que seguir:

1. La PyME interesada en volverse socio partícipe deber armar un legajo para calificar en la SGR
2. Luego se inicia el proceso de calificación de la Pyme y se se apureba el ingreso a la SGR como socio partícipe, la SGR le otorga un aval a la PyME.
3. Se define a línea de crédito para la PyME por parte del comité de riesgo de la SGR

4. La sección de legales revisa la documentación y prepara el contrato de garantía. Luego se procede a implementar en la instrumentación de la contragarantía y se entrega el contrato de garantía a la PyME para firmar.
5. Por último la sección de operación coordina el intruento a avalar y ejecuta la operación.

Beneficios del Sistema de SGR

Mediante el aval, las PyMEs pueden optar por productos de corto plazo (cheques de pago diferido) y/o mediano y largo plazo (obligaciones negociables PyME, simples, créditos bancarios, pagares bursátiles), para financiar capital de trabajo, inversiones y/o re perfilamiento de deuda. Se les facilita a las PyMes el acceso al crédito de mediano y largo plazo mediante el aval. Se le provee al acreedor una garantía real, y la SGR se encarga de cubrir en caso de no poder hacer los pagos.

También se acceden a tasas similares a las obtenidas por grandes empresas, y solo se logra gracias al aval de la SGR. El mercado no sabe a qué PyME le compra, manteniendo el anonimato de esta.

Otro beneficio es que el financiamiento a través del Mercado de Capitales no consume cupo del sistema financiero.

5.5 - Valores de Corto Plazo

Los valores de corto plazo (VCP) es una emisión de deuda que no puede superar el año de duración. Solo pueden ser emitidos por empresas que no están en el régimen de oferta pública.

Los beneficios sobre una ON son varios. Los VCP tienen un régimen especial, más abreviado y menos costoso que una ON. Los prospectos de emisión son reducidos porque están dirigidos a un inversor calificado y al ser de corto plazo, típicamente cuentan con una mejor calificación crediticia. No tiene que ser aprobados por el directorio de la CNV, solo la gerencia. Más fáciles de colocar.

Tiene muy poca utilización por parte de las PyMEs, les es más barato instrumentar un cheque propio avalado, que un VCP. Ambos instrumentos son de un máximo de 360 días.

5.6 - Pagares Bursátiles

Es un instrumento similar al cheque de pago diferido que puede ser negociado en el mercado de Capitales por PyMES. Se diferencia del cheque en el sentido que puede ser negociado entre 150 días hasta 5 años. Tiene que estar avalados por SGR. EL gran beneficio del pagare es que le permite extender la duration de la deuda.

El pagare en pesos es igual al cheque, pero estiras duration. Podes ir a 3 años. EN pesos con los niveles de tasa que estamos teniendo, las PyMEs no lo están utilizando. En dólares se usa, principalmente el segmento agroexportador que tiene flujo en dólares.

5.7 - FIDEICOMISOS FINANCIEROS

Son un vehículo para realizar securitizaciones de flujos financieros. Fue explicado anteriormente

Ventajas de un Fideicomiso Financiero (FF):

El fiduciante no tiene que estar en el régimen de oferta pública. Pero igual accede a inversores institucionales. Adelanta sus flujos futuros, monetizando los créditos a

cobrar. Mejora el riesgo de sus créditos, y así accede a un menor costo de financiamiento. Los bienes fideicomitidos quedan separados del fiduciante, volviéndolo un instrumento atractivo y seguro para el inversor

5.8- OBLIGACIONES NEGOCIABLES

Según CNV son valores de deuda privada de renta fija emitidos por entidades y empresas privadas, para obtener los fondos que necesitan para el desarrollo de sus actividades. Las obligaciones negociables (ON) se negocian en los mercados de capitales y son el equivalente a los títulos públicos, pero destinados a la financiación productiva del sector privado. Cuando una empresa decide financiarse a través de la emisión de Obligaciones Negociables, debe fijar un esquema de pagos futuros certero, que será informado en el Prospecto de Emisión, que estará disponible para previa suscripción. Este contendrá los términos particulares de la emisión, información societaria, plazo total de la emisión, la forma de amortización del capital y la tasa de interés que se pagará. Complementariamente, se deberán incluir otros aspectos asociados a la emisión, las calificaciones de riesgo (de corresponder) y demás requerimientos de información establecidos en la normativa de la CNV. Las ON requieren de mucha información. Necesitan confeccionar y presentar balances trimestrales y balance anual bajo las normas internacionales de información financiera (NIIF) con informe de auditoría externo. Tienen calificación de riesgo- Reseña informativa anual auditada sobre las actividades de la entidad y Memoria Anual del Órgano de Administración de la entidad. Informe anual de las entidades controladas y vinculadas –directas o indirectas.- y de sus miembros titulares y suplentes del Órgano de Administración. Publicación de Hechos Relevantes, es decir, todo hecho que afecte de forma sustancial a la emisión. Es por eso que salieron dos ON's para acomodarse a las necesidades de financiamiento de las PyMES.

Régimen de Emisión	Solo ON/ VCP
Régimen PyME	33
Régimen ON Simple	41
Régimen General	9
Total Emisoras PyME	83

(Fuente CNV)

Costos Emisión ON Mercado de Capitales

Concepto	Anuales	Emisión	Total
Honorarios Abogados	-	ARS 300.000	ARS 300.000
Informe de Auditor	-	ARS 120.000	ARS 120.000
CNV (Arancel)	-	ARS 100.000	ARS 100.000
CNV (Tasa de Fiscalización)	ARS 240.000	-	ARS 240.000
BCBA (Derecho Cotización)	ARS 104.065	-	ARS 104.065
BCBA (Boletín)	-	ARS 103.500	ARS 103.500
MAE (Siopel)	-	ARS 31.250	ARS 31.250
MAE (Derecho Negociación)	-	ARS 27.090	ARS 27.090
Caja de Valores	-	ARS 35.000	ARS 35.000
Calificadora de Riesgo	ARS 205.000	ARS 62.500	ARS 267.500
Avisos en Diarios & Roadshow	-	ARS 120.000	ARS 120.000
TOTAL	ARS 549.065	ARS 899.340	ARS 1.448.405

(Fuente BBVA)

Por la alta estructura de costos, las emisiones tienen que representar un monto significativo.

Obligaciones Negociables Simples

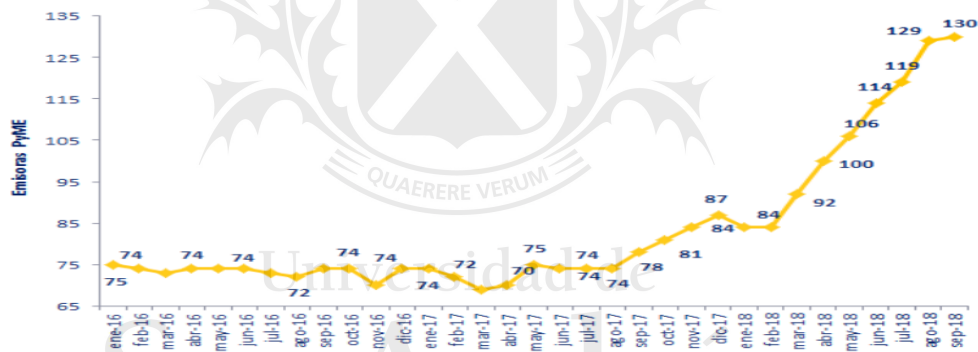
Las ON's simples son emisiones individuales. El monto máximo en circulación no deberá exceder los \$200 millones de pesos. Los plazos son a determinar las necesidades y capacidades el emisor. Deberá estar garantizada en su totalidad por (SGR, Entidad financiera, Fondo de garantía). Los EECC anuales deberán ser presentados dentro de los 120 días corridos de finalizado el ejercicio. Eximición de la presentación de información contable trimestral. Tiene que informar los hechos

relevantes. Se emite bajo normas locales. Y el inversor que compra la On, es un inversor calificado.

Obligaciones Negociables PyMES

Las obligaciones Negociables Pymes son emisiones individuales bajo un programa global. El monto máximo en circulación no puede exceder los \$200 millones de pesos. No precisa una Garantía. Los EECC tienen que ser presentados 70 días corridos de finalizar el ejercicio. Están eximidos de presentar los EECC trimestralmente. Hay que informar los hechos relevantes. Se emite bajo normas locales y el inversor, es un inversor calificado. Tramite simplificado de acceso a la oferta pública.

Enero 2016 – Septiembre 2018



(Fuente CNV)

El grafico muestra la evolución de la cantidad neta de emisoras PyME, el salto se da en Agosto de 2017 con la implementación de la ON Simple. Es un instrumento que las PyMES que tiene avales están comenzando a utilizar mucho, ya que cualquier empresa que tiene un aval arma el trámite simplificado y sale. La tasa que están cortando es de Badlar + 800 bps. Una gran tasa para financiarse a 36 meses hoy en día. Porque aunque hoy con la badlar a 50% es caro, si la badlar baja el costo de financiamiento también baja, ya que es una tasa variable.

6 - Conclusiones

En el último capítulo se presentan las principales conclusiones del trabajo. Este trabajo fue un análisis de como dos empresas de consumo utilizan los fideicomisos financieros para financiar su actividad. Como el negocio de ambos no es solo la venta de electrodomésticos, sino la securitización de créditos de clientes, descontarlos a una tasa, y vender esos créditos enlatados a inversores.

El trabajo pretende mostrar cuales son las opciones de financiamiento en el mercado Argentino que tienen a disposición las PyMES

6.1. Conclusiones Fravega y Garbarino

Dado el análisis de las cinco series de FF, vemos que el factor de mayor relevancia a la hora de las emisiones es la coyuntura del país. Ambas compañías presentan el mismo sistema de fondeo, con los mismos créditos securitizados. La tasa de fondeo va a estar determinada por la tasa de referencia, el apetito de los inversores por esos riesgos, y la estabilidad del mercado. Es por eso que serie a serie van a variar los costos de fondeo, aunque el activo securitizado sea el mismo. Vimos que en periodos de estabilidad el apetito por estos activos es mayor, siempre priorizando la menor duration y mejor riesgo crediticio. Pero en momentos de inestabilidad, los VDF de mayor duration y peor riesgo, no consiguen levantar el atactivo de los inversores y en consecuencia quedan desiertos.

En todos los casos los CP's se los queda el fiduciante, y es el tramo menos senior, el más vulnerable a un aumento en la mora de la cartera cedida. Los CP's contienen la mayor cantidad de riesgo, y por ende la mayor rentabilidad. Normalmente los inversores no los quieren, ni tampoco le interesa al emisor desprenderse del mismo. Lo que en algunos casos hacen las empresas - como los CP's tiene cotización publica - es instrumentar algo que se llama "Pase o Repo", el dueño del activo vende el activo en contado inmediato y lo recompra a un plazo pactado generalmente de 90 días. Esa recompra tiene una tasa cargada, es decir que lo

compra más caro. Esto es una forma de seguir utilizando parte de su emisión de los fideicomisos financieros como forma de financiamiento.

Es posible concluir que la constante emisión de fideicomisos financieros es el eslabón central del modelo de negocio de Fravega y Garbarino, Estas dejan el rol de empresas de consumo masivo para convertirse en empresas financieras que prestan a sus clientes dinero a tasas elevadas. Es por esta razón que no existe diferencia entre las compras en contado y en cuotas.

6.2 Conclusiones Mercado de Capitales y PyMES

Dentro del mercado de capitales vemos la gran variedad de instrumentos que hay a disposición de las PyMES. A raíz de su desconocimiento, las PyMES acuden al sistema bancario tradicional o fondos propios. Esto genera limitaciones y dependencia a la línea crediticia de los bancos o a capitales propios. Dejando muchas veces a las PyMES sin financiación.

Es por esto que creo necesaria la maduración del empresario Argentino en el entendimiento de las herramientas presente en el mercado de capitales, las cuales facilitan el acceso a fondos y son vitales para su estrategia de financiamiento en el corto, mediano y largo plazo.

En los mercados desarrollados el instrumento de mayor uso para el financiamiento para las compañías son las obligaciones negociables ya que permiten financiar proyectos estructurales a largo plazo. Para las PyMES Argentinas este instrumento es muy costoso.

El instrumento que predomina es el cheque de pago diferido avalados, que abarca el 71% de las emisiones PyMES. Es el instrumento de mayor comodidad y facilidad, ya que con un simple aval de la SGR, la PyME lo descuenta en 24 horas en el mercado y se hace de los fondos. El principal problema que presenta este instrumento es su corta duración (365 días). Una empresa no puede armar un plan de inversión a largo plazo con el descuento de cheques en el mercado de capitales.

Que aproximadamente $\frac{3}{4}$ del financiamiento de mercado de capitales sea con este instrumento, deja en evidencia que es para cubrir costos de la operatoria diaria y no es para inversiones estructurales al negocio.

Gracias a la salida de las ON's Pyme y ON's Simples, las Pymes comenzaron a subir notoriamente sus emisiones, ya que son menos costosas, requieren menor información y tienen compradores institucionales. No obstante aun es muy baja la penetración de ellas en el mercado de capitales.

El VCP tiene muy poco uso por su similitud en duración con un cheque, las únicas PyMEs que los utilizan son aquellas que tienen pensado salir con una ON y quieren que el mercado los vaya conociendo. Por último FF también son un instrumento poco recurrido por las PyMes.

Este trabajo pretende ser útil para el empresariado PyME Argentino que esté interesado en dejar de depender del sistema bancario o fondos propios, y desee emular las mejores prácticas de las compañías de gran tamaño locales e internacionales en utilizar los mercado de capitales para fondear sus inversiones.

Universidad de San Andrés

Glosario :

- Tasa Badlar: Es la tasa en pesos publicada por el Banco Central de la Republica Argentina ("BCRA") que surge del promedio aritmético de tasas de interés pagadas por el total de bancos privados de la Republica Argentina para depósitos en pesos por un monto mayor a un millón de pesos por periodos de entre treinta (30) y treinta y cinco (35) días. (Fuente BCRA)
- Fondear: Forma de recibir dinero a través del mercado de capitales
- Fiduciante: Empresa que emite fideicomiso
- Fiduciario : Quien resguarda el fideicomiso
- Agente Colocador: Quienes colocan el instrumento

- Bienes Fideicomitidos : los títulos a securitizar
- Valor Nominal: monto adeudado – sobre este valor se calculan los cupones de interés. El emisor devuelve el valor nominal en la(s) fecha(s) estipulada(s)
- Cupón: interés que paga el instrumento
- Floor mínimo rendimiento que paga la inversión
- CAP Máximo rendimiento que va a pagar la inversión
- Duration: se utiliza para poder hacer comparables bonos con distinto cupón.
- Maturity: plazo remanente de un bono es su plazo contractual, es decir, el tiempo que falta hasta su último pago contractual.
- Calificación : Ratin que tiene el instrumento
- Basic Points (BPS): 1/100 puntos porcentuales. 100 bps = 1%
- Sistema Holandés Modificado: sistema de licitación, se junta todas las ofertas hasta tener el monto buscado y se pone como tasa de corte la tasa más alta de la última oferta que complete el dinero buscado
- Base de cálculo 30/360: Se cuentan cuantos meses calendarios transcurrieron y se multiplica por 30. Si hay una fracción de mes, cada día adicional vale 1/360.
- Tasa de interés nominal (TNA): se utiliza para calcular montos de interés
- Tasa de interés efectiva (TEA) : métrica del retorno de una inversión
- Tasa interna de retorno (TIR): es una medida de rendimiento, es TEA

Bibliografía

A. Bavera Patricio. “Una alternativa de Financiación para PyMES”, accedido Noviembre 12, 2018. <http://www.baverayasociados.com.ar/2011/06/alternativa-de-financiacion-para-pymes-sgr>

Ballarín, E., *La Transformación del Negocio Bancario*. Papeles de Economía Española, Suplementos sobre el Sistema Financiero, Nº 17. España: IESE Business School, 1987.

Banco de Valores. “Aviso de Resultado de la Colocación del Fideicomiso Financiero Garbarino”. Serie 146-147, Buenos Aires, 2018.

Banco de Valores. “Aviso de Resultado de la Colocación del Consubond”. Serie 145,146 y 148. Buenos Aires, 2018

Banco de Valores.”Suplemento de Prospecto de Terminos Particulares Fideicomisos Financieros Garbarino 146 y 147. Buenos Aires, 2018.

Banco de Valores. “Suplemento de Prospecto Consubond 145, 146 y 148” Fideicomiso Financiero Programa Global de Valores Fiduciarios Consubond II. Buenos Aires, 2018

Bolsa de Comercio de Bs. As. Pagina de inicio. Accedido Noviembre 13, 2018. <http://www.bcba.sba.com.ar/>

Bolsa de Comercio de Bs. As. “PyMEs” Accedido Noviembre 13, 2018. <https://www.bolsar.com/Vistas/Investigaciones/Pymes.aspx>

Fassio, Adriana. *Introducción a la Metodología de la Investigación aplicada al Saber Administrativo*. Ediciones Cooperativas, Argentina, 2002.

FIX Scr Alliance of FitchRatings. "Fideicomiso Financiero Garbarino 146 – Finanzas Estructuradas – Préstamos al Consumo". Buenos Aires, 2018.

FIX Scr Alliance of FitchRatings. "Fideicomiso Financiero Garbarino 147 – Finanzas Estructuradas – Préstamos al Consumo". Buenos Aires, 2018.

FIX Scr Alliance of FitchRatings. “Informe Calificadora Banco Saenz S.A.”, Buenos Aires, 2017.

FIX Scr Alliance of FitchRatings. “Fideicomiso Financiero Consubond 145 – Finanzas Estructuradas – Préstamos al Consumo”. Buenos Aires, 2018.

FIX Scr Alliance of FitchRatings. “Fideicomiso Financiero Consubond 146 – Finanzas Estructuradas – Préstamos al Consumo”. Buenos Aires, 2018.

FIX Scr Alliance of FitchRatings. “Fideicomiso Financiero Consubond 148 – Finanzas Estructuradas – Préstamos al Consumo”. Buenos Aires, 2018.

INTL Fcstone. – “Rofex & Lecap” En Informe diario. Buenos Aires, 2018

Lisoprawski Silvio V. y Kiper Claudio M. *Fideicomiso. Dominio Fiduciario. Securitización*. Editorial: Adelpa, 1994.

Martín Sabat, Diego. “Securitización. Alternativa de instrumentación en la Argentina”. En *Ponencia VI Congreso Argentino de Derecho Societario, II Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa*. Mar del Plata, 1995.

“Mercado de Capitales”. Accedido Noviembre 12, 2018.
”<http://www.invertir.gob.ar/secciones/mcapitales/mercadodecapitales.aspx>

¿Qué es una PyME? Accedido noviembre 14, 2018, <https://definicion.de/pyme/>

Schwarcz, Steven L. “The Alchemy of Asset Securitización”. *Stanford journal of Law, Business and Finance*, 1994.

Slemenson, Hernán y Teitelbaum, Horacio. “Securitización, una primera aproximación.” En *Ponencia Tema II Obligaciones negociables, de la XXIII Jornada Notarial Argentina – Córdoba*, 1994.

Yin, R. K. *Case study research: Design and methods (4th Ed.)*. Thousand Oaks, 2009.