



**FACULTAD DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN**

**Lic. Administración de Empresas**

**2018**

# **Herramientas del mercado de capitales para PyMEs**

**Análisis de las herramientas del mercado de  
capitales para mejorar la gestión financiera del  
capital de trabajo de la PyME “Rafic Herrera” en  
el año 2017**

Seminario

Docente: Lic. Cecilia González de Cruz

**Autor:**

**Nazir Osvaldo  
Ruggeri**

**Director:**

**Lic. María  
Agustina  
Costa Molteni**

**AUTORIDADES UNIVERSIDAD CATÓLICA DE SALTA**

**GRAN CANCELLER**

S. E.R. Mons. Mario Antonio Cargnello (Arzobispo de Salta)

**RECTOR**

Ing. RODOLFO GALLO CORNEJO

**VICERRECTORA ACADÉMICA**

Mg. CONSTANZA DIEDRICH

**VICERRECTOR ADMINISTRATIVO**

Dr. DARIO ARIAS

**VICERRECTOR DE FORMACIÓN**

Pbro. Dr. CRISTIAN ARNALDO GALLARDO

**VICERRECTOR DE INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO**

Dr. FEDERICO COLOMBO SPERONI

**SECRETARIA GENERAL**

Lic. SILVIA ÁLVAREZ

**DECANO DE LA FACULTAD DE ECONOMÍA Y ADMINISTRACIÓN**

CPN FEDERICO GUIJARRO GIMÉNEZ

**JEFE DE LA CARRERA DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS**

Lic. MABEL LAS HERAS

## **AGRADECIMIENTOS**

A Dios que sin importar las circunstancias, siempre ilumina mi camino.

A mis padres y hermanas, por el amor, la comprensión y su apoyo en cada decisión que tomo.

A mis maestros y mentores, que a lo largo de mi vida, me enseñaron cientos de cosas que hoy me permiten ser la persona y el profesional que soy.

A mis amigos y compañeros, por las vivencias, las largas noches, las risas y los llantos que compartidos.

Por último, a mi directora, que me animó a no bajar los brazos y finalizar este proyecto y que día a día me acompañó e impulsó a ponerle fin.

A todos ellos, simplemente GRACIAS.

*A Emilia y Juan Cruz.*

*A una abuela y un hermano del corazón, que la vida se llevó,  
pero sus tesoros permanecen en mí.*

## INDICE

RESUMEN .....	9
ABSTRACT .....	10
DIMENSIÓN EPISTEMOLÓGICA .....	11
1.DEFINICIÓN DEL TEMA DE INVESTIGACIÓN .....	11
2. MOTIVACIÓN .....	11
3. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA .....	12
3.1. IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA .....	12
3.2. SISTEMATIZACIÓN DEL PROBLEMA .....	12
3.3. FORMULACIÓN DEL PROBLEMA .....	13
4. DELIMITACIÓN DEL OBJETO DE ESTUDIO .....	13
5. JUSTIFICACIÓN .....	13
5.1. JUSTIFICACIÓN TEÓRICA .....	13
5.2. JUSTIFICACIÓN METODOLÓGICA .....	13
5.3. JUSTIFICACIÓN PRÁCTICA .....	13
6. ORIGEN DEL PROBLEMA .....	14
7. ANTECEDENTES .....	15
8. ORIGINALIDAD DEL PROYECTO .....	16
9. FACTIBILIDAD DEL PROYECTO .....	16
10. PRINCIPIOS ÉTICOS Y LEGALES .....	17
11. OBJETIVOS .....	17
OBJETIVO GENERAL .....	17
OBJETIVOS ESPECÍFICOS .....	17
12. MARCO TEÓRICO .....	18
CAPITULO 1 ¿Qué son las PyMEs? .....	18
CAPITULO 2 Mercado de Capitales .....	20
CAPITULO 3 Herramientas del Mercado de Capitales para PyMEs .....	29
CAPITULO 4 Gestión financiera de corto plazo .....	41
13. HIPÓTESIS .....	44
14. OPERACIONALIZACIÓN DE LAS VARIABLES .....	44
DIMENSIÓN DE LA ESTRATEGIA GENERAL .....	45

15. ASPECTOS METODOLÓGICOS DE LA INVESTIGACIÓN .....	45
15.1. DETERMINACIÓN DEL UNIVERSO O POBLACIÓN .....	45
15.2. DETERMINACIÓN DE LA MUESTRA .....	45
15.3. DETERMINACIÓN DE LA UNIDAD DE OBSERVACIÓN .....	45
15.4. TIPO DE INVESTIGACIÓN.....	45
15.5. TIPO DE DISEÑO .....	46
DIMENSIÓN DE LAS TÉCNICAS DE RECOLECCIÓN Y ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN .....	47
16. FUENTES, MÉTODO Y TÉCNICAS DE RECOLECCIÓN Y ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN .....	47
16.1 FUENTES .....	47
16.2. MÉTODO PARA LA RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN .....	47
16.3. TÉCNICAS PARA LA RECOLECCIÓN DE DATOS.....	47
16.4. INSTRUMENTO .....	47
17. PLAN DE TABULACIÓN DE INFORMACIÓN .....	48
PRESENTACIÓN DE LA EMPRESA - “RAFIC HERRERA” .....	49
18. LA EMPRESA: RAFIC HERRERA – PRESENTACIÓN DE LA EMPRESA .....	49
18.1 RAFIC HERRERA - PRODUCTOS .....	50
18.2 RAFIC HERRERA – COMPETENCIA .....	51
18.3 RAFIC HERRERA – PROVEEDORES.....	53
18.4 LA EMPRESA: RAFIC HERRERA – VARIABLES QUE AFECTAN LA GESTIÓN FINANCIERA .....	54
18.5. DEBILIDADES DE LA GESTIÓN FINANCIERA.....	60
19. ACTUALIDAD – HERRAMIENTAS DE FINANCIACIÓN E INVERSIÓN PYME EN EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO ...	62
19.1 FINANCIAMIENTO .....	62
19.2 RAFIC HERRERA – HERRAMIENTAS DISPONIBLES PARA FINANCIAR SU CICLO DE EFECTIVO .....	65
19.3 INVERSIÓN .....	66
19.4 HERRAMIENTAS DE INVERSIÓN PARA RAFIC HERRERA.....	70
20. HERRAMIENTAS DEL MERCADO DE CAPITALES: SUGERENCIAS Y SU IMPACTO EN LA GESTIÓN FINANCIERA DE RAFIC HERRERA.	71
20.1 HERRAMIENTAS DE FINANCIACIÓN - SUGERENCIAS....	71

20.2 HERRAMIENTAS DE INVERSIÓN - SUGERENCIAS .....	75
CONCLUSIONES .....	79
SUGERENCIAS .....	82
GLOSARIO .....	83
BIBLIOGRAFÍA .....	84
PÁGINAS WEB CONSULTADAS .....	85

## INDICE DE IMÁGENES

Imagen 1: Distribución Geográfica de Emisoras PyMEs .....	14
Imagen 2: Razón de ser del Mercado de Capitales .....	20
Imagen 3: Mercado de Capitales primario.....	27
Imagen 4: Mercado de Capitales secundario .....	28
Imagen 5: Herramientas del Mercado de Capitales para PyMEs según el horizonte de financiamiento.....	29
Imagen 6: Herramientas del Mercado de Capitales para PyMEs según la naturaleza del rendimiento.....	30
Imagen 7: Cuadro Comparativo Títulos Públicos en dólares .....	39
Imagen 8: Cuadro Comparativo Títulos Públicos en pesos a tasa fija .....	39
Imagen 9: Cuadro Comparativo Títulos Públicos en pesos a tasa variable.....	40
Imagen 10: Línea de tiempo del flujo de efectivo y actividades operativas de costo plazo.....	43
Imagen 11: Ventas on-line por categoría de Productos 2017 .....	53
Imagen 12: Ciclo operativo actual .....	59
Imagen 13: Ciclo Operativo – Impacto de negociación de cheques propios.....	72
Imagen 14: Ciclo operativo – Impacto descuento de cheques de terceros .....	74

## INDICE DE TABLAS

Tabla 1: Clasificación Pequeña y Mediana Empresa .....	18
Tabla 2: Resumen diferencias entre sistema bancario y mercado de capitales .....	40
Tabla 3: Período cuentas por cobrar promedio.....	59
Tabla 4: Comparativo Volumen negociado en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.....	67
Tabla 5: Índices bursátiles al 31 de diciembre de 2017.....	67
Tabla 6: Período cuentas por cobrar – Impacto negociación de cheques de terceros.....	74
Tabla 7: Rendimiento de Inversión actual .....	77
Tabla 8: Rendimiento de Inversión sugerida .....	77

## INDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Contribución marginal período 2015-2016 .....	55
Gráfico 2: EBITDA período 2015-2017.....	56
Gráfico 3: Composición de ventas por medio de pago 2016.....	57
Gráfico 4: Composición de ventas por medio de pago 2017.....	58
Gráfico 5: Rendimiento tasa Badlar 2017 vs. IPC.....	60
Gráfico 6: Evolución del Financiamiento PyME en el mercado de capitales .....	62
Gráfico 7: Distribución del financiamiento según sistema financiero.....	63
Gráfico 8: Total negociado por instrumento 3° trimestre 2017 .....	64
Gráfico 9: Financiamiento por instrumentos periodo ene- oct 2008-2017.....	65
Gráfico 10: Capitalización Bursátil como porcentaje sobre el PBI.....	68
Gráfico 11: Evolución del Patrimonio de los fondos comunes de inversión.....	69
Gráfico 12: Rendimientos 2017 de inversiones vs. IPC .....	71
Gráfico 13: Composición de cartera actual de disponibles .....	75
Gráfico 14: Propuesta de utilización de fondos disponibles.....	76
Gráfico 15: Comparación de rendimientos de carteras de inversión .....	78

## ANEXOS

Anexo 1 - Modelo de Entrevista
Anexo 2 - Entrevista a Cr. Cristian Herrera – 22 de agosto de 2017
Anexo 3 - CNV - Informe trimestral PyME septiembre 2017
Anexo 4 - Resultado de Licitación Lebacks octubre 2017
Anexo 5 - IAMC - Informe mensual diciembre 2017
Anexo 6 - Bolsar Reporte Mensual diciembre 2017
Anexo 7 - Nota AMBITO FINANCIERO - Informe JP Morgan 16022018

## RESUMEN

Las pequeñas y medianas empresas conforman el pilar de todas las economías del mundo. Su flexibilidad para adaptarse a los cambios, configuran una de sus principales ventajas frente a las grandes corporaciones. Sin embargo, las barreras para el acceso al financiamiento desde el punto de vista externo y la falta de profesionalización de su gestión financiera desde el punto de vista interno; limitan la posibilidad de mantener un crecimiento sostenible en el tiempo.

Todo esto se ve profundizado por las condiciones económicas de Argentina, afectada por procesos inflacionarios que deterioran constantemente los márgenes de contribución, encarecen los costos y afectan directamente los ciclos internos de la empresa.

En este sentido, el mercado de capitales ofrece diversas herramientas que le permiten apalancarse y generar valor agregado. Permitiendo aminorar los efectos exógenos a la empresa y mejorando la salud financiera de corto plazo.

Por tanto la investigación consistirá en un “Análisis de las herramientas del mercado de capitales para mejorar la gestión financiera de corto plazo de la PyME “Rafic Herrera” de la ciudad de San Pedro de Jujuy, provincia de Jujuy, Argentina, en el año 2017.” donde se intentará demostrar la siguiente hipótesis “Las herramientas del mercado de capitales mejoran el desempeño de la gestión financiera de corto plazo de la PyME “Rafic Herrera” de la ciudad de San Pedro de Jujuy en el año 2017, ya que permiten dar rendimiento a los disponibles sin afectar la liquidez y tomar deuda de manera ágil y sin destruir valor”.

## ABSTRACT

Small and medium-sized companies are the pillar of all the economies of the world. Your flexibility to adapt to changes, set up one of its main advantages against large corporations. However, the barriers to accessing financing from the external point of view and the lack of professionalization of its financial management from the internal point of view; limit the possibility of maintaining sustainable growth over time.

All this is deepened by the economic conditions of Argentina, affected by inflationary processes that constantly deteriorate contribution margins, increase costs and directly affect the internal cycles of the company.

In this sense, the capital market offers many tools that allow it to leverage and generate added value. Allowing lessen the exogenous effects to the company and improving the short term financial health.

Therefore, the research will consist of an "Analysis of the tools of capital market to improve the short-term financial management of the SME" Rafic Herrera "from the city of San Pedro de Jujuy, province of Jujuy, Argentina, in the year 2017 "Where we will try to demonstrate the following hypothesis" The capital market tools improve the performance of the short term financial management of the SME "Rafic Herrera" from the city of San Pedro de Jujuy in 2017, since they allow performance to those available without affecting liquidity and taking debt in an agile manner and without destroying value ".

## **DIMENSIÓN EPISTEMOLÓGICA**

### **1.DEFINICIÓN DEL TEMA DE INVESTIGACIÓN**

#### ***Tema***

Herramientas del mercado de capitales para PyME de la ciudad de San Pedro de Jujuy en el año 2017.

#### ***Subtema***

Análisis de las herramientas del mercado de capitales para mejorar la gestión financiera de corto plazo de la PyME “Rafic Herrera” de la ciudad de San Pedro de Jujuy, provincia de Jujuy, Argentina, en el año 2017.

### **2. MOTIVACIÓN**

Mi motivación principal para realizar el presente trabajo de investigación es poder finalizar mi carrera de grado. Durante estos años he incorporado conocimientos y aprehendido gran cantidad de herramientas que me permitirán desarrollar mi carrera profesional en el futuro. En este sentido es que deseo volcar todo lo adquirido a un trabajo de investigación que permita ser un humilde aporte para el campo profesional. Por otro lado, la elección del tema tiene que ver con motivaciones personales, dada mi creencia de que el mercado de capitales es el camino para el desarrollo de las economías tanto nacionales como regionales, brindando instrumentos no sólo a las grandes empresas sino también a las pequeñas y medianas. Creo personalmente que dichas herramientas no se utilizan en la operatoria habitual de las PyMEs más por desconocimiento que por razones estructurales. En este sentido el presente trabajo de investigación intentará constituir un pequeño aporte a la difusión de la temática.

### **3. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA**

#### ***3.1. IDENTIFICACIÓN DEL PROBLEMA***

Cuando una economía comienza a reactivarse luego de un período recesivo surgen nuevas oportunidades de crecimiento y desarrollo de negocios para aquellas empresas que hayan logrado sortear los tiempos de crisis. En este sentido las PyMEs, justamente por su tamaño, cuentan con una ventaja competitiva para aprovechar dichas oportunidades: la flexibilidad de su estructura. Sin embargo, para poder hacerlo requieren de un recurso indispensable, capital de trabajo.

El capital de trabajo es el dinero que requieren las empresas para poder desarrollar sus actividades habituales. Determina los fondos que una empresa necesita para sobrellevar la brecha que existe entre las entradas y salidas de dinero, que se derivan de la política de cobranzas y de la política de pagos de la empresa. El poder de negociación de las PyMEs en la determinación de esas políticas de cara a clientes y proveedores muchas veces es limitado o incluso nulo. Es por ello que muchas PyMEs comercialmente viables, con productos potencialmente exitosos y aun perteneciendo a sectores de la economía en auge terminan fracasando por limitaciones financieras. En este sentido las PyMEs entonces buscan en el sistema financiero alternativas de financiamiento. Ahora, ¿qué pasa cuando las PyMEs no logran calificar en el sistema financiero para acceder al mismo?. Resultados contables históricos deficitarios, problemas para regularizar deudas fiscales, falta de capacitación en materia financiera de quien las dirige; son limitaciones que las PyMEs deben superar para poder desarrollar potenciales negocios.

#### ***3.2. SISTEMATIZACIÓN DEL PROBLEMA***

¿Cuáles son las debilidades del departamento de finanzas de la PyME “Rafic Herrera” en la ciudad de San Pedro de Jujuy en el año 2017?

¿Qué herramientas del mercado de capitales son aplicables en la gestión financiera de corto plazo de la PyME “Rafic Herrera” de la ciudad de San Pedro de Jujuy en el 2017?

¿Cómo impactarían las herramientas del mercado de capitales en la gestión financiera de corto plazo?

### **3.3. FORMULACIÓN DEL PROBLEMA**

¿Cómo influyen las herramientas del mercado de capitales en la gestión financiera de corto plazo de la PyME “Rafic Herrera” de la ciudad de San Pedro de Jujuy en el año 2017?

## **4. DELIMITACIÓN DEL OBJETO DE ESTUDIO**

Este estudio se centrará en el área de finanzas de la PyME “Rafic Herrera” ubicada en San Pedro de Jujuy, provincia de Jujuy, Argentina, en el año 2017.

## **5. JUSTIFICACIÓN**

### **5.1. JUSTIFICACIÓN TEÓRICA**

El mercado de capitales es un tipo de mercado financiero donde las personas tanto jurídicas como físicas y el estado, negocian diferentes tipos de títulos en búsqueda de inversión y financiamiento.

### **5.2. JUSTIFICACIÓN METODOLÓGICA**

Se desarrollará una investigación de tipo cuantitativa y cualitativa. La información se obtendrá mediante entrevistas y análisis de datos contables y financieros de la PyME “Rafic Herrera” de la ciudad de San Pedro de Jujuy, durante el periodo 2017.

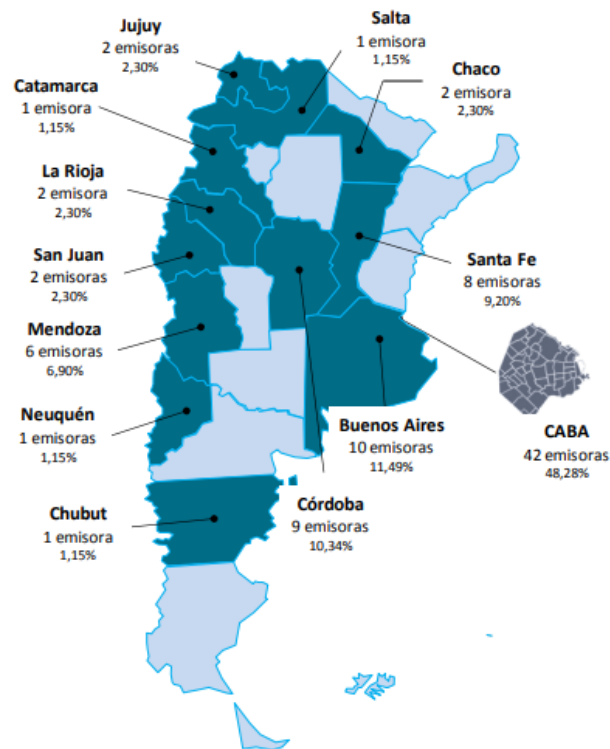
### **5.3. JUSTIFICACIÓN PRÁCTICA**

Con la investigación se pretende mejorar el desempeño de corto plazo del departamento financiero de la PyME “Rafic Herrera” de la ciudad de San Pedro de Jujuy y para ello se realizará un análisis de las herramientas de mercado de capitales.

## 6. ORIGEN DEL PROBLEMA

De acuerdo a un informe de septiembre de 2017 de la Comisión Nacional de Valores<sup>1</sup>, del total de las PyMEs emisoras del mercado de capitales argentino el ochenta y tres por ciento (83%) se concentra en cuatro distritos: Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Provincia de Buenos Aires, Provincia de Santa Fe y Provincia de Córdoba. La provincia de Jujuy registra sólo dos empresas emisoras (Villanueva e Hijo S.A. y SICOM S.A.).

*Imagen 1: Distribución Geográfica de Emisoras PyMEs*



Fuente: Comisión Nacional de Valores. Informe Trimestral Financiamiento PyMEs. Septiembre 2017

<sup>1</sup> Anexo 3: Informe Comisión Nacional de Valores - *Informe Trimestral Financiamiento Pyme*. (septiembre 2017).

Esto refleja que, aun disponiendo de canales de comunicación, tales como internet, redes sociales, aplicaciones móviles, entre otros; aun el mercado de capitales no logra desarrollarse con profundidad en el interior del país.

## **7. ANTECEDENTES**

No se encontraron investigaciones de esta temática en la biblioteca de la Universidad Católica de Salta.

En la Universidad Nacional de Lanus, se desarrolló una Tesis de Postgrado sobre Financiamiento de PyMEs en el Mercado de Capitales.

*“En el presente trabajo se analizó la viabilidad que existe para que una empresa PyME acceda a financiarse en el Mercado de Capitales con el fin de reemplazar su actual estructura de financiamiento.*

*El mismo contó con un Marco Teórico donde se expusieron los principales modelos utilizados, entre los cuales se pueden enumerar: La Teoría Clásica de las Series de Tiempo, utilizada para estimar la tendencia futura de las ventas; el Modelo de Regresión*

*Lineal Simple, aplicado para conocer las relaciones existentes entre las diferentes cuentas del Balance General y el nivel de ventas y por último el Modelo del Enfoque del Porcentaje de Ventas con el cual se pudo confeccionar los Balances Pro Forma.*

*Por otra parte, además contó con una parte de Desarrollo en donde se aplicó a la situación específica de la firma los modelos teóricos antes desarrollados y por último se llegó a una conclusión que se desprende del análisis de los índices financieros obtenidos de la información recopilada y de las proyecciones realizadas.*

*Se llegó a la conclusión de que Rizzi Distribuciones lograría mejoras en sus indicadores de Liquidez y Rentabilidad si accediera al Mercado de Capitales para financiarse.”*

## 8. ORIGINALIDAD DEL PROYECTO

Con esta investigación se pretende acercar a la PyME “Rafic Herrera” de la ciudad de San Pedro de Jujuy al mercado de capitales como fuente de financiamiento e inversión, transparente, competitivo y flexible.

## 9. FACTIBILIDAD DEL PROYECTO

### VIABILIDAD

Fortalezas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Accesibilidad a fuentes secundarias de información sobre la temática.</li> <li>• Acceso a fuentes primarias de información (datos generales, balances, entre otros).</li> <li>• Colaboración del asesor financiero de la empresa para realizar la investigación.</li> <li>• Experiencia laboral en mercado de capitales por parte del investigador.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Transparencia y disponibilidad de información del mercado de capitales.</li> <li>• Manifiesta necesidad de las PyMEs de capital de trabajo</li> <li>• Tendencia a optimizar el beneficio económico a través del mercado de capitales</li> </ul>
Debilidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Falta de experiencia del investigador en realizar trabajos de investigación</li> <li>• Disponibilidad de tiempo exclusivo para el desarrollo de la investigación.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Carencia de datos estadísticos históricos sobre variables económicas del sector.</li> </ul>

## **10. PRINCIPIOS ÉTICOS Y LEGALES**

Compromiso con no divulgar información sensible a la que se tenga acceso y no se relacione estrictamente con la investigación.

Presentación del informe final a fin de agregar valor a la performance de la empresa en retribución a su colaboración con la investigación.

## **11. OBJETIVOS**

### ***OBJETIVO GENERAL***

- Analizar cómo influyen las herramientas del mercado de capitales en la gestión financiera de corto plazo de la empresa “Rafic Herrera” de la ciudad de San Pedro de Jujuy en el año 2017.

### ***OBJETIVOS ESPECÍFICOS***

- Examinar debilidades del departamento de finanzas de la PyME “Rafic Herrera” en la ciudad de San Pedro de Jujuy en el año 2017.
- Analizar las herramientas del mercado de capitales aplicables en la gestión financiera de corto plazo de la PyME “Rafic Herrera” de la ciudad de San Pedro de Jujuy en el 2017.
- Analizar como impactarían las herramientas del mercado de capitales en la gestión del capital de trabajo de la PyME “Rafic Herrera”.

## 12. MARCO TEÓRICO

### *CAPITULO 1 ¿Qué son las PyMEs?*

La pequeñas y medianas empresas (PyMEs) son actores sumamente importantes en todas las economías del mundo. Tanto por su capacidad para generar valor, fuentes de trabajo y su flexibilidad para adaptarse a la volatilidad de las economías; las configuran como uno de los pilares más importantes para el desarrollo de las economías en todo el mundo.

#### *1.1 Clasificación de Pequeña y Mediana Empresa (PyME)*

La SEPyME (Secretaría de Emprendedores y Pequeñas y Medianas Empresas) a través de la Resolución 103-E/2017 establece los límites de facturación por los que se determina si una empresa se configura como una PyME<sup>2</sup>.

*Tabla 1: Clasificación Pequeña y Mediana Empresa*

Clasificación	Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
Micro	\$ 3.000.000,00	\$ 10.500.000,00	\$ 12.500.000,00	\$ 3.500.000,00	\$ 4.700.000,00
Pequeña	\$ 19.000.000,00	\$ 64.000.000,00	\$ 75.000.000,00	\$ 21.000.000,00	\$ 30.000.000,00
Mediana Tramo 1	\$ 145.000.000,00	\$ 520.000.000,00	\$ 630.000.000,00	\$ 175.000.000,00	\$ 240.000.000,00
Mediana Tramo 2	\$ 23.000.000,00	\$ 760.000.000,00	\$ 900.000.000,00	\$ 250.000.000,00	\$ 360.000.000,00

Fuente: Elaboración Propia de acuerdo a datos Resolución 103 - E/2017 SePyme

#### *1.2 Importancia de las PyMEs para la economía argentina*

Según datos del Ministerio de Producción – Secretaría de Emprendedores y PyMES, en Argentina existen más de ochocientas cincuenta mil PyMEs representando el noventa y ocho por ciento (98%) del total de empresas. Generan

---

<sup>2</sup> [www.produccion.gob.ar](http://www.produccion.gob.ar)

el setenta por ciento (70%) de los puestos de trabajo el cuarenta por ciento (40%) de las ventas anuales promedio y el diez por ciento (10%) de las exportaciones<sup>3</sup>.

### *1.3 Ley Pyme N° 27.264*

Reconociendo la importancia para la economía de las Pequeñas y Medianas Empresas es que en agosto de 2016 se publica en el Boletín Oficial la promulgación de la Ley PyMEs N° 27.264. Esta ley tiene como objetivo promover el crecimiento y desarrollo de las PyMEs a través del fomento de la inversión productiva y beneficios impositivos.

- Fomento a la inversión
  - ✓ Programa de Recuperación Productiva
  - ✓ Se crea el Instituto de Competitividad PyME
  - ✓ Más garantías a través del Fondo de Garantías PyME (FOGAPyME)
  - ✓ Se renueva la línea de Crédito de Inversión Productiva
- Alivio Fiscal
  - ✓ Eliminación del Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta.
  - ✓ Compensación del impuesto a los débitos y créditos bancarios para el pago de Impuesto a las Ganancias (dependiendo del tramo de calificación).
  - ✓ Diferimiento del pago del Impuesto al Valor Agregado (IVA). Se podrá optar por pagos trimestrales.
  - ✓ Cuando existan saldos acreedores y deudores de impuestos que no puedan ser compensados según normativa vigente el contribuyente podrá solicitar su devolución por la vía de un bono fiscal.

---

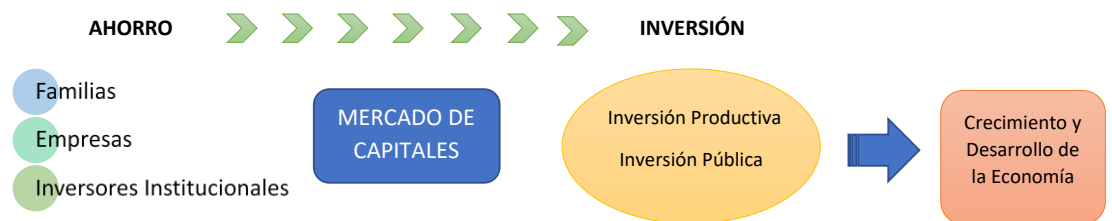
<sup>3</sup>Secretaría de Emprendedores y Pequeñas y Medianas Empresas. *Características de las Pymes Argentinas* Archivo ppt disponible en [www.produccion.gob.ar](http://www.produccion.gob.ar)

## ***CAPITULO 2 Mercado de Capitales***

### *2.1 ¿Qué es el Mercado de Capitales?*

Tanto las empresas como los gobiernos tienen la necesidad de obtener capitales para inversión y para cubrir sus gastos corrientes. Para ello, el mercado de capitales actúa como el ámbito de intermediación para que emitan instrumentos financieros que les posibilite tener acceso a esos fondos y, por el otro lado, los inversores encuentren un espacio para colocar sus excedentes a cambio de rentabilidad. En otras palabras, la función del mercado de capitales es canalizar el ahorro de los inversores hacia la inversión productiva (empresas y gobiernos)

*Imagen 2: Razón de ser del Mercado de Capitales*



Fuente: Elaboración propia

En nuestro país, el mercado bursátil se encuentra regulado por la Ley N° 26.831. La misma reglamenta todo lo referente a la oferta pública de títulos valores y la organización y funcionamiento de las instituciones bursátiles que lo componen. Uno de los objetivos estratégicos de la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 es promover el acceso al mercado de capitales de Pequeñas y Medianas Empresas, generar nuevos instrumentos de inversión y fomentar la canalización del ahorro hacia la financiación de proyectos productivos y el desarrollo de las economías regionales.

## 2.2 Instituciones que lo componen

El mercado de capitales argentino, supervisado por la COMISIÓN NACIONAL DE VALORES (CNV) presenta dos sistemas principales:

- Un sistema bursátil, integrado por bolsas de comercio, mercados de valores y entidades de depósito colectivo y entidades de liquidación y compensación de operaciones.
- Un sistema extrabursátil, conformado por una entidad autorregulada no bursátil denominada MERCADO ABIERTO ELECTRÓNICO S.A. (MAE).

Con la sanción de la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 (LMC) ocurrida el 29 de noviembre de 2012 (BO 28.12.2012), el Mercado de Capitales en Argentina se estructura a través de las siguientes instituciones:

### Comisión Nacional de Valores (CNV)



La Comisión Nacional de Valores (CNV) es el organismo oficial de control, regulación, autorización y fiscalización de la oferta pública de las empresas, gobiernos e instituciones que deseen financiarse a través del Mercado de Capitales y la emisión de valores negociables. Su razón de ser es velar por la transparencia del Mercado, la correcta formación de precios y proteger los derechos del inversor.

*“La CNV es una entidad autárquica con jurisdicción en toda la república argentina, bajo la órbita del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de la Nación Argentina. Fue creada en el año 1968 a partir de la Ley N° 17.811 de Oferta Pública. En Noviembre de 2012, durante el gobierno de Cristina Fernández de Kirchner, fue sancionada la Ley N° 26.831 cuyo marco normativo establece las nuevas responsabilidades de la CNV y rige el funcionamiento actual del Mercado de Capitales.*”

*La Ley N° 26.831 del Mercado de Capitales tiene como objetivos y principios fundamentales:*

- *Promover la participación en el mercado de capitales de los pequeños inversores, asociaciones sindicales, asociaciones y cámaras empresariales, organizaciones profesionales y de todas las instituciones de ahorro público, favoreciendo especialmente los mecanismos que fomenten el ahorro nacional y su canalización hacia el desarrollo productivo;*
- *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;*
- *Propender a la creación de un mercado de capitales federalmente integrado, a través de mecanismos para la interconexión de los sistemas informáticos de los distintos ámbitos de negociación, con los más altos estándares de tecnología;*
- *Fomentar la simplificación de la negociación para los usuarios y así lograr una mayor liquidez y competitividad a fin de obtener las condiciones más favorables al momento de concretar las operaciones.”<sup>4</sup>*

### Mercado de Valores



Constituyen el ámbito en el que se producen la concentración, registración y liquidación de las operaciones con instrumentos financieros o valores negociables que cuentan con oferta pública. Se constituyen como sociedades anónimas y requieren de autorización del Poder Ejecutivo a través de la Comisión Nacional de Valores para operar. Una vez autorizados quedan sujetos a la fiscalización y control de la CNV.

---

<sup>4</sup> <http://www.invertir.gob.ar/Secciones/mcapitales/quienloregula.aspx>

Un ejemplo, es el Mercado de Valores de Buenos Aires, fundado en 1929. Concentra operaciones por un total de \$ 10.000 millones promedio por día, entre instrumentos de renta fija e instrumentos de renta variable<sup>5</sup>.

#### Mercado Abierto Electrónico (MAE)



Es el mercado electrónico de títulos valores y de negociación de moneda extranjera más importante de la Argentina. El mismo, está basado en una plataforma electrónica modular a partir de soportes informáticos específicos, donde se transan títulos de renta fija tanto públicos como privados, divisas, operaciones de pases, y se concretan operaciones de futuros con monedas y tasa de interés. Complementariamente, este soporte tecnológico es utilizado en las licitaciones de letras y bonos del Banco Central de la República Argentina y en la colocación primaria de títulos del Estado Nacional<sup>6</sup>.

#### Caja de Valores S.A.



Es la depositaria y central de custodia de los valores que se negocian en el mercado de capitales tanto públicos como privados. La Caja de Valores S.A. es una entidad privada que tiene como finalidad facilitar las transacciones sobre títulos autorizados para la oferta pública, garantizando la seguridad y privacidad de todo lo referido a ellas.

#### Agentes de Mercado Registrados

Para poder operar en el mercado de capitales tanto las empresas, gobiernos como los inversores deben hacerlo a través de intermediarios habilitados que se

---

<sup>5</sup> Según datos históricos diarios período enero a octubre 2017 – Bolsar.com.ar

<sup>6</sup> <http://www.mae.com.ar>

denominan Agentes de Mercado. Éstos deben estar registrados y autorizados por la CNV para actuar como tal.

*“Los Agentes Registrados se encuentran autorizados por la CNV para abarcar las actividades de negociación, colocación, distribución, corretaje, liquidación y compensación, custodia y depósito colectivo de Valores Negociables, las de administración y custodia de productos de inversión colectiva, las de calificación de riesgos, y todas aquellas que, a criterio de la Comisión Nacional de Valores, corresponda registrar para el desarrollo del mercado de capitales.”<sup>7</sup>*

Los agentes registrados son personas físicas o jurídicas que CNV autoriza en sus correspondientes Registros para desplegar diferentes y específicas actividades como:

- Agentes de Negociación (AN): Sociedades autorizadas a actuar como intermediarios de mercados que incluyen “cualquier actividad vinculada y complementaria” que estos realicen.
- Agentes Productores de AN: Personas físicas y personas jurídicas registradas para desarrollar actividades de difusión y promoción de valores negociables bajo “responsabilidad del AN registrado”.
- Agentes de Colocación y Distribución (ACyD): personas físicas y personas jurídicas registradas para desarrollar canales de colocación y distribución de valores negociables.
- Agentes de Corretaje (AC): Personas jurídicas registradas para poner en relación dos o más partes para la conclusión de negocios sobre valores negociables sin estar ligadas a ninguna por relaciones de colaboración, subordinación o representación (art.34 Anexo II Ley 25.028).
- Agentes de Liquidación y Compensación (ALyC): Personas Jurídicas registradas para intervenir en la liquidación y compensación de operaciones

---

<sup>7</sup> <http://www.invertir.gob.ar/secciones/mcapitales/comofunciona.aspx>

con valores negociables registrada en el marco de mercados, incluyendo bajo su jurisdicción cualquier actividad que realicen.

- Agentes de Administración de PICs: sociedades gerentes L 24.083, fiduciarios financieros L 24.441 y demás entidades que desarrollen similares funciones y a criterio de CNV corresponda registrar.
- Agentes de Custodia de PICs (AC): Personas jurídicas registradas para actuar en dicho carácter en los PICS desarrollando funciones asignadas por las leyes aplicables y las que CNV determine.
- Agentes de Deposito Colectivo (ADC): entidades registradas para recibir depósitos colectivos de valores negociables para actuar en custodia de instrumentos y de operaciones en los términos de la L 20643 incluyendo en su jurisdicción cualquier actividad que realicen.
- Agentes de Calificación (AdC): entidades registradas para prestar servicios de calificación de valores negociables y otros tipos de riesgos bajo competencia de CNV

#### Sociedades de Garantía Recíproca

Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) son actores fundamentales en este escenario ya que su razón de ser es facilitar el acceso a las Pymes al crédito tanto en el Sistema Bancario como el Mercado de Capital a través del otorgamiento de Avales. Estos avales le permiten al otorgante del crédito o al inversor contar con una mayor certeza de repago, disminuyendo el riesgo de default y por consiguiente acceder a mejores condiciones crediticias (tanto en tiempo como en tasa de interés).

Algunas de las ventajas de operar a través de SGR:

- Menores requisitos de calificación
- Mejores condiciones de aforo
- Financiamiento de empresas con poca antigüedad
- Mayores límites de crédito
- Mayor flexibilidad en garantías prendarias

- En algunos casos, aceptación de hipotecas en segundo grado

La Ley 24.467 promulgada en marzo de 1995 posibilitó el surgimiento de las Sociedades de Garantía Recíprocas (SGRs) con el objeto de promover el crecimiento y desarrollo de las pequeñas y medianas empresas (PyMES). Las SGRs se crearon para facilitar el acceso al crédito de dichas empresas, a través del otorgamiento de garantías a sus socios partícipes. Los Socios Partícipes son únicamente los titulares de pequeñas y medianas empresas, sean personas físicas o jurídicas, y tienen como mínimo el 50% de los votos en asamblea. Los Socios Protectores pueden ser personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, que realicen aportes al capital social y al Fondo de Riesgo de las SGR, detentando como máximo el 50% del Capital Social. Los gobiernos provinciales o municipales pueden ser socios protectores de una SGR en la medida que se lo permitan sus respectivos ordenamientos jurídicos.

### *2.3 Operatoria – Diferencias con el sistema bancario*

A diferencia del Sistema Bancario, para que una operación se lleve a cabo debe existir un actor que ofrezca un instrumento financiero a un cierto precio y un comprador que esté dispuesto a comprarlo a dicho precio. En este sentido la característica distintiva del Mercado de Capitales es que actúa como intermediario de dos agentes y la operación sólo se llevará a cabo si ambos actores coinciden en aceptar las condiciones de dicha transacción.

### *2.4 Mercado Primario y Secundario*

El mercado bursátil puede desagregarse en un mercado primario y un mercado secundario.

*“Los mercados financieros funcionan ya sea como mercados primarios o como mercados secundarios. El término mercado primario se refiere a la venta original de valores realizada por los gobiernos y las corporaciones. En los mercados*

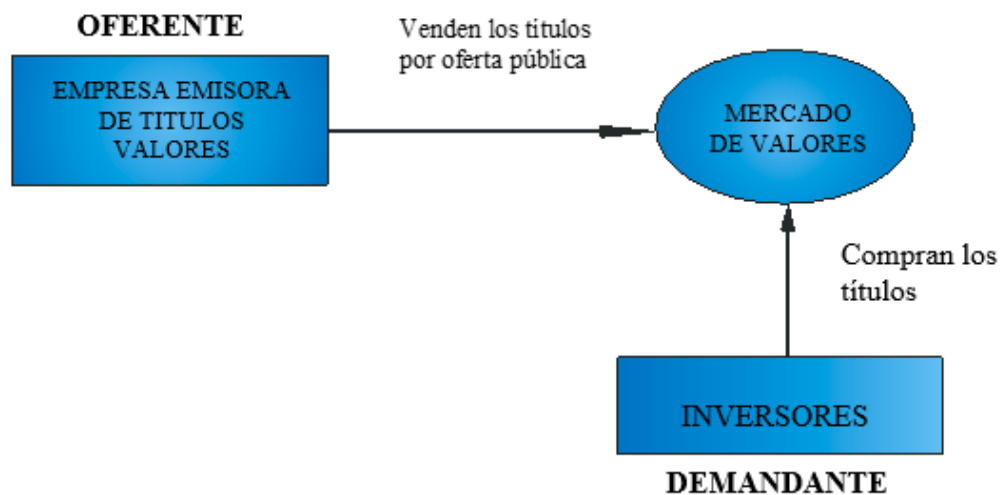
*secundarios, estos valores son comprados y vendidos después de la venta original.”*

<sup>8</sup>.

En otras palabras, el mercado primario se caracteriza por ser la empresa emisora de los títulos la oferente y un inversor privado el demandante. Se refiere al “lanzamiento” de una emisión al mercado, su colocación inicial. Por otro lado, el mercado secundario es aquel donde el oferente es un inversionista que adquirió el título y desea venderlo; y el demandante es otro inversor interesado en comprarlo.

Esquemáticamente, el mercado primario podría representarse de la siguiente manera:

*Imagen 3: Mercado de Capitales primario*



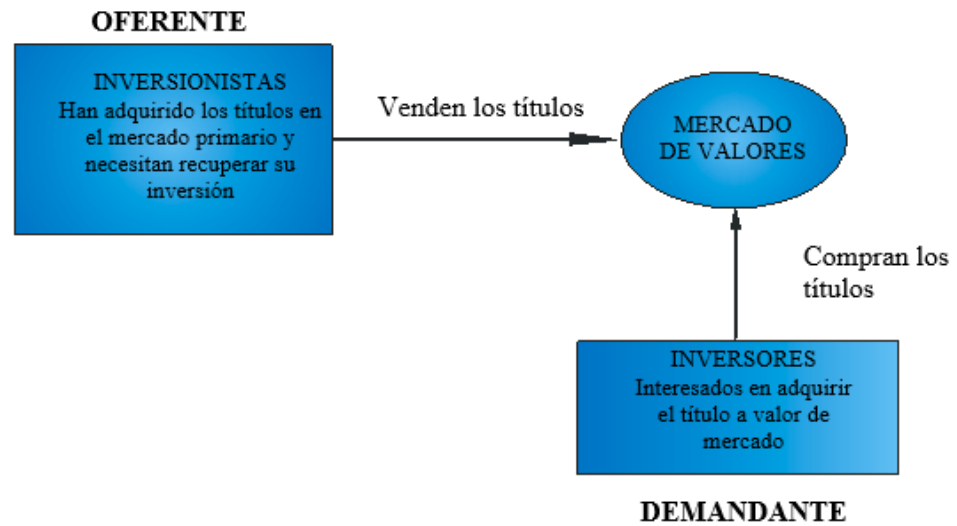
Fuente: Elaboración Propia

---

<sup>8</sup> Ross, Westerfield y Jordan *Fundamentos de Finanzas Corporativas; 5ª edición*; Editorial Mc Graw Hill, México [2001]

Del mismo modo, el mercado secundario podría representarse como:

*Imagen 4: Mercado de Capitales secundario*



Fuente: Elaboración Propia

### 2.5 Características del mercado bursátil

- **Transparencia:** A través de la difusión constante de información y del control que lleva a cabo la Comisión Nacional de Valores, permite que los participantes estén continuamente en conocimiento de las condiciones del mercado.
- **Equidad:** Cuenta con mecanismos de información y negociación que permiten que todos los participantes estén en igualdad de condiciones.
- **Seguridad:** Cuenta con una normativa que regula la actuación de los diferentes actores, exigiendo el cumplimiento de normas que garanticen un funcionamiento eficiente del mercado.
- **Liquidez:** La existencia de un mercado secundario donde se negocian continuamente los títulos valores, permite su transformación en efectivo cuando el inversor lo requiera.

### ***CAPITULO 3 Herramientas del Mercado de Capitales para PyMEs***

El Mercado de Capitales ofrece diversas herramientas que, de manera general, pueden clasificarse en tres grandes grupos dependiendo del plazo de colocación del que se trate.

*Imagen 5: Herramientas del Mercado de Capitales para PyMEs según el horizonte de financiamiento*



Fuente: Elaboración propia

También pueden clasificarse según la naturaleza de la rentabilidad:

*Imagen 6: Herramientas del Mercado de Capitales para PyMEs según la naturaleza del rendimiento*

### Renta Fija

- Son aquellos donde las condiciones de emisión respecto al pago de capital e intereses se encuentra preestablecido . El tenedor del instrumento se convierte en acreedor del emisor (constituye un pasivo).El flujo de fondos futuro es cierto.
- Pueden ser públicos (bonos, letras, etcétera) o privados (obligaciones negociables, valores a corto plazo, pagarés bursátiles, chueques de pago diferido)

### Renta Variable

- Son aquellos instrumentos que tienen un flujo de fondos futuro desconocido para el inversor a la hora de adquirir el activo. El tenedor del instrumento s convierte en propietario de una porción del capital del emisor (patrimonio).
- Instrumentos: Acciones y Fondos Comunes de Inversión

Fuente: Elaboración propia

### 3.1 Acciones

Las acciones representan aportes de capital a la empresa (patrimonio neto) y otorgan derechos sobre la propiedad concediendo condición de socio o accionista. Se conocen como instrumentos financieros de renta variable ya que, tanto su valor como el flujo de fondos que generen no es cierto y dependerá de las condiciones del mercado y la performance de la empresa. Desde el punto de vista del inversor, son activos con mayor riesgo, volatilidad y requieren un grado mayor de conocimientos para operar.

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<sup>9</sup>.

Existen dos maneras de obtener ganancias invirtiendo en acciones:

- Dividendos: Son una parte de las ganancias que cada empresa decide distribuir entre sus accionistas
- Ganancia de Capital: Es resultado del incremento en el precio de la acción, por encima del precio de compra original.

Las acciones no tienen fecha de vencimiento por lo que el horizonte de inversión dependerá del perfil del tenedor de las mismas; y está íntimamente relacionado con las expectativas de comportamiento de mercado tenga acerca de la empresa y del sector.

### *Índices Bursátiles*

Los índices son indicadores de tendencia, es decir, miden el comportamiento de un grupo de instrumentos financieros en un determinado mercado

- Merval: En Argentina, el índice Merval es el más difundido, el cual mide el valor en pesos de una cartera teórica de acciones. Las acciones que integran la cartera del Merval son seleccionadas de acuerdo a criterios que

---

<sup>9</sup> [www.invertir.gob.ar](http://www.invertir.gob.ar)

ponderan su liquidez. Es decir, se seleccionan las acciones más negociadas en el mercado.

- **MAR:** De similar manera que el índice Merval, el MAR (Merval Argentina) mide valor en pesos de una cartera teórica de acciones, de acuerdo a criterios que ponderan su liquidez, con la diferencia que sólo lo componen empresas de capital nacional.
- **MERVAL 25:** Este índice mide el valor en pesos de una cartera teórica compuesta por las 25 acciones de mayor liquidez.
- **BURCAP:** Es un índice basado en la capitalización bursátil (valor de mercado de la empresa cotizante). Mide las mismas acciones que el Merval, pero con la diferencia que no las pondera por liquidez, sino por el tamaño capitalización en la bolsa.

### *3.2 Fondos Comunes de Inversión*

Los Fondos Comunes de Inversión se constituyen por un patrimonio integrado por instrumentos financieros que se adquieren con el aporte de múltiples actores que aportan su capital a cambio de una coparticipación de los resultados obtenidos por la inversión. En otras palabras, el capital de los Fondos de Inversión se divide en cuotapartes que son adquiridas por inversores y que, en conjunto, conforman el patrimonio del mismo. El valor de la cuotaparte se determina por el valor de los activos financieros que lo componen y al resultado de las operaciones que surgen de esos activos. Desde el punto de vista del inversor son una excelente opción para inversores pequeños que, por los montos que disponen, no les resulta tan rentable invertir de manera individual; como también para inversores institucionales debido a su fácil acceso y a sus bajos costos.

Los fondos comunes de inversión (FCI) están compuestos por:

- **Sociedad gerenta de fondos:** Es la encargada de administrar el fondo, dentro de sus principales tareas se cuentan: la decisión de compra de activo, la valuación de las cuotapartes, la definición de las estrategias de inversión,

llevar la contabilidad, efectuar registro de las operaciones, realizar las publicaciones correspondientes e informar a los entes reguladores

- Sociedad depositaria: Es la encargada de custodiar los activos bajo la administración del FCI. Dentro de sus funciones se encuentran: la liquidación de compra venta del fondo, el cobro de rentas, amortizaciones y dividendos; llevar un registro de los inversores, denominados cuotapartistas; recibir el dinero de las suscripciones y realizar los pagos. Tanto el dinero como los activos, están en poder de la sociedad depositaria que debe encontrarse en un lugar físico distinto al de la sociedad gerenta.
- Reglamento de gestión: es un contrato de adhesión, donde se especifica todas las características propias del fondo, sus responsabilidades, costo y gestiones de las sociedades gerentas y de las sociedades depositarias. Dentro del mismo se fija el objetivo de inversión del fondo, en qué mercados puede operar, qué activos puede incluir en su cartera de inversión, pautas de diversificación, límites máximos en determinados activos, etc.
- Cuotapartes: es la unidad de medida de la participación que posee el inversor del FCI. Representa la porción de la torta que le corresponde. Cuando el inversor (ahora llamado cuotapartista) invierte, está suscribiendo en el fondo, compra una cantidad de cuotas al valor del día. El valor de dicha cuota es calculada diariamente por la sociedad gerenta, para que el cuotapartista pueda conocer diariamente cuánto vale su posición en el fondo. Cuando el cuotapartista decide retirar sus posiciones del fondo, está rescatando y recibirá dinero, de acuerdo al valor de cuota de cierre del día.

Clasificación de fondos según su constitución:

- Fondos Abiertos: No tienen un número limitado de cuotas, por lo cual los inversores pueden suscribir y rescatar sin limitaciones; por esta facilidad están obligados a invertir en activos líquidos. Son los más comunes en el mercado y poseen cantidades muy grande de dinero, porque incluyen no solos inversiones individuales sino también institucionales como fondos de

pensión, compañías de seguro, etc. Un fondo abierto empieza sin capital y puede ir creciendo indefinidamente, a medida que sus activos se revalúen y aumente la cantidad de cotapartistas. No tienen una fecha de liquidación determinada.

- **Fondos Cerrados:** Por el contrario, los fondos cerrados tienen un número de cotapartes fijo que se establece en el momento de la emisión. Para poder salir del fondo debe conseguirse otro inversor interesado en entrar, es decir en comprar las cotapartes que se desea vender. Su objetivo de inversión es más amplio pudiendo invertir en activos poco líquidos como las propiedades o en proyecto de economía real como sembrar un campo. El fondo inicia con la cantidad de dinero que suscriben los inversores en el momento de lanzamiento, impidiendo que se realicen aumentos y tiene una fecha de cierre, que es generalmente en el momento de madurez de sus inversiones.
- **Fondos de plazo fijo y mercado de dinero:** invierten una gran parte de su patrimonio en valores de muy corto plazo como plazos fijos, Caucciones, o bonos de corta duración como son las LEBAC (letras del Banco Central). Su objetivo es lograr una rentabilidad similar a un plazo fijo con la diferencia de tener disponibilidad inmediata o en 24hs. Esto es utilizado por empresas para evitar tener ocioso su dinero
- **Fondos de bonos o renta fija:** Poseen mayor volatilidad que los anteriores, esto es debido a que los bonos fluctúan su precio y el valor de la cotaparte va a ir variando según la cotización de dichos bonos, el plazo de rescate es 48hs y su horizonte de inversión es de mediano y largo plazo. Buscan tener mayor rentabilidad que los fondos de plazo fijo, así como también poseen mayor riesgo.
- **Fondos de acciones o renta variable:** Este tipo de fondo tienen una alta volatilidad ya que sus inversiones participan del riesgo financiero y del negocio y aunque con indicadores pueden llegar a realizar estimaciones, resulta muy incierto el resultado que pueden lograr las empresas, y esta volatilidad afecta al precio de las acciones. Estos fondos esperan ganancia por la apreciación en el precio de las acciones y no por el pago de dividendo

que devengan. El tiempo de rescate es 48 horas y su objetivo es tener una rentabilidad mayor a los fondos de bonos.

- Fondos mixtos Los fondos mixtos tienen mayor flexibilidad que los anteriores, su reglamento de gestión le permiten invertir en cualquier activo bursátil, a diferencia de los anteriores como, por ejemplo, los fondos de plazo fijo que en su reglamento de gestión le prohíbe invertir en acciones. Esta flexibilidad hace que puedan modificar su cartera según las perspectivas de mercado. Tienen 48 horas de rescate y su rentabilidad esperada es un promedio entre acciones y bonos

Ventajas de invertir en FCI:

- Diversificación
- Administración profesional
- Liquidez
- Acceso a mercados e instrumentos
- Montos mínimos requeridos
- Información diaria
- Regulación

### *3.3 Instrumentos de Deuda Privada*

Los instrumentos de deuda permiten tanto a los gobiernos (títulos públicos) como a las empresas (Valores Negociables de Corto Plazo – Obligaciones Negociables) tomar fondos del mercado y devolverlo de acuerdo a un flujo de fondos pre acordado (intereses y amortizaciones de capital). Se conocen como instrumentos de renta fija ya que abonan un cierto tipo de interés preestablecido en las condiciones de emisión que se mantiene invariable hasta el vencimiento de la operación. No otorgan propiedad sobre la empresa, sino que actúan como el equivalente a un préstamo bancario (pasivo). Desde el punto de vista del inversor, son activos con

menor nivel de riesgo debido al flujo de fondos cierto. Traen aparejado riesgo de default.

**3.3.1. Valores Negociables de Corto Plazo (VCP)** son valores negociables representativos de deuda de corto plazo cuya duración máxima puede alcanzar los trescientos sesenta y cinco días y pueden ser ofertados públicamente con exclusividad a los Inversores Calificados enumerados en la normativa CNV<sup>10</sup>

**3.3.2 Pagarés Bursátiles:** Un Pagaré Bursátil es un instrumento de deuda negociable en el Mercado de Capitales. Conceptualmente es similar al cheque de pago diferido (CPD) pero a mayor plazo, ya que puede librarse de 180 a 3 años de plazo. Deben estar avalados por una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) y pueden emitirse individualmente o en lotes, obteniendo así un flujo de fondos futuros. Se utilizan en situaciones donde se requiera un mayor plazo que el que permite el CPD pero un menor monto que las Obligaciones Negociables Simples o Fideicomiso Financiero. Además, suelen emitirse en moneda extranjera.

**3.3.3 Obligaciones Negociables:** Según Mario Oscar Kenny, *“Las obligaciones negociables simples son aquellas que representan un empréstito contraído por la empresa emisora. Consecuentemente, dan derecho al titular de éstas al reembolso del capital y, en su caso, al pago de interés conforme con las condiciones de emisión.*

*El titular de obligaciones negociables simples ostenta, por tanto, un status similar al de cualquier acreedor cuyo crédito emane de un contrato de mutuo, sin perjuicio de las garantías que pueden aparar el empréstito: no tiene otra expectativa que la de recuperar el capital y recibir los intereses, si es un inversor a finish, o la lucrar*

---

<sup>10</sup> [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)

*con la venta de las obligaciones a un mejor precio que el de su suscripción o compra<sup>11</sup>”*

En otras palabras, son documentos que permiten ejercer los derechos contenidos en él por parte de su tenedor. Este último, sólo tiene derecho a cobrar intereses y capital (a diferencia de las acciones que otorgan derechos de propiedad sobre la empresa). Representan unidades de un empréstito contraído por la sociedad para el desarrollo de sus proyectos de inversión u otros fines. Son instrumentos de financiamiento a mediano y largo plazo. El hecho de que el monto total del empréstito esté “dividido” en títulos valores, facilita su colocación, ya que, de esta manera, suele existir una pluralidad de inversores. Por otro lado, la emisión de obligaciones negociables ofrece una gran flexibilidad a la hora de determinar las condiciones del empréstito. A diferencia del financiamiento tradicional, donde son las entidades bancarias las que determinan los términos y condiciones de los créditos; al financiarse a través de ON, es la empresa quién establece el plazo de emisión, la tasa de interés y el período de pago, el régimen de amortización de capital (pudiendo realizar amortizaciones parciales o una única amortización por el monto total al vencimiento del empréstito), si ofrecerá garantías especiales, etcétera. Por consiguiente, teniendo siempre en mente el objetivo de captar el interés de los potenciales inversores, la empresa puede diseñar las obligaciones negociables a ofrecer, dependiendo de su situación y preferencias. El 15 de junio de 2017 la CNV, mediante Resolución General N° 696 reglamentó la emisión de Obligaciones Negociables Simples Garantizadas para PyMEs.

**3.3.4 Fideicomisos Financieros (FF):** Los fideicomisos financieros suponen un procedimiento del que pueden valerse las empresas para obtener financiación, segregando de su patrimonio un número determinado de activos con cuyo rendimiento se atenderá el servicio financiero de los valores negociables emitidos, constituyendo a su vez dichos activos la garantía básica del cumplimiento de las obligaciones de pago asumidas. *“La entidad que quiere financiarse (fiduciante)*

---

<sup>11</sup> **Kenny, Mario Oscar** *Obligaciones Negociables; 2° edición*; Editorial Abeledo-Perrot, Buenos Aires, Argentina [1996]

*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)”<sup>12</sup>.*

**3.3.5 Cheques de pago Diferido:** El mercado de capitales permite negociar cheques de pago diferido descontando los mismos a una tasa de mercado. Esto permite a las PyMEs acceder a fondos líquidos a través de la colocación de un instrumento no líquido (cheque diferido o a plazo). Pueden negociarse directamente a nombre de la empresa que los emite (patrocinados) o a través de una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) que los avala. Desde el punto de vista del inversor son una alternativa de colocación de fondos a plazos menores a un año.

#### *3.4 Títulos Públicos*

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. 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. Los títulos públicos le ofrecen al inversor la posibilidad de contar con

---

<sup>12</sup> <http://www.invertir.gob.ar/secciones/inversiones/rentafija.aspx>

diferentes alternativas en cuanto a plazos, moneda y a sistemas de amortización y pago de intereses. Algunos ejemplos que se encuentran cotizando en la actualidad:

*Imagen 7: Cuadro Comparativo Títulos Públicos en dólares*

Cuadro Comparativo								
	AAE2	AAE7	AA19	AA21	AA25	AA26	AA37	AA46
Fecha de Emisión	12/04/2017	12/04/2017	12/04/2017	12/04/2017	18/04/2017	12/04/2017	18/04/2017	12/04/2017
Fecha de vencimiento	26/01/2022	26/01/2027	22/04/2019	22/04/2021	18/04/2025	22/04/2026	18/04/2037	22/04/2046
Tasa Cupón	5,63	6,88	6,25	6,87	5,75	7,50	7,62	7,62
Nominación Bono	Dólar	Dólar	Dólar	Dólar	Dólar	Dólar	Dólar	Dólar
TIR (%)	4,70	5,91	7,06	5,77	5,26	6,22	6,86	6,98
Duration	3,73	6,90	1,37	3,09	6,12	6,44	10,70	12,45
Duration Modificada	3,64	6,70	1,32	3,01	5,97	6,25	10,35	12,03
Paridad (%)	103,61	107,20	101,75	106,24	102,96	110,95	108,96	109,76

Fuente: bolsar.com

*Imagen 8: Cuadro Comparativo Títulos Públicos en pesos a tasa fija*

Cuadro Comparativo								
	DICP	TC20	TC21	TM18	TO21	TO23	TO26	TS18
Fecha de Emisión	31/12/2003	28/10/2016	22/07/2016	05/09/2016	03/10/2016	17/10/2016	17/10/2016	19/09/2016
Fecha de vencimiento	31/12/2033	28/04/2020	22/07/2021	05/03/2018	03/10/2021	17/10/2023	17/10/2026	19/09/2018
Tasa Cupón	5,83	2,25	2,50	22,75	18,20	16,00	15,50	21,20
Nominación Bono	Pesos	Pesos	Pesos	Pesos	Pesos	Pesos	Pesos	Pesos
TIR (%)	4,79 + CER	3,41 + CER	3,24 + CER	25,33	19,39	17,29	15,21	25,60
Duration	10,76	2,38	3,50	0,29	2,85	3,92	5,07	0,78
Duration Modificada	10,51	2,34	3,44	0,25	2,60	3,61	4,71	0,69
Paridad (%)	109,21	97,39	97,56	99,62	99,02	97,75	103,91	97,83

Fuente: bolsar.com

Imagen 9: Cuadro Comparativo Títulos Públicos en pesos a tasa variable

Cuadro Comparativo						
	<u>AA22</u>	<u>AM20</u>	<u>AMX8</u>	<u>AMX9</u>	<u>AD17</u>	<u>PR15</u>
Fecha de Emisión	03/04/2017	01/03/2016	01/03/2016	11/03/2013	09/10/2015	04/01/2010
Fecha de vencimiento	03/04/2022	01/03/2020	01/03/2018	11/03/2019	09/10/2017	04/10/2022
Tasa Cupón	24,94	26,19	25,69	25,44	25,94	22,94
Nominación Bono	Pesos	Pesos	Pesos	Pesos	Pesos	Pesos
TIR (%)	27,76	26,02	28,78	25,86	-	28,63
Duration	2,62	1,69	0,26	1,09	-	2,80
Duration Modificada	2,45	1,58	0,24	1,03	-	2,61
Paridad (%)	99,14	103,87	99,96	101,87	-	93,57

Fuente: bolsar.com

En resumen, el mercado de capitales posibilita el desarrollo de las economías a través del fomento de la inversión, canalizando los fondos de quienes tienen exceso o superávit de fondos hacia inversiones productivas de quienes requieren los fondos.

Tabla 2: Resumen diferencias entre sistema bancario y mercado de capitales

	<b>SISTEMA BANCARIO</b>	<b>MERCADO DE CAPITALES</b>
<b>REGULACIÓN</b>	Regulado por el Banco Central (BCRA)	Regulado por la Comisión Nacional de Valores (CNV)
<b>INSTITUCIONES</b>	Bancos y Financieras	Mercados Bursátiles, Extrabursátiles, S.G.R.s, Agentes y Caja de Valores
<b>FINACIACIÓN</b>	Con intermediación	Sin intermediación
<b>RIESGO</b>	Analizado y asumido por los Bancos y financieras	Analizado y asumido por el inversor (distintos perfiles de aversión al riesgo)
<b>INTRUMENTOS</b>	Sólo deuda	Deuda + Capital
<b>CONDICIONES</b>	Preestablecidas por el intermediario	Elegidas por la empresa de acuerdo con su flujo de fondos

<b>LIQUIDEZ Y RENDIMIENTO PARA EL INVERSOR</b>	En general, las opciones que mantienen la liquidez no otorgan rentabilidad	El mercado secundario otorga liquidez a igual nivel de rendimiento.
--	--	---

Fuente: Elaboración propia

#### ***CAPITULO 4 Gestión financiera de corto plazo***

La gestión financiera de corto plazo hace referencia a la administración de la relación que existe entre los pasivos y activos circulantes. En otras palabras, su objetivo es encontrar un adecuado equilibrio entre el activo y el pasivo de corto plazo obteniendo un adecuado balance ente liquidez y exigüidad. *“Las decisiones financieras de corto plazo intervienen cuando una empresa ordena materias primas, hace pago en efectivo y anticipa la venta de productos terminados al contado dentro del periodo de un año (...) el principal punto de interés de las finanzas de corto plazo radica en las actividades operativas y financiamiento de la empresa de corto plazo (...) Estas actividades crean patrones de flujo de entrada y salida de efectivo, los cuales son asincrónicos e inciertos”*<sup>13</sup>.

Definiciones importantes:

- Activo circulante: Compuesto por el efectivo y otros activos que se espera se conviertan en efectivo en un plazo no mayor a un año. Está estrechamente relacionado con el concepto de liquidez, que es la capacidad que tiene un bien en convertirse en efectivo. Generalmente está compuesto por caja y bancos, valores comercializables o inversiones, cuentas por cobrar e inventarios o bienes de cambio.
- Pasivo circulante: Son aquellas deudas comerciales, previsionales y/o fiscales que tiene la empresa y deben cancelarse en un plazo menos a un año. Está estrechamente relacionado con el concepto de nivel de exigibilidad, que es la obligatoriedad de cancelar o no una deuda.

---

<sup>13</sup> Westerfield R. y Jordan (2003.) *Fundamentos de finanzas corporativas*. (5ª Ed.). México: Mc Graw Hill.

- Capital de Trabajo: Es la diferencia entre el Activo y el Pasivo Circulante.

*“Las actividades de la empresa crean patrones de flujos de entrada y de salida de efectivo, los cuales son asincrónicos e inciertos. Son asincrónicos porque, por ejemplo, el pago de efectivo por la adquisición de materias primas no sucede al mismo tiempo que la recepción de efectivo como resultado de la venta de productos. Son inciertos porque las ventas y los costos futuros no pueden ser predichos de manera precisa”<sup>14</sup>*

De la correcta administración del capital de trabajo depende en gran medida la salud financiera de la empresa, ya que, ante la exigibilidad de las deudas debemos contar con el efectivo suficiente para poder cancelarlas y no caer en cesación de pagos. Es por ello que la administración financiera de corto plazo es crucial para las empresas.

En este sentido cobran relevancia para la planificación de corto plazo los siguientes ciclos:

- Ciclo operativo: Es el periodo que transcurre entre la compra de las materias primas y la cobranza de las ventas del producto terminado. El producto inicia como un inventario, se convierte en una cuenta por cobrar al efectivizarse la venta y finalmente en efectivo cuando se cobra. De esta manera se compone por el periodo de inventario y el periodo de cuenta por cobrar.
  - ✓ Período de Inventario: Tiempo que transcurre entre la compra y la venta de un bien de cambio o producto terminado.
  - ✓ Período de Cuentas por Cobrar: Tiempo que transcurre entre la venta de un inventario y el cobro de la cuenta por cobrar.
- Período cuentas por pagar: Tiempo que transcurre entre la recepción del inventario y el pago del mismo.

---

<sup>14</sup> Westerfield R. y Jordan (2003.) *Fundamentos de finanzas corporativas*. (5ª Ed.). México: Mc Graw Hill.

- Ciclo de efectivo: Periodo que transcurre entre el pago del inventario (período cuentas por pagar) y el cobro de las ventas.

$$\text{Ciclo de efectivo} = \text{Ciclo Operativo} - \text{Período de cuentas por pagar}$$

*Imagen 10: Línea de tiempo del flujo de efectivo y actividades operativas de corto plazo*



Fuente: Westerfield R. y Jordan (2003.) *Fundamentos de finanzas corporativas*

En resumen, la administración financiera de corto plazo hace foco en cómo administrar el ciclo de efectivo, ya sea financiándolo a través de endeudamiento o aumentando la reserva de liquidez. De manera alternativa, también puede administrarse a través de decisiones que alteren la duración de los períodos de cuentas por pagar o cuentas por cobrar.

### 13. HIPÓTESIS

Las herramientas del mercado de capitales mejoran el desempeño de la gestión financiera de corto plazo de la PyME “Rafic Herrera” de la ciudad de San Pedro de Jujuy en el año 2017, ya que permiten dar rendimiento a los disponibles sin afectar la liquidez y tomar deuda de manera ágil y sin destruir valor.

En la hipótesis planteada, los términos de la misma se identifican en:

- **Variable independiente (x):** “herramientas del mercado de capitales”
- **Variable dependiente (y):** “gestión financiera de corto plazo”

### 14. OPERACIONALIZACIÓN DE LAS VARIABLES

- Conceptual:

Herramientas del mercado de capitales: Valores Negociables que posibilitan la financiación e inversión

Gestión financiera de corto plazo: se refiere a las decisiones financieras que afectan al activo y pasivo corriente

- Empírica:

Variable	Dimensión	Indicadores
Herramientas del mercado de capitales	Activo Pasivo	Rentabilidad Financiera Neta Costo Financiero Neto
Gestión financiera de corto plazo	Ciclo Operativo  Ciclo de Proveedores Ciclo de Caja	Periodo de inventario Periodo de las cuentas por cobrar Periodo de cuentas por pagar

## **DIMENSIÓN DE LA ESTRATEGIA GENERAL**

### **15. ASPECTOS METODOLÓGICOS DE LA INVESTIGACIÓN**

#### ***15.1. DETERMINACIÓN DEL UNIVERSO O POBLACIÓN***

Pymes en la ciudad de San Pedro de Jujuy.

#### ***15.2. DETERMINACIÓN DE LA MUESTRA***

Se toma como muestra la pyme “Rafic Herrera” de la ciudad de San Pedro de Jujuy, seleccionada mediante un muestreo no probabilístico. La misma fue seleccionada por conveniencia ya que se contó con la autorización de la empresa para utilizar su información a los fines de la investigación.

#### ***15.3. DETERMINACIÓN DE LA UNIDAD DE OBSERVACIÓN***

Se observa el área de finanzas de la pyme “Rafic Herrera” de la ciudad de San Pedro de Jujuy, con la colaboración del Cr. Cristian Herrera encargado de las finanzas de la empresa.

#### ***15.4. TIPO DE INVESTIGACIÓN***

- Finalidad: Según su finalidad es aplicada, ya que tiene como finalidad el mejor conocimiento y comprensión de las herramientas del mercado de capitales y su aplicación en la planificación financiera de corto plazo.
- Alcance temporal: Longitudinal prospectivo, porque se analiza la estructura financiera actual de la pyme “Rafic Herrera” de la ciudad de San Pedro de Jujuy y el impacto futuro de los cambios sugeridos.
- Profundidad: Según su profundidad, corresponde una investigación descriptiva y analítica. Luego de analizar las condiciones actuales de la

planificación de corto plazo de la empresa, se generan propuestas de mejora de acuerdo a los puntos críticos que se detecten.

- Amplitud: Según su amplitud es Microsociológicas, ya que se estudia puntualmente al Departamento de Finanzas de la empresa.
- Fuentes: Primarias, ya que los datos utilizados son de primera mano obtenidos mediante entrevistas al gerente financiero. Secundarias por medio del análisis documental de balances, estados de resultados, indicadores financieros y económicos de la PyME “Rafic Herrera” de la ciudad de San Pedro de Jujuy; y bibliografía específica e información de instituciones del Mercado de Capitales (como ser páginas web oficiales, portales de agendes de liquidación y compensación, INDEC, entre otros)
- Carácter: Cuantitativo/Cualitativo. Se observan variables numéricas y de políticas financieras a adoptar en la planificación a largo plazo.
- Marco: Es una investigación de Campo, ya que pretende estudiar la planificación financiera de corto plazo de una empresa en particular, de acuerdo a datos reales recolectados en la misma.
- Concepción de fenómeno: Nomotética ya que pretende dar explicaciones generales.
- La dimensión temporal corresponde a su aspecto sincrónico, ya que se realiza un análisis sistemático de las actividades financieras de una empresa.

### ***15.5. TIPO DE DISEÑO***

La investigación es de carácter cuantitativo y cualitativo y de tipo descriptiva porque la misma se basa en recoger y analizar información respecto al estudio de caso la pyme “Rafic Herrera” de la ciudad de San Pedro de Jujuy, su sector y entorno económico.

## **DIMENSIÓN DE LAS TÉCNICAS DE RECOLECCIÓN Y ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN**

### **16. FUENTES, MÉTODO Y TÉCNICAS DE RECOLECCIÓN Y ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN**

#### ***16.1 FUENTES***

La fuente primaria se trata de una entrevista realizada al encargado del área de Finanzas. La misma se trata de doce (12) preguntas abiertas en donde se analiza información general de la empresa, clientes, proveedores, competencia y ventajas competitivas, condiciones de compras y medios de pago utilizados, manejo de disponibles, y desafíos y conocimientos en finanzas por parte del entrevistado.

Las fuentes secundarias: Análisis documental de balances, estados de resultados, indicadores financieros y económicos de la empresa. Por otra parte, se consulta bibliografía específica y documentación de la temática.

#### ***16.2. MÉTODO PARA LA RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN***

Para la recolección de datos se utilizará el método que parte del análisis.

#### ***16.3. TÉCNICAS PARA LA RECOLECCIÓN DE DATOS***

Se realizarán una entrevista no estructurada al encargado del área financiera de la pyme en forma personal.

#### ***16.4. INSTRUMENTO***

- Computadora
- Papelería y elementos de librería
- Grabador

## **17. PLAN DE TABULACIÓN DE INFORMACIÓN**

Recolección de datos primarios obtenidos a través de las entrevistas personales.

Organización de la información en función de las dimensiones de las variables.

Análisis y síntesis de la información para arribar a las conclusiones.

## PRESENTACIÓN DE LA EMPRESA - “RAFIC HERRERA”

### 18. LA EMPRESA: RAFIC HERRERA – PRESENTACIÓN DE LA EMPRESA

“Rafic Herrera” es una empresa unipersonal situada en la ciudad de San Pedro de Jujuy Provincia de Jujuy; esta localidad es considerada segunda en orden de importancia después de la capital San Salvador de Jujuy, cuenta con 75 mil habitantes.

La empresa nace hace más de 35 años como una empresa familiar dedicada a la comercialización de calzado, indumentaria y artículos deportivos. Dirigida actualmente por la segunda y tercera generación familiar, y ha logrado convertirse en una de las principales tiendas comerciales de la ciudad en el rubro.



Cuenta con dos locales propios en el centro de la ciudad de San Pedro de Jujuy a sólo unas cuadras de la plaza principal General Manuel Belgrano; zona de mayor concentración comercial.



### ***18.1 RAFIC HERRERA - PRODUCTOS***

Rafic trabaja con dos líneas de productos. La primera compuesta por marcas de elite, reconocidas a nivel mundial como ser Nike, Adidas, Penalty y Topper. Esta línea está dirigida a un mercado que busca marca, calidad y confianza en el producto. Representa el setenta por ciento (70%) de las ventas.



La segunda línea está compuesta por productos más económicos, de buena calidad, pero orientados a clientes que ponderan el precio como una variable importante en la decisión de compra. Entre las marcas más reconocidas encontramos Umbro, Asics, Fila, entre otras.



### ***18.2 RAFIC HERRERA – COMPETENCIA***

La principal competencia de la marca a nivel local es Sporting. Inició sus actividades hace poco más de dos años y está ubicado a sólo una cuadra del local principal de Rafic Herrera.

Puede corroborarse con la pregunta realizada al entrevistado sobre los principales competidores, este comentó:

*“Nuestro principal competidor es el Sporting que abrió hace un par de años, desde su llegada sentimos un poco la caída de las ventas...”*

La ventaja competitiva más relevante de Rafic Herrera frente a Sporting es que ofrece a los clientes la posibilidad de comprar a través de créditos personales (representan el Treinta por ciento (30%) de las ventas); opción que no les otorga el competidor. Esto, sumado a la calidez del servicio y la tradición de más de 30 años de presencia en el mercado permitieron hacer frente a la apertura de la cadena.

El entrevistado al respecto menciona:

*“...lo principal es que nosotros vendemos a través de préstamos en conjunto con la financiera Creditop Plata. Muchos de nuestros clientes no están bancarizados y esta herramienta les permite comprar a plazo.... Sumado a la trayectoria de la familia en el rubro, hemos podido aminorar el impacto de la apertura de Sporting.”*

Otro competidor importante ya no a nivel local sino más bien comercial, son las ventas por Internet. El comercio electrónico viene mostrando un fuerte avance en los últimos años.

La industria del e-commerce generó ingresos por \$156.300 millones en Argentina en 2017, lo que representa un 53% de incremento respecto al año anterior<sup>15</sup>. De acuerdo al Informe de la Cámara Argentina de Comercio Electrónico 2017, nueve de cada diez personas encuestadas, realizó una compra alguna vez por medios electrónicos. Cinco de cada diez, realizaron una compra on-line en los últimos seis meses del año. Esto es un claro reflejo del avance que tiene en el comportamiento del consumidor la incorporación de nuevos canales de compra. De acuerdo al mismo informe las circunstancias que llevan a las personas a adquirir productos on-line son las siguientes:

- Pueden comprar en cualquier momento
- Es fácil de realizar
- Ahorro de tiempo
- Los productos se encuentran con mayor rapidez que en las tiendas físicas
- Los descuentos son mejores que en las tiendas físicas

Las desventajas que señalan sobre el proceso de compra son:

- No poder ver el producto
- Demoras en la entrega
- Desconfianza en el sitio del vendedor
- Requiere uso de tarjeta de crédito

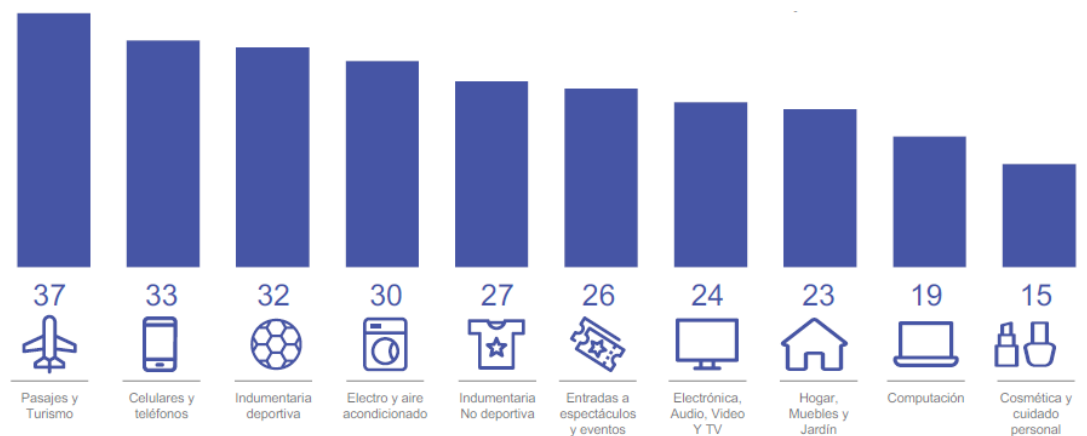
---

<sup>15</sup> Cámara Argentina de Comercio Electrónico

- Poca seguridad en los pagos/ manejo de datos
- Poca claridad en la transacción

Sin embargo, el uso de la tecnología va ganando terreno en la cotidianidad de las transacciones y las compras on-line van ganando terreno aceleradamente. Para Rafic Herrera representan una amenaza a mediano plazo sino tiene en cuenta estas tendencias de consumo. Más aún cuando analizamos la composición de las ventas on-line por categoría de productos donde la indumentaria deportiva ocupa el tercer lugar después de Turismo y Pasajes y Celulares y Teléfonos.

*Imagen 11: Ventas on-line por categoría de Productos 2017*



Fuente: Cámara Argentina de Comercio Electrónico

Frente a esta situación, Rafic Herrera comenzó a operar en plataformas de ventas como Mercado libre.

### **18.3 RAFIC HERRERA – PROVEEDORES**

Rafic Herrera adquiere productos directamente de los grandes distribuidores de cada marca. Así evita costos originados por intermediación y obtiene precios competitivos. Sus principales proveedores son:



Comercializa principalmente las marcas NIKE, ADDIDAS, REEBOK, UMBRO y FILA. Su central comercial se encuentra en Buenos Aires y tiene Centrales Industriales en Coronel Suarez y en el Dorado Misiones



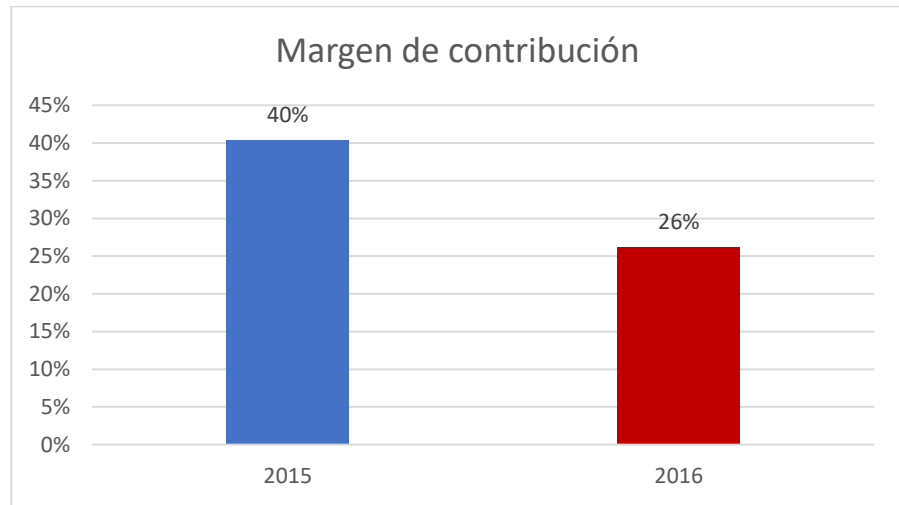
Comercializa marcas como CROCS, KAPPA, CITADIUM, entre otras. Su central Comercial se encuentra en Saladillo Provincia de Buenos Aires.

#### ***18.4 LA EMPRESA: RAFIC HERRERA – VARIABLES QUE AFECTAN LA GESTIÓN FINANCIERA***

##### *Política Comercial*

La política comercial de la empresa hasta el año 2016 se limitaba a la venta en locales comerciales. Para ello la empresa realizó una fuerte inversión adquiriendo dos locales comerciales estratégicamente ubicados en la ciudad de San Pedro y un depósito para almacenamiento. Ante una disminución de contribución marginal en el año 2016, la necesidad de incrementar las ventas y por consiguiente la rotación del stock; requirió cambios en la política comercial que se alineen con las nuevas tendencias del consumo.

Gráfico 1: Contribución marginal período 2015-2016



Fuente: Elaboración propia

A partir del año 2017 incorporó ventas a través de pequeños comercios para ampliar su mercado a pequeñas ciudades de Salta y Jujuy como ser Libertador General San Martín, Santa Clara, Palpalá, Oran, Pichanal, Embarcación, entre otros. Esto le permite a la empresa ingresar en nuevos mercados sin incurrir en costos fijos, teniendo en cuenta que los consumidores ya no se encuentran propensos a desplazarse geográficamente para adquirir productos como antes. Además, incorporó las ventas por internet a través de plataformas como Mercado Libre con el mismo objetivo y sin la necesidad de invertir en el desarrollo y diseño de una tienda online en una primera etapa.

Al respecto el Encargado Financiero menciona:

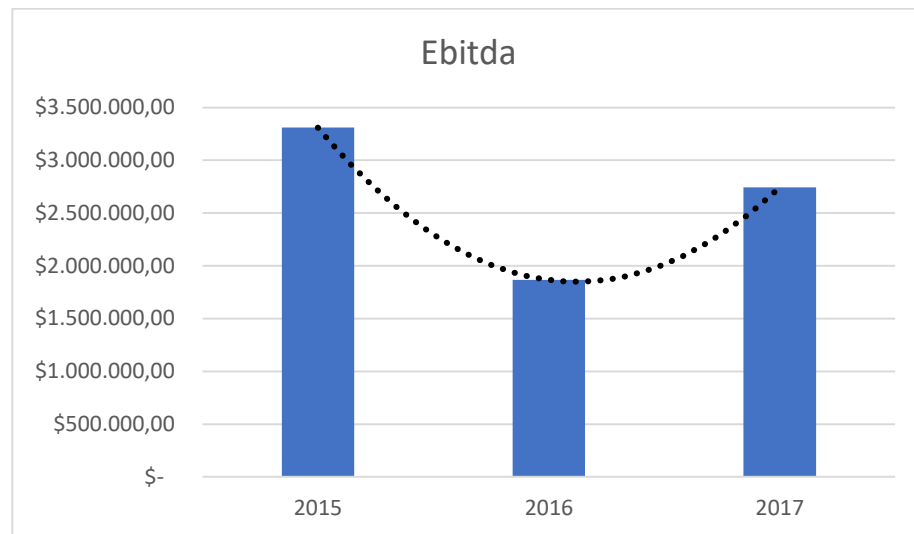
*“...También nos empezó a afectar las compras por Internet. Así que estamos empezando a utilizar plataformas de compra y venta para no perder mercado.”*

Estas medidas tuvieron un efecto positivo, permitiendo revertir la tendencia decreciente de sus resultados lo que tuvo un impacto positivo en el EBITDA<sup>16</sup> que culminó en valores superiores al año anterior.

---

<sup>16</sup> Ver glosario

Gráfico 2: EBITDA período 2015-2017



Fuente: Elaboración propia

#### *Administración y contabilidad*

La administración está a cargo del propietario, Ángel Rafael Herrera y su hijo, Cr. Cristian Herrera. Al estar constituido como una empresa unipersonal (persona física) no debe cumplir con los requerimientos contables de las sociedades comerciales. Cuenta, además, con el asesoramiento de un estudio contable encargado de la liquidación impositiva y de haberes.

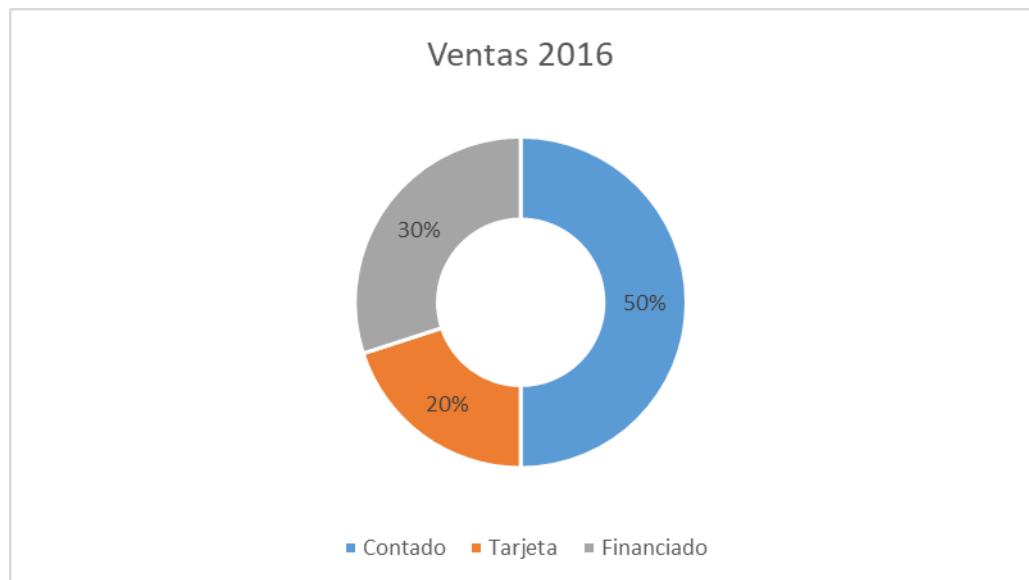
Tal como lo menciona el entrevistado:

*“Hoy el negocio se encuentra dirigido por mi padre, Ángel Rafael. Es una unipersonal, inscrita a nombre de mi papá. Y yo, me encargo de las cuestiones financieras administrativas y la contabilidad interna y además tenemos un contador externo que nos lleva el resto de las DDJJ.”*

En cuanto a los sistemas de información, los datos se cargan en planillas Excel y no se produce información financiera para la toma de decisiones. Las mismas se basan en la experiencia de la familia en el negocio y los aportes de las nuevas generaciones.

En relación a las cobranzas, el cincuenta por ciento (50%) de las ventas se realizan de contado. La política de cobro a plazo está íntimamente relacionada a las condiciones de las tarjetas de crédito y la financiera Sistemas Unificados de Crédito Dirigido S.A., cuyo nombre comercial es Creditop Plata; que, hasta el año 2017 representaban el otro cincuenta por ciento (50%) de ventas restante. Frente a estas condiciones la empresa cuenta con un limitado poder de negociación en cuanto a plazo de acreditación.

*Gráfico 3: Composición de ventas por medio de pago 2016*



Fuente: Elaboración propia

A partir del año 2017 se incorporan relaciones con comercios minoristas de las ciudades aledañas y se establece como política de cobro plazos de hasta noventa (90) días a través de cheques de pago diferido.

Gráfico 4: Composición de ventas por medio de pago 2017



Fuente: Elaboración propia

En cuanto al ciclo de pagos, se determina por las condiciones de las grandes marcas deportivas. En este sentido la empresa no cuenta con poder de negociación, debiendo abonar las compras al momento de solicitar los envíos.

#### *Ciclo operativo*

El hecho de que todas las compras deban abonarse de contado y que la empresa no cuente con ningún tipo de poder de negociación al respecto; provoca una particularidad en esta empresa. El ciclo operativo coincide con el ciclo de efectivo y su duración depende del medio de pago por el que opte el cliente.

- Período de Inventario Promedio

El período de inventario promedio es de 90 días, rotando la mercadería en el año un promedio de cuatro veces.

- Período cuentas por cobrar

Para el cálculo del período de cuentas por cobrar se pondera el peso del medio de pago utilizado por el cliente sobre el total de las ventas, por la cantidad de días de acreditación del efectivo.

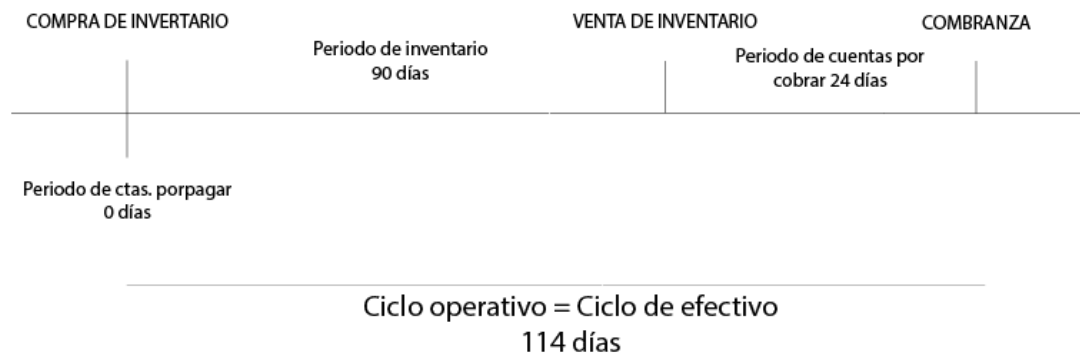
*Tabla 3: Período cuentas por cobrar promedio*

<b>Ventas 2017</b>		
<b>Detalle</b>	<b>% de ventas</b>	<b>Días de cobro</b>
Contado	41%	0
Tarjeta	16%	15
Financiado	25%	20
CPD	18%	90
Período de cuentas por cobrar prom.		<b>24</b>

Fuente: Elaboración Propia

Por lo tanto, el ciclo operativo promedio de la empresa es de 114 días y coincide con su ciclo de efectivo promedio.

*Imagen 12: Ciclo operativo actual*



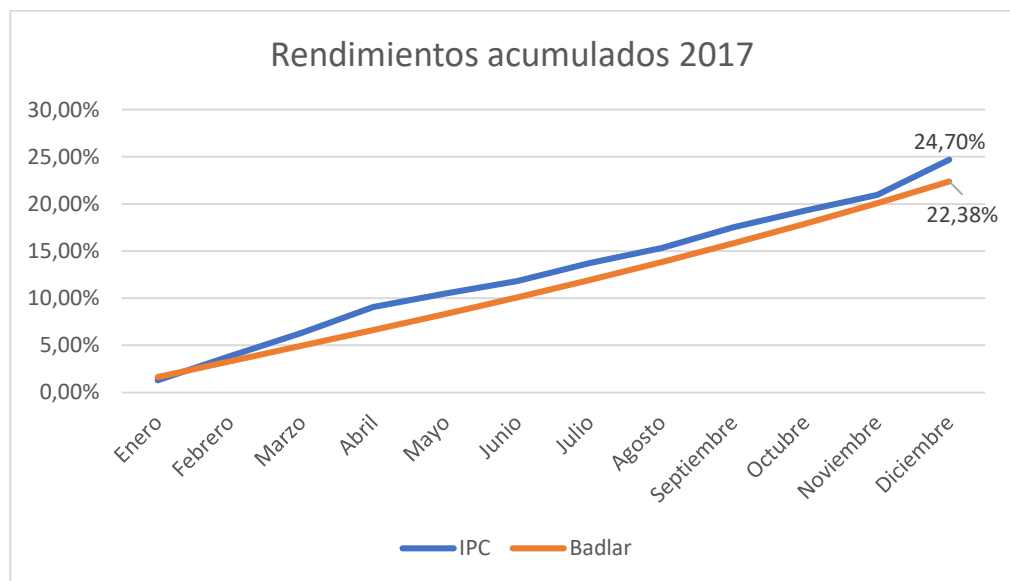
Fuente: Elaboración propia

### *Política de Inversión de disponibles*

La empresa tiene como estrategia de inversión aplicar los fondos disponibles en plazos fijos bancarios para amortiguar el efecto de la inflación y por consiguiente el aumento en los costos de la mercadería. Sin embargo, al comparar el índice de

precios al consumidor<sup>17</sup> con la tasa de plazo fijo promedio a lo largo del año 2017; se observa una pérdida del poder adquisitivo. En principio, para poder hacer frente a la inflación de costos, los disponibles deben invertirse en instrumentos que rindan por encima de la inflación. En otras palabras, la empresa invierte sus fondos a tasas negativas.

*Gráfico 5: Rendimiento tasa Badlar 2017 vs. IPC*



Fuente: Elaboración propia

### **18.5. DEBILIDADES DE LA GESTIÓN FINANCIERA**

De acuerdo al análisis de la administración y gestión financiera de la empresa y sus principales ciclos, se detectan las siguientes debilidades:

- La empresa debe abonar sus compras en el momento de realizar el pedido. Esto lo obliga a contar con el total del importe de la compra, y genera que su ciclo de efectivo sea igual a su ciclo operativo. Cualquier factor que altere

---

<sup>17</sup> El rendimiento de los disponibles, se deben comparar con la inflación de costos propios del negocio, sin embargo, dado que la empresa no mide este índice de manera regular se utiliza para el análisis el índice de precios al consumidor que es de público conocimiento.

su ciclo operativo, extendiendo el período de inventario o cobranzas impacta directamente en la situación financiera de la empresa.

- La incorporación de ventas mayoristas a locales del interior de Jujuy y Provincia de Salta para contrarrestar la caída de los márgenes provocó un incremento en las ventas y en el EBITDA pero al mismo tiempo impactó en el ciclo de cobranzas extendiéndolo de 9 días promedio a 23 días promedio.

Al respecto el entrevistado menciona:

*“El principal problema que tenemos es que realizamos el pago a nuestros proveedores de contado y cada vez se alargan los cobros a nuestros clientes. Esto es debido a que tuvimos bajas en los márgenes y nos tuvimos que ajustar por ese lado. Incorporamos la modalidad de ventas por mayor con comercios pequeños del interior de Jujuy y Salta y no nos queda más alternativa que ofrecerles plazo de pago hasta 90 días. Esto provoca que tengamos que hacer frente solos al monto total de compras sin ningún margen de negociación en las condiciones de pago.”*

- La empresa invierte sus disponibles en activos financieros que no permiten cubrirlos del proceso inflacionario.

Esto puede deducirse por el siguiente comentario del Entrevistado:

*“Hacemos plazos fijos a 30 días para tratar de amortiguar un poco el efecto inflacionario, tratamos de destinar la mayor cantidad de nuestro dinero, pero no podemos dejar todo inmovilizado por 30 días. También realizamos un fondo fijo con los gastos que tiene el negocio, luego en caja; dependiendo la recaudación pero no dejamos que pasen más de 5 días sin depositarlo en la cuenta corriente, y el resto bueno queda en la cuenta bancaria en caso de que lo necesitemos.”*

## 19. ACTUALIDAD – HERRAMIENTAS DE FINANCIACIÓN E INVERSIÓN PYME EN EL MERCADO DE CAPITALES ARGENTINO

### 19.1 FINANCIAMIENTO

El Mercado de Capitales argentino muestra en el transcurso del año 2017, una rápida recuperación en el ámbito de la negociación de instrumentos para las pequeñas y medianas empresas. De acuerdo con un informe que publica la Comisión Nacional de Valores<sup>18</sup> el financiamiento acumulado a septiembre de 2017, fue superior en un 30% al del mismo período año anterior. “*La variación interanual del financiamiento acumulado entre enero y septiembre respecto del año anterior evidenció un aumento de 17% en dólares. Adicionalmente, el crecimiento con respecto al mismo período del año 2007 alcanzó el 370% medido en la misma moneda, valor que representa un crecimiento promedio geométrico anual de 16,7%.*”

Gráfico 6: Evolución del Financiamiento PyME en el mercado de capitales



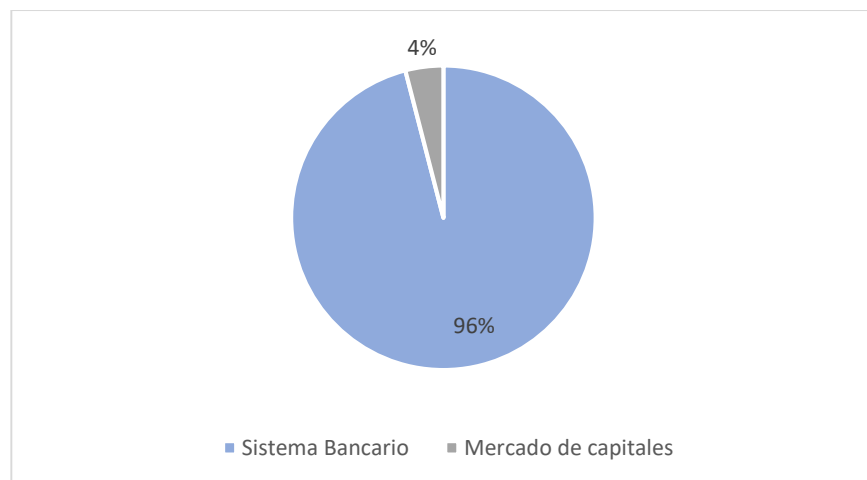
Fuente: CNV

Si bien son cifras alentadoras aún son muy bajas ya que, El financiamiento bancario para PyMEs, correspondiente a los meses enero-septiembre de 2017 se incrementó

<sup>18</sup> Comisión Nacional de Valores – *Informe Trimestral de Financiamiento Pyme*. (Junio 2017)

un 59% respecto al mismo período del año previo, mientras que el financiamiento en el mercado de capitales se incrementó un 30%, no alterando significativamente su participación en el total, que oscila en torno del 4%. Según un informe del Instituto de Estudios Económicos sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (Ieral), “*la falta de información sobre el funcionamiento del sistema bursátil y la reticencia a presentar datos contables de la empresa son las principales razones por las cuales las pymes se acercan tímidamente al Mercado de capitales. El bajo nivel de acceso se explica por el desconocimiento de los empresarios, hay problemas con la informalidad o con la exigencia de niveles de organización adecuados dentro de la empresa. La trayectoria también puede ser una restricción en el caso de aquellas firmas que buscan financiamiento de mediano o largo plazo*”<sup>19</sup>.

Gráfico 7: Distribución del financiamiento según sistema financiero

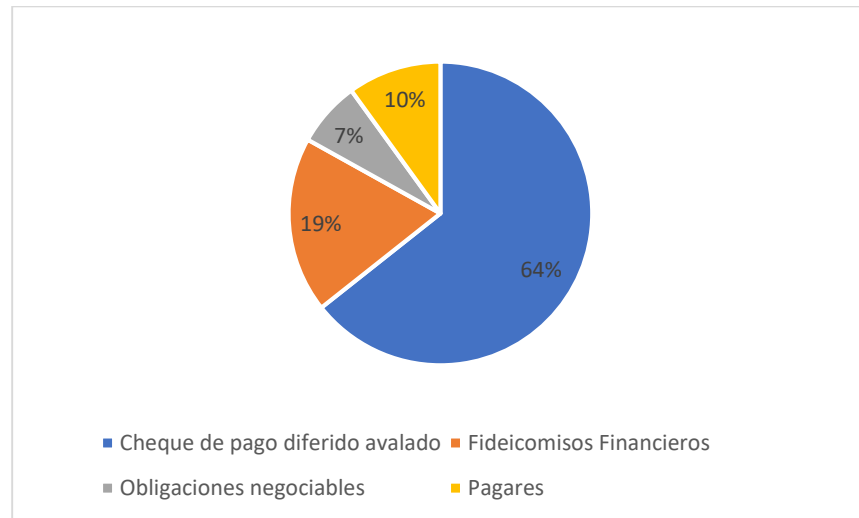


Fuente: CNV

Una de las principales herramientas que han logrado acercar a la PyME al mercado de capitales es la negociación de cheques de pago diferido avalados por SGR; alcanzando una participación del 72% sobre el total negociado.

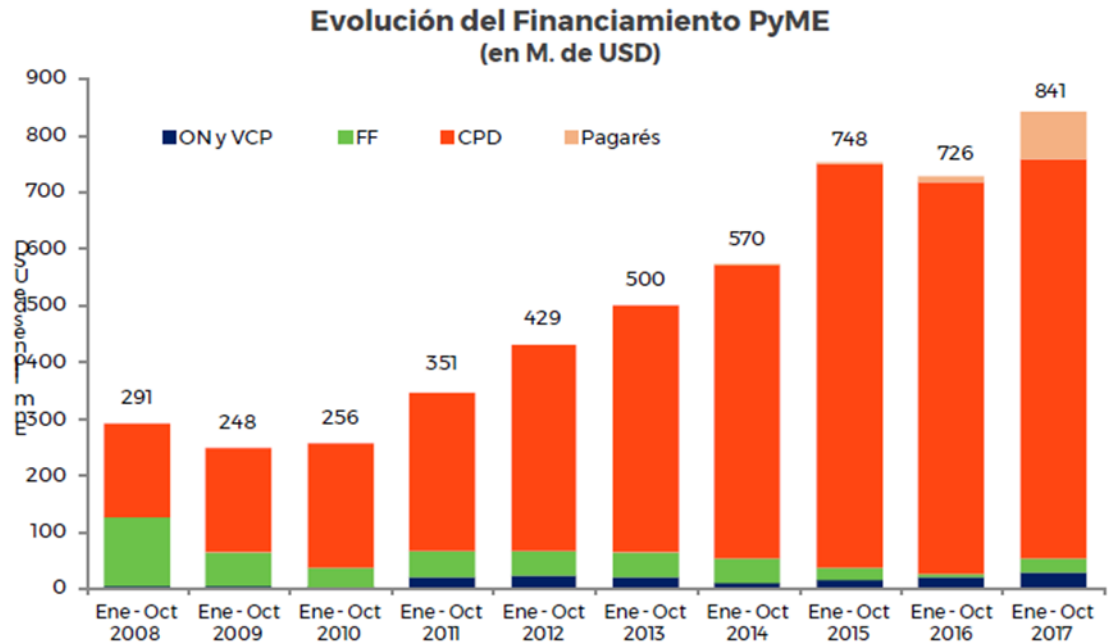
<sup>19</sup> IERAL – Informe sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana. (Agosto 2016).

Gráfico 8: Total negociado por instrumento 3º trimestre 2017



Fuente: CNV

Esto permite a las pequeñas y medianas empresa negociar no sólo cheques de terceros con vencimientos de hasta 360 días (usualmente los bancos sólo aceptan hasta plazo máximo 180 días); sino que además le permite descontar cheques propios, lo que se configura en un préstamo de corto plazo aplicable a cualquier destino, incluso capital de trabajo. Estos cheques se encuentran avalados por una Sociedad de Garantía Recíproca, los que les brinda respaldo y confiabilidad para el inversor. La participación de los cheques de pago diferido en el total del monto negociado por las PyMEs en el mercado fue históricamente representativo dada su simplicidad y el hecho de que su operatoria en la percepción de la PyME es similar al descuento en el sistema bancario

Gráfico 9: *Financiamiento por instrumentos periodo ene- oct 2008-2017*

Fuente: Instituto Argentino de Mercado de Capitales

Por todo lo anteriormente expuesto es de vital importancia trabajar en la difusión y acercamiento de las PyMEs al mercado de capitales; como alternativa complementaria al financiamiento del sector bancario.

### ***19.2 RAFIC HERRERA – HERRAMIENTAS DISPONIBLES PARA FINANCIAR SU CICLO DE EFECTIVO***

La empresa Rafic Herrera es una unipersonal, por lo tanto, está inscripto bajo la figura de Responsable Inscripto. Este hecho limita en parte sus posibilidades de emitir ciertos instrumentos de deuda en el mercado de capitales, como por ejemplo Obligaciones Negociables, que sólo pueden ser emitidas por sociedades anónimas o sociedades de responsabilidad limitada. Sin embargo, aún cuenta con dos valiosas alternativas que le permiten financiar su ciclo de efectivo:

- Cheques de Pago Diferido Propios Avalado
- Cheques de Pago Diferido de Terceros Avalado

Ambos instrumentos cuentan con el aval de una Sociedad de Garantía Recíproca y en la actualidad encuentran un mercado muy líquido para su negociación a tasas de mercado accesibles (28,03% Tasa Nominal Anual Promedio octubre 2017) si tomamos de referencia la tasa que pagan activos financieros como las Letras del Banco Central (26,5% Tasa Nominal Anual Promedio licitación octubre 2017)<sup>20</sup>. En otras palabras, estos instrumentos le permiten a la empresa financiar su ciclo de efectivo a un diferencial de sólo ciento cincuenta (150) puntos básicos superior a la tasa que, por la entidad que los origina, pueden considerarse como tasa libre de riesgo de referencia para nuestro país.

En este sentido y teniendo en cuenta que la principal debilidad en la gestión financiera de la empresa es la circunstancia de que debe abonar la totalidad de las compras de contado; estas herramientas le permiten diferir el pago hasta 360 días.

### ***19.3 INVERSIÓN***

En materia de inversiones, el año 2017 fue extraordinario, tanto para instrumentos de renta fija como de renta variable. En términos de volúmenes negociados, en diciembre del 2017 la totalidad de los instrumentos negociados en pesos en la bolsa superó en un setenta por ciento (70%) al año anterior.

---

<sup>20</sup> Anexo 4: Resultado de licitación Lebacks octubre 2017

Tabla 4: Comparativo Volumen negociado en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires<sup>21</sup>.

<b>VOLUMEN NEGOCIADO (cifras en \$)</b>			
<b>PRIORIDAD PRECIO-TIEMPO</b>	<b>Diciembre 2017</b>	<b>Noviembre 2017</b>	<b>Diciembre 2016</b>
Acciones	13,223,757,881	12,820,166,393	5,503,694,614
Cedears	322,567,256	250,917,307	178,980,122
Títulos Públicos	101,391,089,194	88,345,821,818	59,868,604,745
Obligaciones Negociables	1,067,617,684	680,053,843	1,067,412,438
Fideicomisos Financieros	293,729,643	450,125,257	216,003,546
Certificados de Participación	59,552,133	118,198,860	44,989,248
Valores de Deuda Fiduciaria	234,177,510	331,926,397	171,014,298
Fondos Comunes Cerrados	65,032,500	1,733,820	
Cauciones y Pases	23,619,116,209	26,965,983,133	15,211,291,271
Opciones	491,259,682	349,186,764	228,555,240
Préstamos	1,324,566,800	1,997,461,395	861,809,706
<b>TOTAL PRIORIDAD PRECIO-TIEMPO</b>	<b>141,798,736,849</b>	<b>131,861,449,730</b>	<b>83,136,351,682</b>
Ejercicios	865,459,185	27,818,262	392,746,244

Fuente: Informe mensual IAMC

Visto desde el punto de vista de los índices bursátiles, se llega a la misma conclusión. Si observamos la evolución interanual del Burcap, Meerval y el M.AR; mostraron al 31 de diciembre del 2017 un incremento interanual entre el 74% y el 95%.

Tabla 5: Índices bursátiles al 31 de diciembre de 2017<sup>22</sup>

<b>31 de Diciembre de 2017</b>	<b>Bolsa</b>	<b>Burcap</b>	<b>Merval</b>	<b>M. AR</b>
Valor	1.307.017,09	85.981,27	30.065,61	29.844,78
Var. % mensual	14,06	15,19	11,75	12,72
Var. % desde 31.12.16	74,91	82,58	77,72	95,65
Var. % Interanual	74,91	82,58	77,72	95,65
<b>Máximo desde 31.12.16</b>	<b>1.308.299,3</b>	<b>86.152,8</b>	<b>30.065,6</b>	<b>29.844,8</b>

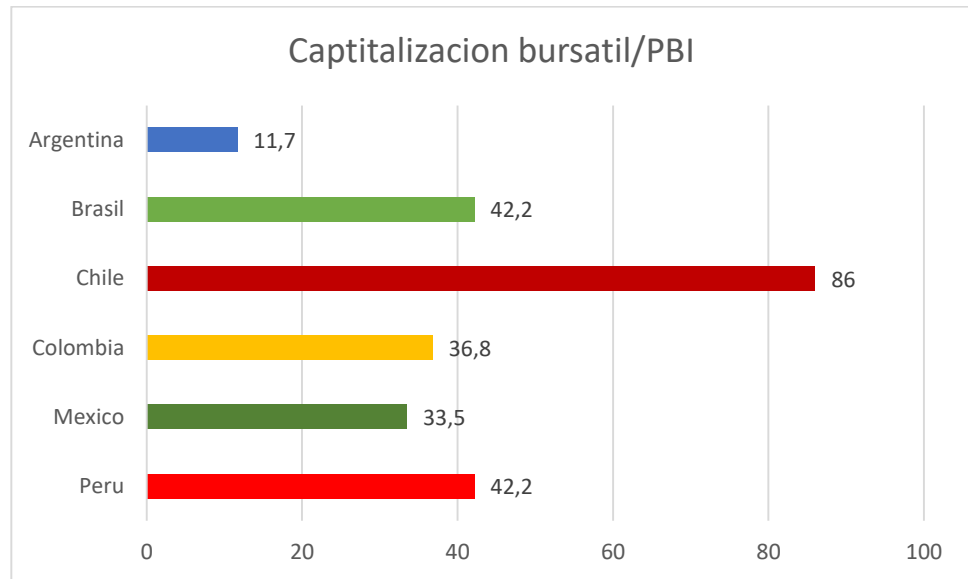
Fuente: Informe mensual bolsar diciembre 2017

<sup>21</sup> Ver Anexo 5: Informe IAMC

<sup>22</sup> Ver Anexo 6: Informe Bolsar

A pesar del gran crecimiento del mercado, aún sigue siendo pequeño en comparativa con los demás países de la región. En términos de capitalización bursátil sobre PBI, Argentina se encuentra por debajo del 12%, mientras que Brasil supera el 40% y Chile lidera la región con el 86%

*Gráfico 10: Capitalización Bursátil como porcentaje sobre el PBI año 2016*



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial

La principal razón de esto es que Argentina desde el año 2009 se encuentra calificado por MCSI<sup>23</sup> como un mercado fronterizo, siendo el único de los cinco países analizados en el gráfico anterior perteneciente a dicho mercado. En 2017 tanto el Gobierno como los analistas económicos esperaban que el país sea recalificado a mercado emergente como resultado de los cambios en su modelo económico. Sin embargo, debido a falta de legislaciones y a un contexto político volátil; la calificadora de riesgo estadounidense decidió no incluir a Argentina en su lista de mercados emergentes, donde los demás países de la región forman parte. Al ser considerado país fronterizo, los grandes fondos de inversión extranjeros que

---

<sup>23</sup> Ponderador estadounidense de fondos de capital inversión, deuda, índices de mercados de valores, de fondos de cobertura y otras herramientas de análisis de carteras

brindarían mayor volumen al mercado no están habilitados a invertir dado el nivel de riesgo que esto representa. Se estima que si Argentina formara parte de del grupo de mercados emergentes ingresarían alrededor de U\$S 5.500 Millones según un informe de J.P. Morgan<sup>24</sup>.

Luego de la victoria por parte del oficialismo en octubre de 2017 y con la nueva ley de mercado de capitales a punto de ser aprobada, se espera que en el año 2018 el país pueda ingresar nuevamente al mercado de países emergentes, apalancando su crecimiento.

En cuanto a la industria de los fondos comunes de inversión, según CAFCI (Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión) la cantidad de aperturas de cuentas realizada en el año 2017 fue 216.423, correspondiendo 203.131 a personas físicas, registrando un crecimiento superior al 100%. Esto es muy importante, ya que una función importante de los FCI es permitir a los inversores minoristas, que no poseen gran capital, poder invertir en una cartera amplia de activos bursátiles, mejorando su rentabilidad y ayudando a generar el principal motor de la inversión, el ahorro.

*Gráfico 11: Evolución del Patrimonio de los fondos comunes de inversión*



Fuente: Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión

<sup>24</sup> Anexo 7: Nota Ámbito Financiero 18/02/2018

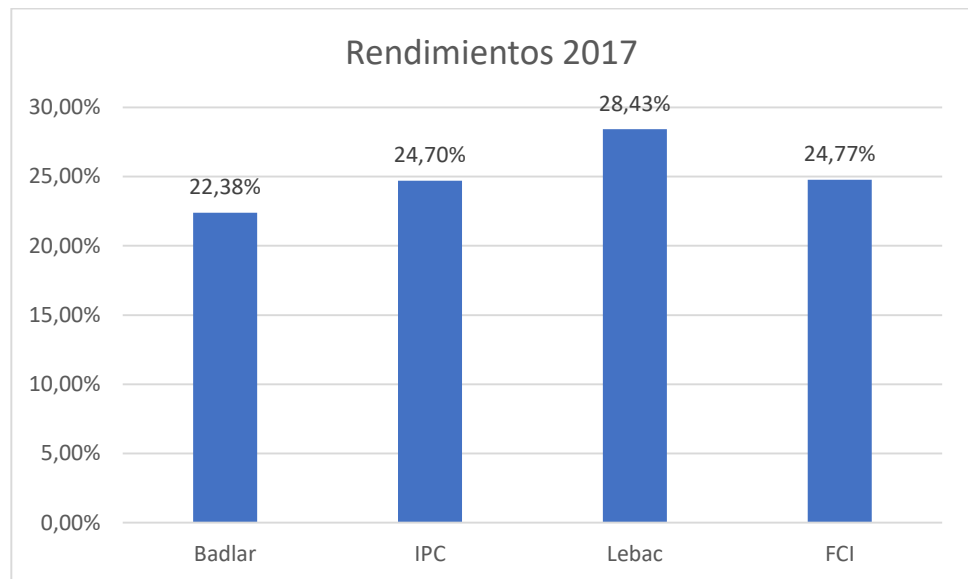
En síntesis, el mercado se encuentra en crecimiento y brinda a las personas físicas opciones para invertir de acuerdo con su perfil de aversión al riesgo y utilidad esperada sin la necesidad de ser grandes inversores.

#### ***19.4 HERRAMIENTAS DE INVERSIÓN PARA RAFIC HERRERA***

Rafic Herrera tiene un marcado perfil conservador. En otras palabras, busca estabilidad patrimonial, conservar el valor adquisitivo de su dinero en períodos inflacionarios mediante instrumentos de bajo riesgo. De acuerdo al perfil, lo indicado es invertir en activos sin volatilidad y de renta fija. En este sentido, las Letras del Banco Central de la República Argentina (popularmente conocidas como Lebac), son la mejor alternativa si se evalúa la relación riesgo vs. rendimiento. Ahora bien, la empresa puede optar por invertir en el instrumento directamente ya sea en licitación primaria o en el mercado secundario; o hacerlo a través de algún fondo común de inversión cuyo patrimonio esté integrado principalmente por este tipo de títulos. La decisión de por cuál alternativa optar depende principalmente del tiempo en el que necesitará los fondos y las perspectivas que tenga del comportamiento de las tasas en el futuro. El primer factor, el tiempo, es importante dado los costos de transaccionar en el mercado secundario de Lebac vs los costos de administración del fondo. El segundo factor, el comportamiento de la tasa en el futuro es importante dado que, si hay perspectivas de tasas a la baja, el FCI tiene a mantener rendimientos más altos en el futuro dado que su cartera se confirma por Lebac de diferente duración y de obligaciones negociables Badlar, que por lo general estos títulos son más inelásticos antes las bajas de tasas.

Sea cual fuere la opción que escoja la empresa, ambas alternativas a lo largo del año 2017 rindieron por encima de la inflación obteniendo así tasas de rentabilidad positivas.

*Gráfico 12: Rendimientos 2017 de inversiones vs. IPC*



Fuente: Elaboración propia según datos del BCRA y la CAFCI

## **20. HERRAMIENTAS DEL MERCADO DE CAPITALES: SUGERENCIAS Y SU IMPACTO EN LA GESTIÓN FINANCIERA DE RAFIC HERRERA**

### **20.1 HERRAMIENTAS DE FINANCIACIÓN - SUGERENCIAS**

La utilización de herramientas de financiamiento del mercado de capitales por parte de la empresa tiene el objetivo de flexibilizar y acotar su ciclo de efectivo. Para poder negociar estos valores, se solicita a una Sociedad de Garantía Recíproca que realice un análisis crediticio de la empresa y le asigne un monto o calificación tanto para cheques propios como de terceros. Para el análisis posterior se presentará como supuesto que se le asignó a la empresa una calificación para negociar cheques propios por el valor de una compra de inventario trimestral y cheques de terceros equivalente a 6 meses de ventas. En este sentido la negociación de cheques de pago diferido en el mercado impacta directamente en este ciclo, de la siguiente manera:

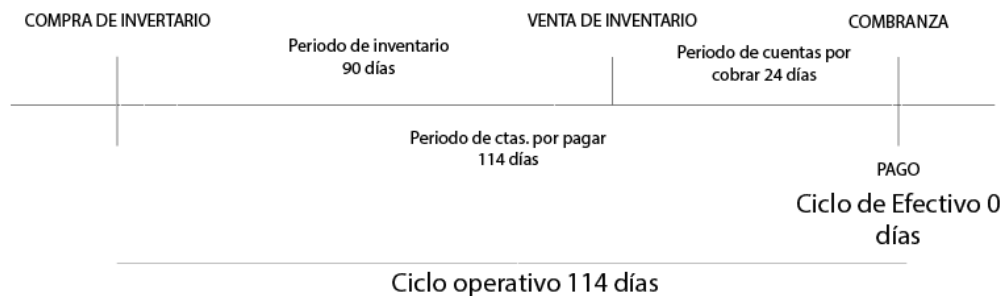
### *Cheques Propios*

Permiten emitir cheques de acuerdo a las condiciones que establezca la empresa en cuanto a monto y plazo, siempre dentro de los límites establecidos (calificación y plazo máximo de 360 días). En este caso y dado el supuesto que se le permite financiar un trimestre de compras; la empresa puede optar por financiar la totalidad de la compra a través del instrumento y el plazo sugerido equivale a su ciclo de caja que se encuentra dentro del rango máximo de plazo de negociación (360 días).

De acuerdo con lo analizado anteriormente, sin herramientas de financiación el ciclo operativo de la empresa era de 114 días y equivalía a su ciclo de efectivo (ver Imagen N° 12).

Emitiendo un cheque propio equivalente (una vez descontado) al valor de la compra a realizar a 114 días, el período de cuentas por pagar se extiende a 114 días y la empresa reduce su ciclo efectivo a cero. En otras palabras, deberá abonar las compras una vez que haya vendido y cobrado el inventario.

*Imagen 13: Ciclo Operativo – Impacto de negociación de cheques propios*



Fuente: Elaboración Propia

Teniendo en cuenta que el costo promedio de descuento de cheques en el mercado (tomando octubre 2017 como mes muestra) es de 28.03% TNA y el IPC anual 2017

alcanzó el 24.07%; la empresa obtendría total flexibilidad financiera en su ciclo de efectivo a una tasa real de endeudamiento del 4% anual<sup>25</sup>.

### *Cheques de terceros*

Otra alternativa es descontar los cheques de terceros que la empresa tiene en cartera. Las desventajas de esta herramienta frente a los cheques propios radican principalmente en que la empresa no puede elegir libremente las condiciones del valor a negociar, por lo que no otorga tanta flexibilidad para impactar y reducir el ciclo de efectivo de la empresa. Además, operativamente el proceso es más lento dado que la empresa antes de poder negociar los valores debe enviarlos a la Sociedad de Garantía Recíproca para su calificación. Por último, en general las SGR establecen límites de atomización por librador, pudiendo restringir la operatoria en el caso de contar con un cliente importante en cartera.

A pesar de ello, no deja de ser una herramienta útil para el caso que el monto asignado de cheques propios no sea suficiente para cubrir el ciclo de efectivo por completo.

Recordamos que el 18% de las ventas la empresa las realiza a través de cheques de pago diferido; puede descontar estos valores en el mercado de capitales. De esta manera su ciclo promedio de cuentas por cobrar disminuye de 24 días promedio a 8 días promedio.

---

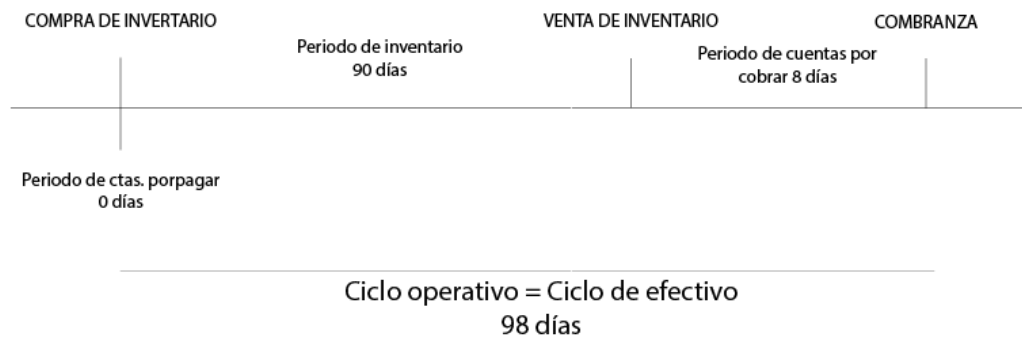
<sup>25</sup> Para el cálculo se toma de referencia la metodología aplicada por el BCRA para el cálculo de la tasa real al descontar la inflación núcleo a la tasa de Lebac para el IPOM enero 2018 (Ver detalle en Anexos)

*Tabla 6: Período cuentas por cobrar – Impacto negociación de cheques de terceros*

Ventas 2017		
Detalle	% de ventas	Días de cobro
Contado	41%	0
Tarjeta	16%	15
Financiado	25%	20
CPD	18%	0
Periodo de cuentas por cobrar prom.		7,36

Fuente: Elaboración Propia

*Imagen 14: Ciclo operativo – Impacto descuento de cheques de terceros*



Fuente: Elaboración Propia

En cuanto al costo financiero, la tasa de descuento de cheques de terceros es equivalente a la de cheques propios. Esto se debe a que, al estar avalados por un SGR, el riesgo que reconoce el mercado y por ende asigna tasa es el de la SGR quién respaldará el cheque y no la del librador de este.

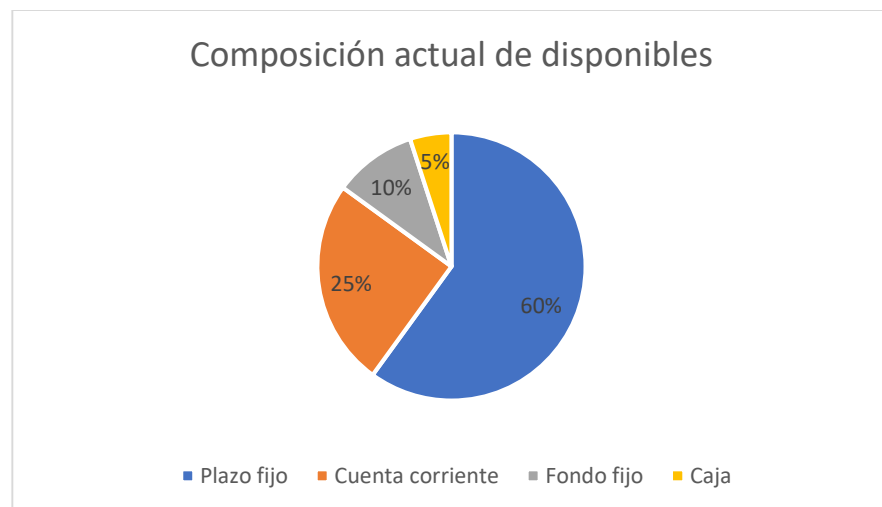
En síntesis, ambas herramientas permiten a la empresa reducir o incluso eliminar el ciclo de efectivo brindándole flexibilidad financiera, apalancamiento y por consiguiente agregado de valor.

## 20.2 HERRAMIENTAS DE INVERSIÓN - SUGERENCIAS

La actual estructura de inversiones de la PyMe Rafic Herrera, se encuentra conformada solamente por plazos fijos a treinta (30) días. Para invertir en este instrumento, deben inmovilizar treinta (30) días el capital sin posibilidad de poder retirarlo hasta que concluya la fecha. Por este motivo, la empresa no realiza una adecuada administración de sus inversiones, dejando gran parte de sus disponibles como saldos a la vista en su cuenta corriente. Además, tiene la política de realizar un fondo fijo que repone semanalmente, dedicado a cubrir pagos menores o necesidades de liquidez.

Según el Cr. Cristian Herrera, hijo de dueño y encargado del área financiera, en promedio a lo largo del año distribuye sus disponibles de la siguiente manera:

*Gráfico 13: Composición de cartera actual de disponibles*



Fuente: elaboración propia

En la estructura actual el cuarenta por ciento (40%) de sus fondos líquidos se encuentran ociosos, sin redituarse a la empresa rendimiento.

Teniendo en cuenta esta información, una cartera sugerida para la empresa que se ajuste a sus necesidades y perfil de aversión al riesgo conservador, se compone de la siguiente manera:

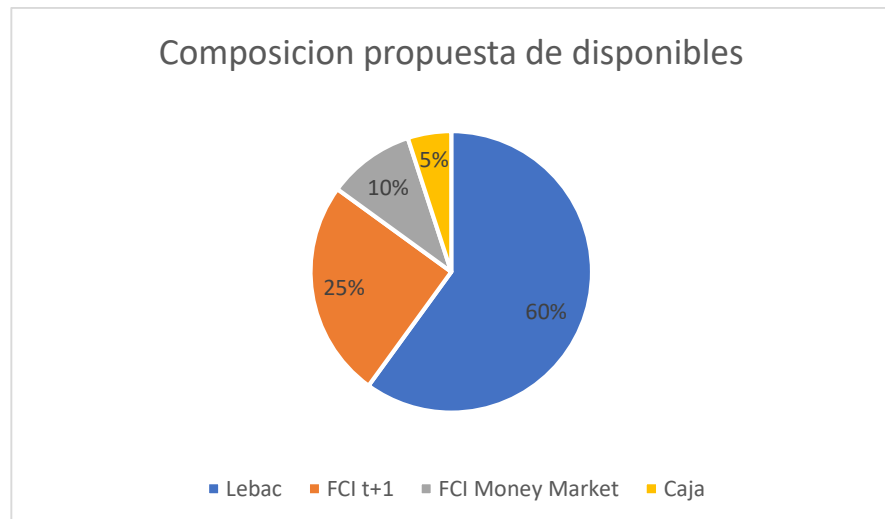
Mantener la estructura de inmovilización de la mayoría de los disponibles en instrumentos de corto plazo, reemplazando el plazo fijo por Lebac que posee una tasa de interés mayor y tienen un menor riesgo crediticio. Debido que el plazo más corto de Lebac varía de veintiocho (28) a treinta y cinco (35) días, aunque se pueden vender en el mercado secundario y disponer de sus fondos en cualquier momento, el costo de realizar esta operación reeditaría una tasa de interés menor a la de un fondo común de inversión, que no tiene comisiones ni de suscripción ni de rescate.

El dinero en cuenta corriente que dispone para operaciones menores a treinta (30) días, invertirlo en un fondo común de inversión de plazo fijo o T+1, en el cual se pueden realizar rescates con demora veinticuatro (24) horas hábiles.

Por último, gestionar el fondo fijo a través de un fondo money market o mercado de dinero, el cual tiene un rendimiento menor a los dos (2) últimos, pero posee rescate inmediato. De esta manera, ante cualquier eventualidad se podría disponer del dinero de forma ágil.

Los disponibles quedarían distribuidos de la siguiente manera:

*Gráfico 14: Propuesta de utilización de fondos disponibles*



Fuente: Elaboración propia

Haciendo una comparativa sobre los fondos actuales y los disponibles y considerando que la mayoría del dinero inmovilizado debe generar interés a la Pyme; obtenemos lo siguiente:

*Tabla 7: Rendimiento de Inversión actual*

<b>Estructura de inversiones actual</b>		
Instrumento	Ponderación	Rendimiento
Plazo fijo	60%	22,38%
Cuenta corriente	25%	0,00%
Fondo fijo	10%	0,00%
Caja	5%	0,00%
<b>Total</b>		<b>14,14%</b>

Fuente: Elaboración Propia

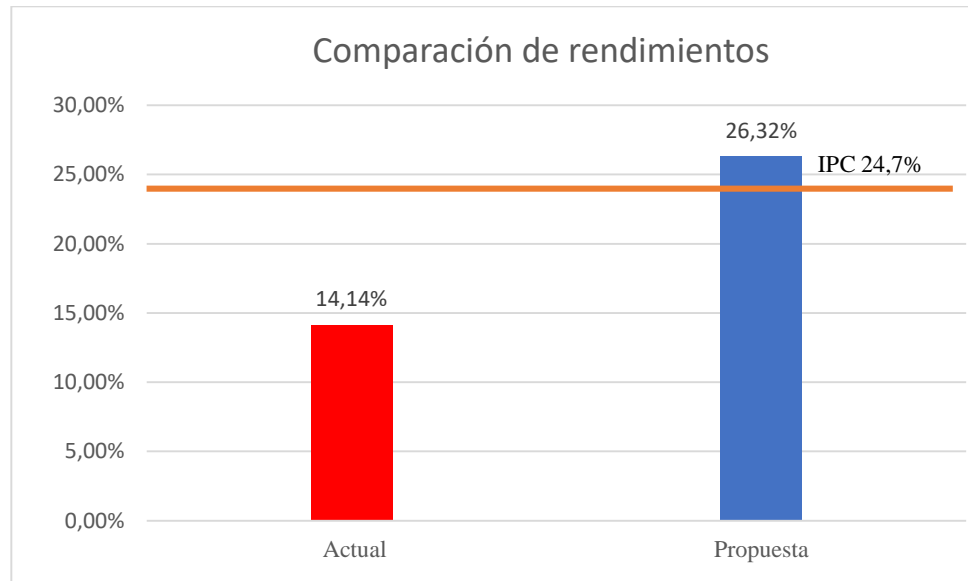
*Tabla 8: Rendimiento de Inversión sugerida*

<b>Estructura de inversiones propuesta</b>		
Instrumento	Ponderación	Rendimiento
Lebac	60%	28,43%
FCI t+1	25%	24,77%
FCI Money Market	10%	17,55%
Caja	5%	0,00%
<b>Total</b>		<b>26,32%</b>

Fuente: Elaboración Propia

Ponderando los rendimientos en ambos casos, en la propuesta de estructura de inversiones se obtienen ampliamente mejores resultados, con la implementación de herramientas del mercado de capitales

Gráfico 15: Comparación de rendimientos de carteras de inversión



Fuente: Elaboración Propia

De esta manera logramos maximizar el rendimiento de los disponibles, mejorando la rentabilidad de la empresa y volviéndola más competitiva. Además, como el rendimiento de la cartera sugerida superó el índice de precios al consumidor; si la empresa modifica su política de inversión estaría creando valor a tasas positivas.

## CONCLUSIONES

Las pequeñas y medianas empresas enfrentan desafíos enormes para poder prosperar y convertirse en grandes empresas. Ya no es suficiente contar con un buen producto o servicio. Un mercado sumamente competitivo, sumado a las cambiantes tendencias de consumo marcadas por los avances de la tecnología, obligan a las empresas a especializarse y profesionalizarse para poder sobrevivir. Si a esto se le suma que Argentina es un país con marcados ciclos económicos de fuerte crecimiento y fuertes recesiones, con elevado déficit fiscal, altos niveles de inflación, entre tantos otros factores; se profundiza la complejidad del entorno en donde deben desarrollar sus negocios. En este contexto, la gestión financiera cobra una relevancia enorme dado que debe otorgar a las empresas la flexibilidad necesaria para reaccionar frente a las amenazas del entorno.

El presente trabajo de investigación tiene como meta acercar a la empresa en estudio alternativas que permitan mejorar su salud financiera y así poder apalancar su crecimiento generando valor para el negocio. Esto se espera resulte de la aplicación de herramientas del mercado de capitales, entendiendo que es un motor fundamental para el desarrollo de las economías.

De esta manera se buscó detectar debilidades que enfrenta la gerencia en cuanto a los aspectos financieros, analizar las herramientas para pequeñas y medianas empresas que están disponibles en el mercado según el perfil de la empresa y su condición de unipersonal. Luego se analizó cómo estas herramientas impactan en los diferentes indicadores de gestión.

Para detectar las debilidades que enfrenta la empresa se realizó un análisis de todas las variables que afectan la gestión financiera de corto plazo, haciendo hincapié en los aspectos más sensibles que determinan su ciclo de efectivo. El estudio de la información contable y de todos aquellos datos que se recolectaron a partir de la entrevista con los propietarios permitieron detectar las siguientes debilidades:

- La empresa no posee poder de negociación frente a sus proveedores debiendo abonar la totalidad de sus compras al momento de realizar los pedidos. Esta circunstancia obliga a la empresa a mantener altos niveles de disponibles y la expone frente a la depreciación de la moneda y el aumento de costos.

- Las condiciones de ventas y los márgenes de contribución se vieron afectados por las condiciones de mercado de los últimos años. La empresa debió extender los plazos de cobranzas para no perder nivel de ventas que profundice la pérdida de valor ocasionada por la caída de la contribución marginal.
- Las tendencias de consumo on-line profundizaron estas circunstancias acotando el margen de maniobra.
- Los niveles de inflación impactaron en el nivel adquisitivo de las reservas dado que se invierten a tasas negativas (plazo fijo bancario a treinta días)

Todos estos factores conllevan a la empresa a sobrevivir con un flujo de caja extenso equivalente al total de su ciclo operativo.

A partir de esta realidad se buscaron herramientas del mercado de capitales que permitan mejorar esta situación y que puedan aplicarse en el corto plazo sin necesidad de modificar la estructura societaria. Se concluyó que el mercado se encuentra en expansión y ofrece importantes alternativas concretas tanto de financiamiento como de inversión. Se destacan los siguientes instrumentos:

- Para el financiamiento del ciclo de efectivo
  - ✓ Negociación de Cheques de Pago Diferido Propios
  - ✓ Negociación de Cheques de Pago Diferido de Terceros
- Para inversión: se sugiere a la empresa una cartera equilibrada de acuerdo a sus obligaciones y necesidades de liquidez compuesta por:
  - ✓ Letras del Banco Central (Lebacs) de corto plazo
  - ✓ Fondos Comunes de Inversión de plazo fijo
  - ✓ Money Markets

La aplicación de estos instrumentos que se encuentran disponibles para la empresa permitió demostrar que no sólo le brindan flexibilidad financiera a la empresa, sino que le permiten generar valor y resguardarse de las amenazas del entorno.

Se destaca la importancia de que las empresas incorporen políticas de gestión financiera de corto plazo para evitar sorpresas y tener que destinar tanto tiempo a la gestión bancaria o la cobertura de cámaras.

Por otro lado, respondiendo a los fines de la investigación se logró cumplir con el objetivo general planteado: *“Analizar cómo influyen las herramientas del mercado de capitales en la gestión financiera de corto plazo de la empresa “Rafic Herrera” de la ciudad de San Pedro de Jujuy, provincia de Jujuy en el año 2017.”*

Y comprobar la hipótesis de trabajo:

*“Las herramientas del mercado de capitales mejoran el desempeño de la gestión financiera de corto plazo de la PyME “Rafic Herrera” de la ciudad de San Pedro de Jujuy en el año 2017, ya que permiten dar rendimiento a los disponibles sin afectar la liquidez y tomar deuda de manera ágil y sin destruir valor.”*

En conclusión, el mercado de capitales argentino ofrece hoy muchas oportunidades para mejorar la performance de las empresas en cuanto a la gestión financiera. El desconocimiento por parte de las empresas es una barrera que tanto el gobierno, como los organismos vinculados e incluso las entidades educativas deben trabajar en conjunto. De esta manera contribuiremos entre todos a ayudar a que nuestros empresarios puedan enfocarse en lo importante y no sólo en lo urgente.

## SUGERENCIAS

El trabajo de tesis ha demostrado cómo las herramientas que el mercado de capitales ofrece a las pequeñas y medianas empresas, impacta favorablemente en la gestión del capital de trabajo. En este sentido, se sugiere lo siguiente:

Respecto a las herramientas de financiamiento, presentar la empresa a diferentes Sociedades de Garantía Recíproca a fin de obtener calificación para negociar cheques de pago diferido tanto propios como de terceros:

- 1) Utilizar el descuento de cheques de pago de diferido propios como herramienta para disminuir el ciclo de efectivo de la empresa y por lo tanto mejorar los índices de solvencia.
- 2) Utilizar el descuento de cheques de pago diferido de terceros como herramienta para disminuir el ciclo de cuentas por cobrar y como herramienta comercial para incrementar las ventas con clientes mayoristas.

Respecto a las herramientas de inversión, contemplar alternativas de inversión fuera del convencional plazo fijo para lograr obtener mayores rendimientos y así mantener el poder adquisitivo de las reservas. Mantenerse informado de los distintos fondos comunes de inversión que ofrece el mercado, es crucial para lograr encontrar aquel que más se adapte a las situaciones del mercado (inflación, tipo de cambio, entre otros).

Por último, el tema que se ha presentado en esta tesis no ha sido agotado. Si bien se ha tratado de responder a los interrogantes del trabajo, quedan aspectos por profundizar y ampliar. Promover la mejora de la formación y capacitación en materia financiera para aminorar la desconfianza por parte de las PyMEs en estas herramientas debido al desconocimiento y falta de información; es crucial. Paradigmas que me atrevería a describir como culturales, tales como: el dinero está seguro en la caja fuerte, o tomar deuda es malo.

*“Es imposible amar algo ni odiar algo, sin empezar por conocerlo” Leonardo Da Vinci*

## GLOSARIO

**Badlar:** Es un índice, en el cual se toma para el cálculo la tasa promedio de plazo fijo mayorista (montos mayores a 1.000.000)

**CNV:** La Comisión Nacional de Valores (CNV) es una entidad autárquica con jurisdicción en toda la República Argentina, su objetivo principal es otorgar la Oferta Pública velando por la transparencia de los mercados de valores y la correcta formación de precios en los mismos, así como la protección de los inversores.

**EBITDA:** Término que proviene del inglés Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones)

**Inflación:** Es la suba constante y generalizada de los precios de una economía, en un momento dado

**Lebac:** Letra del banco central, es instrumento de política monetaria que utiliza el BCRA para controlar la inflación

**Licitación primaria:** También llamado mercado primario, donde se realiza la primera oferta pública del activo bursátil, normalmente los costos transaccionales son menores que en el mercado secundario

**Liquidez:** Capacidad de un bien de ser transformado en dinero efectivo

**MCSI:** es un ponderador estadounidense de fondos de capital inversión, deuda, índices de mercados de valores, de fondos de cobertura y otras herramientas de análisis de carteras

**Mercado secundario:** Es donde se operan los valores negociables una vez realizada su licitación primaria

**PBI:** Sus siglas significan, producto bruto interno, representa la producción total de bienes y servicios de un país

**Pymes:** Pequeñas y medianas empresas

## BIBLIOGRAFÍA

- 1) Apreda R. (2005). *Mercado de capitales, Administración de portafolios y corporate governance*. Bs. As.: La Ley.
- 2) Botta, M. y Warley, J. (2007). *Tesis, tesinas, monografías e informes*. Bs. As.: Biblos.
- 3) Comisión Nacional de Valores - *Informe Trimestral Financiamiento Pyme*. (junio 2017). Disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- 4) Dapena Fernandez, J. (año) *Finanzas de empresas*. Córdoba, Argentina. Asociación cooperadora de la facultad de ciencias económicas universidad nacional de córdoba.
- 5) González De Cruz, C. (2006). *Módulo de Metodología de Investigación*. Universidad Católica de Salta, Argentina
- 6) González de Cruz, Cecilia (2008). *Curso de metodología de la investigación para ciencias sociales* (1ª Ed.). Bs As.: Virtudes.
- 7) IERAL – *Informe sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana*. (Agosto 2016). Disponible en [www.ieral.org](http://www.ieral.org)
- 8) Kenny, M.(1996). *Obligaciones negociables* (2ª Ed.). Bs.As.: Alberto Perrot S.A.
- 9) Ley Nacional N° 17.811
- 10) Ley Nacional N° 26.831
- 11) Resolución General N° 693 de la Comisión Nacional de Valores
- 12) Sampieri Collado, L. (2007). *Metodología de la investigación* (4ª Ed.). México: McGraw-Hill.
- 13) Sierra Bravo, R. (1999). *Técnicas de investigación social*. Madrid: Paraninfo.
- 14) Timothy R. Mayes, T. y Shank, T. (2010). *Análisis financiero con Microsoft Excel*. (5ª Ed.). México: South Western.
- 15) Westerfield R. y Jordan (2003.) *Fundamentos de finanzas corporativas*. (5ª Ed.). México: Mc Graw Hill.

## PÁGINAS WEB CONSULTADAS

- [www.bcba.sba.com.ar](http://www.bcba.sba.com.ar)
- [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)
- [www.bolsar.com.ar](http://www.bolsar.com.ar)
- [www.byma.com.ar](http://www.byma.com.ar)
- [www.cace.org.ar](http://www.cace.org.ar)
- [www.cafci.org.ar](http://www.cafci.org.ar)
- [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- [www.datos.bancomundial.org](http://www.datos.bancomundial.org)
- [www.iamc.com.ar](http://www.iamc.com.ar)
- [www.invertir.gob.ar](http://www.invertir.gob.ar)
- [www.mae.com.ar](http://www.mae.com.ar)
- [www.portfolioperpersonal.com](http://www.portfolioperpersonal.com)
- [www.produccion.gob.ar](http://www.produccion.gob.ar)
- [www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com)

## ANEXOS

Anexo 1 - Modelo de Entrevista

Anexo 2 - Entrevista a Cr. Cristian Herrera – 22 de Agosto de 2017

Anexo 3 - CNV - Informe trimestral PyME septiembre 2017

Anexo 4 - Resultado de Licitación Lebacs Octubre 2017

Anexo 5 - IAMC - Informe mensual diciembre 2017

Anexo 6 - Bolsar Reporte Mensual Diciembre 2017

Anexo 7 - Nota AMBITO FINANCIERO - Informe JP Morgan 16022018

Buenos días /tardes:

Soy alumno de la Universidad Católica de Salta, de la carrera Licenciatura en Administración de Empresas, estoy trabajando en un estudio que servirá para elaborar la tesis profesional acerca del “Análisis de las herramientas del mercado de capitales para mejorar la gestión de financiera de corto plazo de la PyME “Rafic Herrera” de la ciudad de San Pedro de Jujuy, provincia de Jujuy, Argentina, en el año 2017”.

Quisiera pedir su ayuda para que conteste algunas preguntas que no llevarán mucho tiempo.

Le pido que conteste esta guía de preguntas con la mayor sinceridad posible. No hay respuestas correctas ni incorrectas.

Muchas gracias por su colaboración

Nazir O. Ruggeri

**Nombre de la Organización:**

**Fecha:**

**Lugar (sitio específico):**

**Entrevistado/a:**

**Edad:**

**Profesión:**

**Antigüedad en la empresa:**

**Años de Experiencia laboral en la industria:**

### ENTREVISTA A GERENTE

1. Podría contarnos ¿Cómo inicio la empresa Rafic Herrera sus actividades?
2. ¿Cómo está compuesta hoy la empresa?
3. ¿Cuenta con locales propios o alquilados?
4. ¿A qué segmento de clientes apunta?
5. ¿Qué medio de pago utilizan?
6. ¿Quiénes son sus principales proveedores?
7. ¿Cuáles son las condiciones de compra? ¿Son flexibles?
8. ¿Quiénes son sus principales competidores?
9. ¿Cuál cree que es su principal ventaja competitiva frente a la competencia?
10. ¿Cuáles considera que son los principales problemas / desafíos del área de finanzas?
11. ¿Cómo maneja los disponibles?
12. ¿Conoce las herramientas del mercado de capitales?

Buenos días /tardes:

Soy alumno de la Universidad Católica de Salta, de la carrera Licenciatura en Administración de Empresas, estoy trabajando en un estudio que servirá para elaborar la tesis profesional acerca del “Análisis de las herramientas del mercado de capitales para mejorar la gestión de financiera de corto plazo de la PyME “Rafic Herrera” de la ciudad de San Pedro de Jujuy, provincia de Jujuy, Argentina, en el año 2017”.

Quisiera pedir su ayuda para que conteste algunas preguntas que no llevarán mucho tiempo.

Le pido que conteste esta guía de preguntas con la mayor sinceridad posible. No hay respuestas correctas ni incorrectas.

Muchas gracias por su colaboración

Nazir O. Ruggeri

**Nombre de la Organización: RAFIC HERRERA**

**Fecha: 22 de Agosto de 2017**

**Lugar (sitio específico): RAFIC HERRERA**

**Entrevistado/a: Cr. Cristian Herrera**

**Edad: 28 años**

**Profesión: Contador Público**

**Antigüedad de la empresa: 35 años**

**Años de Experiencia laboral en la industria: 7 años**

### ENTREVISTA A GERENTE

1. Podría contarnos ¿Cómo inicio la empresa Rafic Herrera sus actividades?

Bueno la empresa la inicio mi abuelo, Rafic Herrera, hace más de 35 años, vendiendo zapatillas y artículos deportivos en general.

2. ¿Cómo está compuesta hoy la empresa?

Hoy el negocio se encuentra dirigido por mi padre, Ángel Rafael. Es una unipersonal, inscripta a nombre de mi papá. Y yo, me encargo de las cuestiones financieras administrativas y la contabilidad interna y además tenemos un contador externo que nos lleva el resto de las DDJJ.

3. ¿Cuenta con locales propios o alquilados?

Contamos con dos locales propios en zona céntrica

4. ¿A qué segmento de clientes apunta?

Nuestros clientes son principalmente consumidores finales. Hemos ido incorporando ventas por mayor para paliar las caídas de los márgenes que sufrimos en el 2016 pero representan menos del 20% de las ventas.

5. ¿Qué medio de pago utilizan?

La mayoría de las ventas se cobran en efectivo. El resto se financian o con tarjeta de crédito y con préstamos personales.

6. ¿Quiénes son sus principales proveedores?

Compramos directamente a distribuidores nacionales. Así evitamos intermediarios y mejoramos los costos. Los principales son Dass y Dristinando. Después tenemos un par de proveedores muy pequeños, no tan relevantes.

7. ¿Cuáles son las condiciones de compra? ¿Son flexibles?

Las compras se realizan 100% de contado. No tenemos oportunidad de financiar. Son distribuidores muy importantes y nuestro nivel de compras no nos permite tener fuerza para negociar mejores condiciones. Si rescatamos la disponibilidad de productos y la agilidad con la envían los pedidos.

8. ¿Quiénes son sus principales competidores?

Nuestro principal competidor es el Sporting que abrió hace un par de años, desde su llegada sentimos un poco la caída de las ventas. También nos empezó a afectar las compras por Internet. Así que estamos empezando a utilizar plataformas de compra y venta para no perder mercado.

9. ¿Cuál cree que es su principal ventaja competitiva frente a la competencia?

Respecto a Sporting, lo principal es que nosotros vendemos a través de préstamos en conjunto con la financiera Creditop Plata. Muchos de nuestros clientes no están bancarizados y esta herramienta les permite comprar a plazo, representan el 25% de nuestras ventas. Sumado a la trayectoria de la familia en el rubro, hemos podido aminorar el impacto de la apertura de Sporting.

10. ¿Cuáles considera que son los principales problemas / desafíos del área de finanzas?

El principal problema que tenemos es que realizamos el pago a nuestros proveedores de contado y cada vez se alargan los cobros a nuestros clientes. Esto es debido a que tuvimos bajas en los márgenes y nos tuvimos que ajustar por ese lado. Incorporamos la modalidad de ventas por mayor con comercios pequeños del interior de Jujuy y Salta y no nos queda

más alternativa que ofrecerles plazo de pago hasta 90 días. Esto provoca que tengamos que hacer frente solos al monto total de compras sin ningún margen de negociación en las condiciones de pago.

11. ¿Cómo maneja los disponibles?

Hacemos plazos fijos a 30 días para tratar de amortiguar un poco el efecto inflacionario, tratamos de destinar la mayor cantidad de nuestro dinero, pero no podemos dejar todo inmovilizado por 30 días. También realizamos un fondo fijo con los gastos que tiene el negocio, luego en caja; dependiendo la recaudación pero no dejamos que pasen más de 5 días sin depositarlo en la cuenta corriente, y el resto bueno queda en la cuenta bancaria en caso de que lo necesitemos.

12. ¿Conoce las herramientas del mercado de capitales?

Hice un posgrado en finanzas en la Universidad Católica de Salta. Vimos un poco de mercado de capitales, quizás a nivel general conozco un poco pero no mucho.

Tercer Trimestre 2017

Informe trimestral

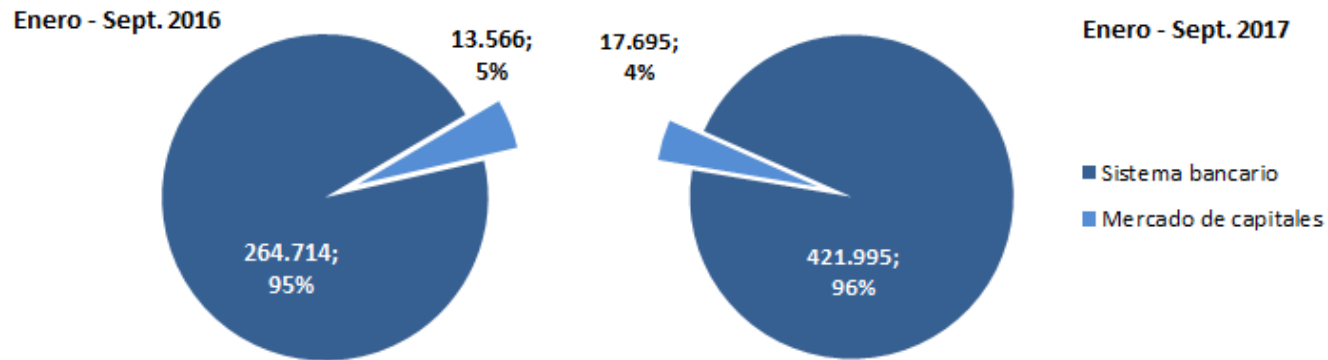
# FINANCIAMIENTO PYME

## RESUMEN EJECUTIVO

- *El 4% del financiamiento de las PyMEs en el sistema financiero provino del mercado de capitales, en tanto el 96% restante provino del sistema bancario.*
- *El 29% de las empresas con oferta pública son PyMEs (78 empresas). En relación al trimestre anterior, se incorporaron 5 nuevas emisoras al universo de PyMEs CNV (3 a través del régimen PyME CNV Garantizada; 2 mediante el régimen PyME de emisión de ON) y dos fueron reasignadas por superar el tope de ingresos.*
- *El financiamiento de las PyMEs CNV durante el tercer trimestre del año ascendió a \$7.013 millones, siendo los cheques de pago diferido el instrumento más utilizado.*
- *El financiamiento acumulado a septiembre superó en un 30% al del mismo período del año anterior.*
- *La tasa de interés promedio de las emisiones del trimestre fue superior en 520 puntos básicos a la tasa promedio trimestral de referencia (BADLAR).*
- *El 15 de junio de 2017 entró en vigencia la Resolución General N° 696 “Régimen PyME CNV Garantizada”, que establece la creación de un nuevo régimen de emisión para pequeñas y medianas empresas con la característica de requerirle a las emisoras el respaldo de una Entidad de Garantía. A partir de entonces, 3 PyMEs CNV emitieron obligaciones negociables bajo este régimen: la primera, en agosto, y las demás en septiembre.*

## 1- TOTAL FINANCIAMIENTO PYME SISTEMA BANCARIO Y MERCADO DE CAPITALLES

En millones de Pesos y en porcentaje sobre total



- El financiamiento bancario para PyMEs correspondiente a los meses enero-septiembre de 2017 se incrementó un 59% respecto al mismo período del año previo, mientras que el financiamiento en el mercado de capitales se incrementó un 30%, no alterando significativamente su participación en el total, que oscila en torno del 4%.

Fuente: BCRA y CNV

Financiamiento en el mercado de capitales incluye montos colocados por PyMes en ONs, FFs, CPD avalados y Pagarés.

Financiamiento del sistema bancario incluye documentos a sola firma, documentos descontados, documentos comprados, préstamos hipotecarios, préstamos prendarios, créditos documentados y otros préstamos. No incluyen adelantos en cuenta corriente y otros adelantos, créditos personales y de tarjeta de crédito.

## 2 - UNIVERSO PYMES CNV

Total emisoras PYME CNV bajo el régimen de Oferta Pública al 30/09/2017:

**78 empresas**  
**(29% del total Emisoras)**

### EMISORAS PYMES

**Septiembre 2017**

Por tipo de régimen de oferta pública y categoría de ingreso

Fuente: CNV

Régimen de emisión	Solo ON / VCP	Solo Acciones	ON/ VCP y Acciones	Con Oferta Pública	Total
Régimen PyME	38	0	3	10	51
Régimen ON Garantizada	3	0	0	0	3
Régimen General	6	11	1	6	24
<b>TOTAL Emisoras PYME CNV</b>	<b>47</b>	<b>11</b>	<b>4</b>	<b>16</b>	<b>78</b>

*Nota metodológica: se incluye dentro del universo de EMISORAS PYMES CNV a las empresas emisoras que gozan de Oferta Pública bajo el régimen PYME CNV y/o aquellas que cumplen, a la fecha del informe, los parámetros definidos para PYME CNV en el Capítulo VI del Título II de las Normas CNV. T.O. aunque hayan emitido bajo el régimen general de oferta pública.*

*Ver en Anexo del presente informe, el detalle de Empresas Emisoras PYMES CNV (ambas categorías de régimen de oferta pública).*

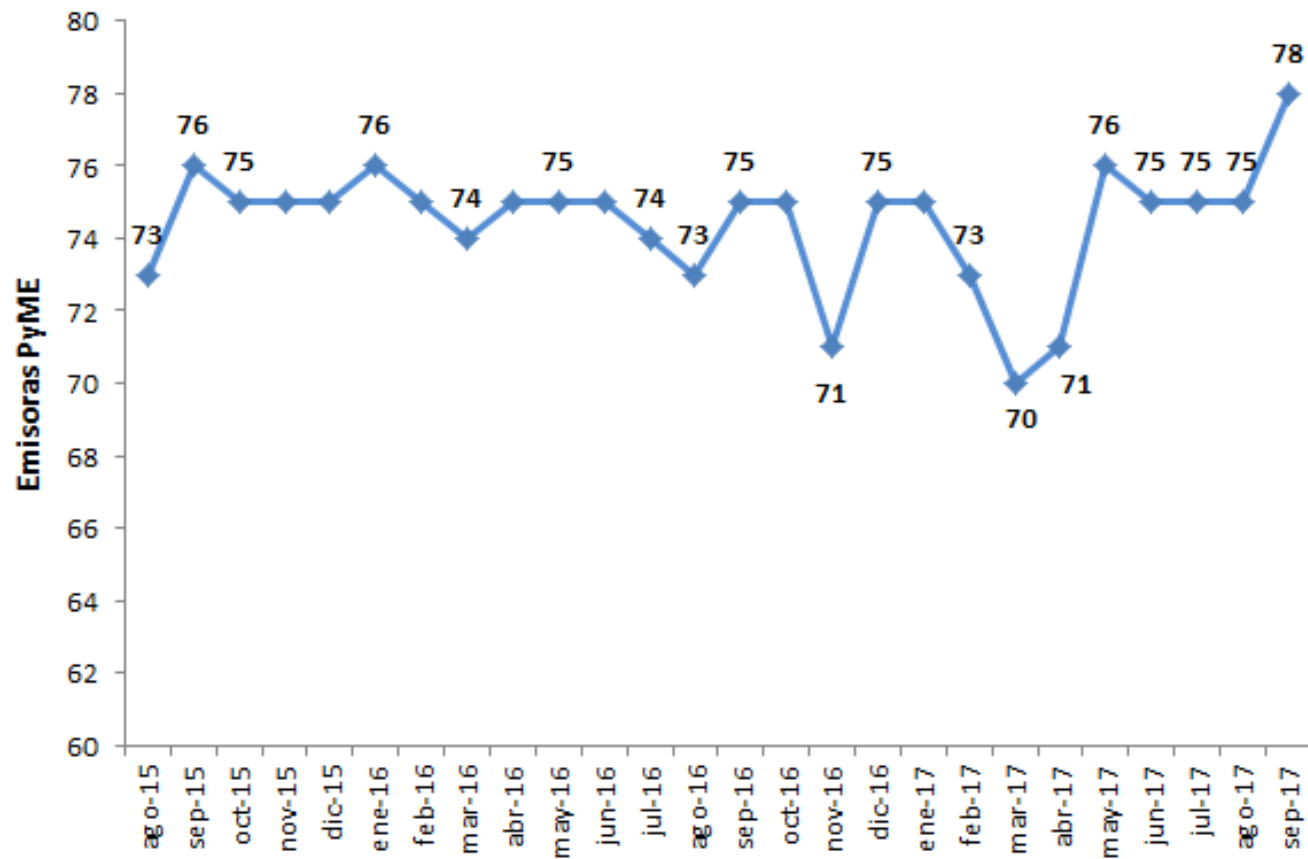
*Nota: ante la suba del límite de facturación para ser considerado PYME CNV, el informe actual recoge el cambio producido en cinco emisoras existentes que ahora califican como PYME CNV.*

## EVOLUCIÓN DE LA CANTIDAD DE EMISORAS PYME CNV

Agosto 2015 - Septiembre 2017

En cantidad de emisoras

Fuente: CNV

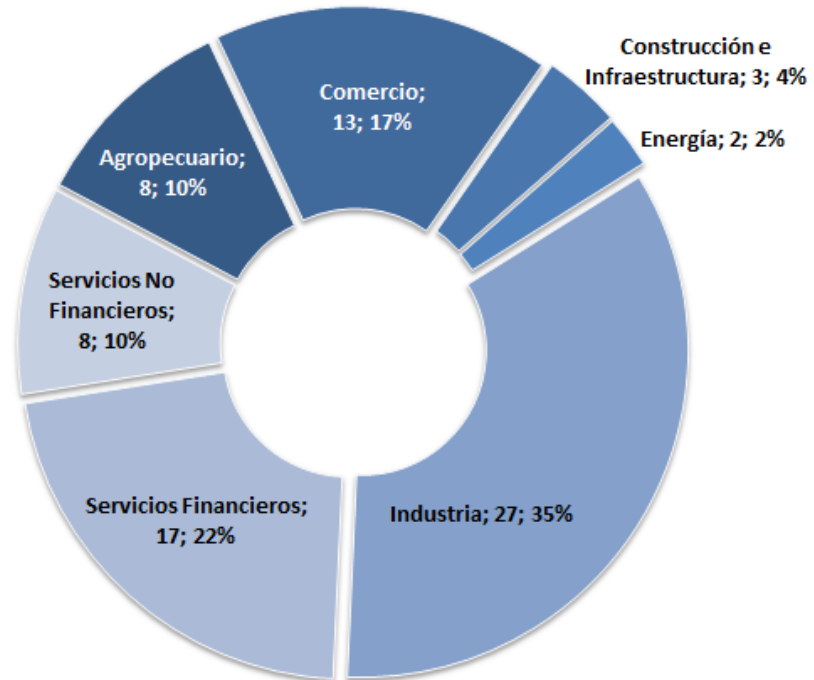


## EMISORAS PYME CNV POR SECTOR ECONÓMICO

Septiembre 2017

En cantidad de empresas y porcentajes

Fuente: CNV



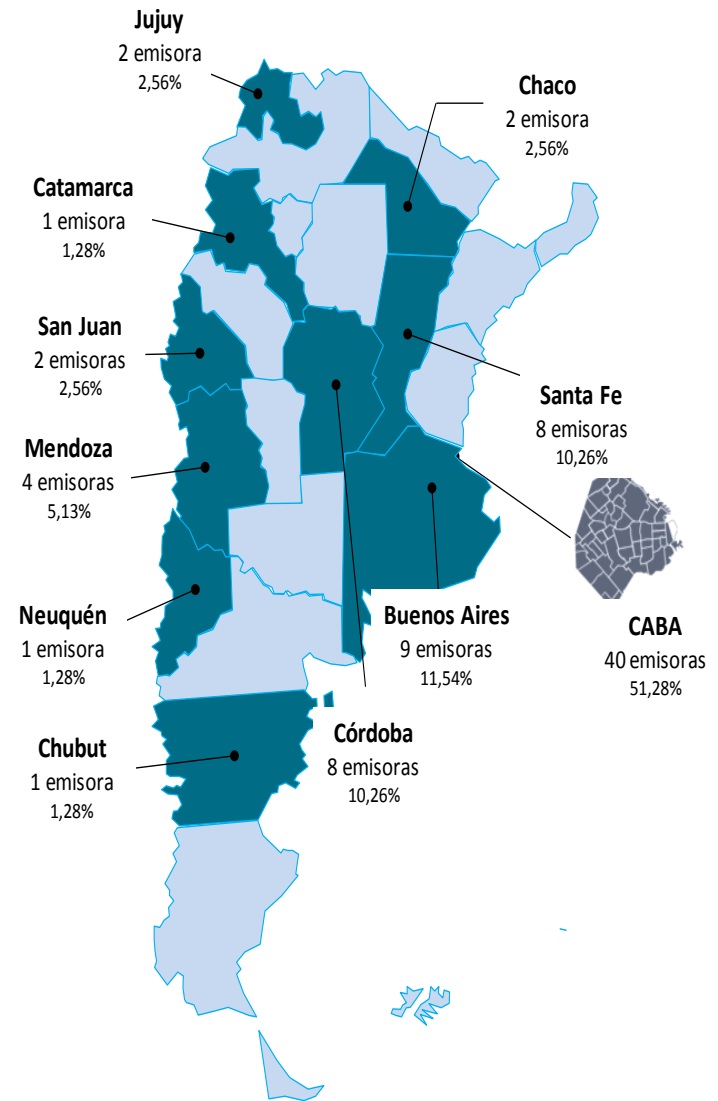
## DISTRIBUCIÓN GEOGRÁFICA EMISORAS PYME CNV (\*)

Septiembre 2017

En cantidad de empresas y porcentajes

Fuente: CNV

El 83% de las emisoras PYMES (65 empresas) se concentran en cuatro distritos: Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Provincia de Buenos Aires, Provincia de Santa Fe y Provincia de Córdoba.



(\*) Localización de las emisoras establecida en base al domicilio estatutario.

### 3- FINANCIAMIENTO DE LAS PYMES CNV EN EL MERCADO DE CAPITALES

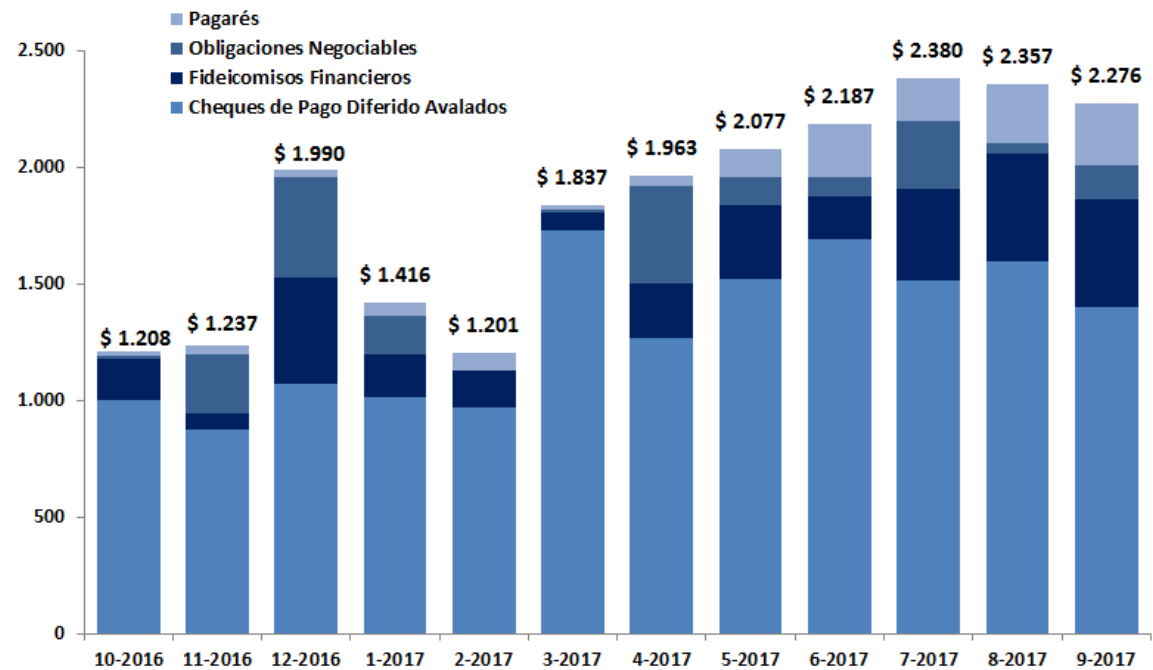
#### Análisis trimestral

- Durante el tercer trimestre de 2017 el financiamiento obtenido por las PYME CNV ascendió a \$7.013 millones, monto que representa el 9,7% del total del financiamiento del mercado de capitales.
- Este financiamiento se compuso de \$4.513 millones (64% del total) en concepto de cheques de pago diferido avalados, \$1.314 millones (19% del total) obtenidos a través de fideicomisos financieros, \$700 millones (10%) mediante la emisión de pagarés y \$487 millones (7%) a través de la colocación de obligaciones negociables.

#### FINANCIAMIENTO TOTAL PYME CNV POR INSTRUMENTO ÚLTIMOS 12 MESES

En millones de pesos

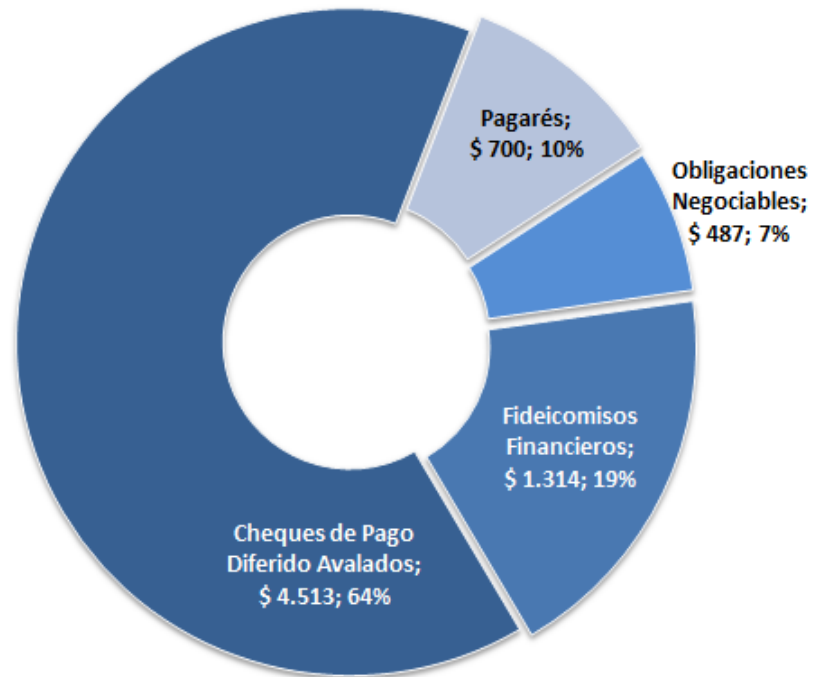
Fuente CNV



**FINANCIAMIENTO TOTAL PYME CNV POR INSTRUMENTO – TERCER TRIMESTRE DE 2017**

En millones de pesos y porcentajes

Fuente: CNV



## Análisis acumulado anual

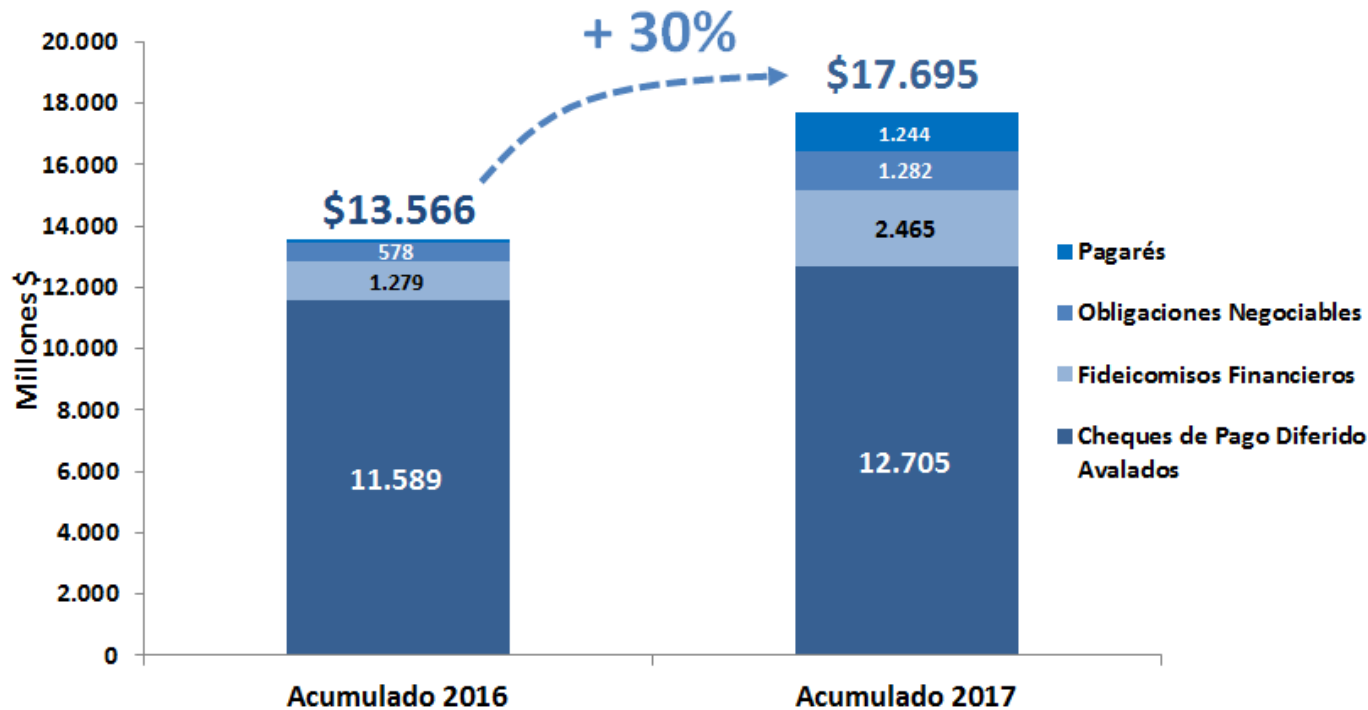
El financiamiento acumulado obtenido por las PyMEs en el mercado de capitales local ascendió a \$17.695 millones, valor que supera en un 30% a los \$13.566 millones del año anterior.

### MONTO DEL FINANCIAMIENTO TOTAL PYME

*Acumulado Enero - Septiembre*

En millones de pesos

Fuente: CNV

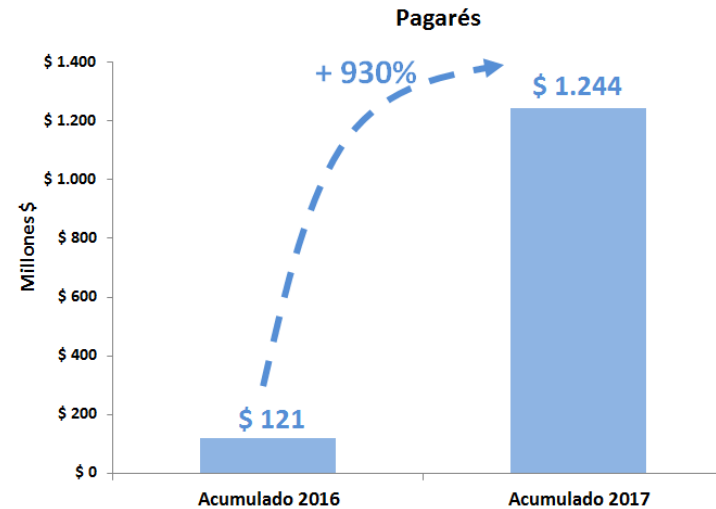
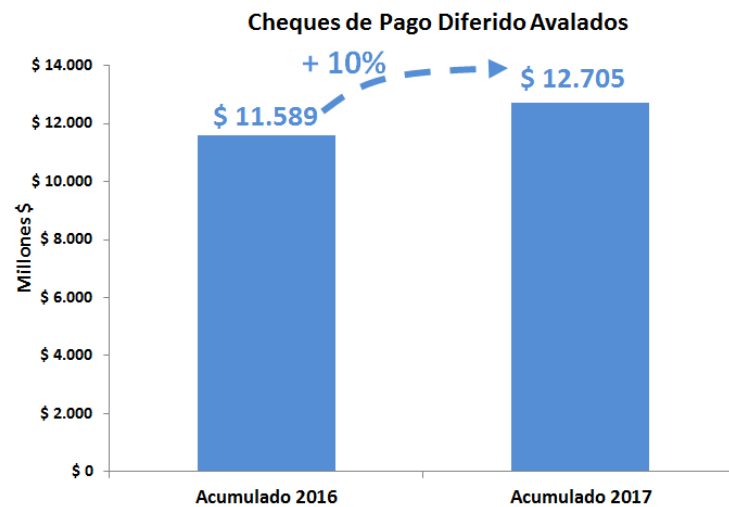
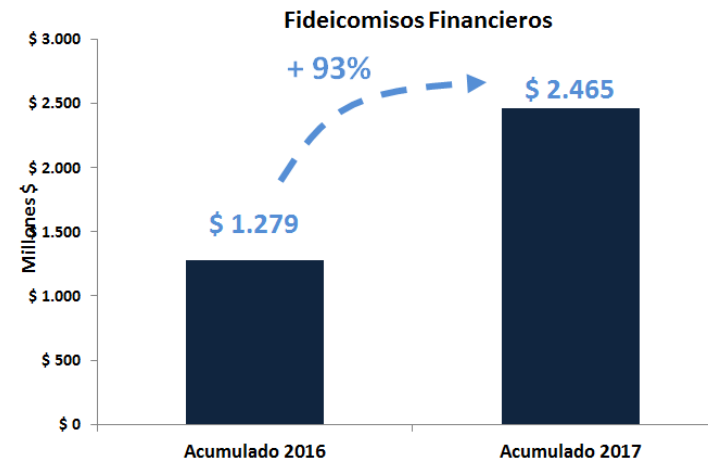
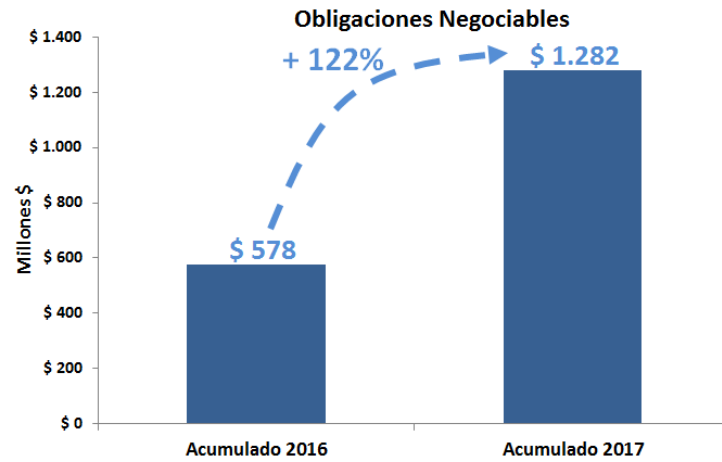


## MONTO DEL FINANCIAMIENTO PYME POR INSTRUMENTO

Acumulado Enero - Septiembre

En millones de pesos

Fuente: CNV



## DETALLE DE LAS COLOCACIONES DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES Y FIDEICOMISOS FINANCIEROS PYME

Tercer trimestre de 2017

En millones de pesos

Fuente: CNV

Denominación Fideicomiso Financiero	Categoría	Activos Fideicomitados	Moneda	Monto Colocado (Mill. \$)	Tipo de Tasa	Tasa Interés Nominal	Plazo (en meses)
Agrofina XII	Agropecuarios	Créditos comerciales vta. Fertilizantes	\$	177.850.000	Margen+BADLAR	22,1%	11
Comafi Leasing Pymes XII	Leasing	Dchos contratos de leasing	\$	158.564.000	Margen+BADLAR	24,2%	52
Agrofina XIII	Agropecuarios	Créditos comerciales vta. Fertilizantes	\$	133.700.000	Margen+BADLAR	23,6%	10
Decréditos XIII	Prendarios	créditos prendarios s/automotores	\$	133.481.542	Margen+BADLAR	23,0%	26
Centrocard XXIII	Consumo	Tarjetas de Crédito	\$	131.988.445	Margen+BADLAR	24,1%	34
Mila XVII	Prendarios	créditos prendarios s/automotores	\$	129.952.301	Margen+BADLAR	23,0%	60
Tarjeta Elebar XXII	Consumo	Tarjetas de Crédito	\$	86.629.239	Margen+BADLAR	24,5%	23
Accicom Préstamos Personales VII	Consumo	Préstamos personales	\$	80.728.600	Margen+BADLAR	23,4%	23
Tarjeta Actual XXIII	Consumo	Tarjetas de Crédito	\$	74.263.215	Margen+BADLAR	23,6%	35
Ames X	Consumo	Créditos personales	\$	61.035.120	Margen+BADLAR	23,9%	38
Tinuviel 23	Consumo	Créditos personales	\$	57.802.574	Margen+BADLAR	23,9%	19
TCap Factoring I	Derechos de Cobro	Cheques de pago diferido	\$	50.000.000	Margen+BADLAR	25,4%	16
Amargot II	Consumo	Créditos personales	\$	37.811.504	Margen+BADLAR	24,6%	38
Pilay II (*)	Hipotecarios e Inmuebles	Derechos s/ Inmuebles	\$	135.000			45
Pilay I (*)	Hipotecarios e Inmuebles	Derechos s/ Inmuebles	\$	51.000			263
Pilay I (*)	Hipotecarios e Inmuebles	Derechos s/ Inmuebles	\$	50.000			265

Emisora ON	Sector	Tipo	Serie	Moneda	Monto Colocado (Mill. \$)	Tipo de Tasa	Tasa de Interés Nominal inicial	Plazo (en meses)
Santiago Sáenz S.A.	Industria	ON	Clase 1	\$	128.615.676	Margen+Badlar	26,7%	37
Agroempresa Colón S.A.	Agropecuario	ON PyME	individual	USD	67.972.000	Fija	6,9%	24
Sicom S.A.	Construcción e Infraestructura	On PyME	Clase IV	\$	60.000.000	Margen+Badlar	27,9%	37
Savant Pharm S.A.	Industria	ON	Serie VI Clase K	\$	56.700.000	Margen+Badlar	26,6%	37
Regional Trade S.A.	Industria	ON PyME	Serie X	\$	50.000.000	Margen+Badlar	28,4%	12
Savant Pharm S.A.	Industria	ON	Serie V Clase J	\$	39.500.000	Margen+Badlar	26,2%	24
Plural Cooperativa de Crédito Consumo	Servicios Financieros	ON PyME	Serie III	\$	35.000.000	Margen+Badlar	28,6%	25
Catalinas Cooperativa de Crédito, Consi	Servicios Financieros	VCP PyME	Clase I	\$	20.000.000	Margen+Badlar	28,4%	12
RDA Renting S.A.	Comercio	PyME Garantizada	Serie I	\$	15.000.000	Margen+Badlar	27,3%	24
Ebucar S.A.	Comercio	ON PyME	Serie IV	\$	6.000.000	Margen+Badlar	28,7%	24
Villanueva e Hijos S.A.	Construcción e Infraestructura	PyME Garantizada	Serie I	\$	6.000.000	Margen+Badlar	25,6%	21
LIPSA S.R.L.	Agropecuario	PyME Garantizada	Serie I	USD	1.731.830	Fija	5,5%	12

(\*) Se colocaron únicamente certificados de participación. Por este motivo, no aplica tasa de interés.

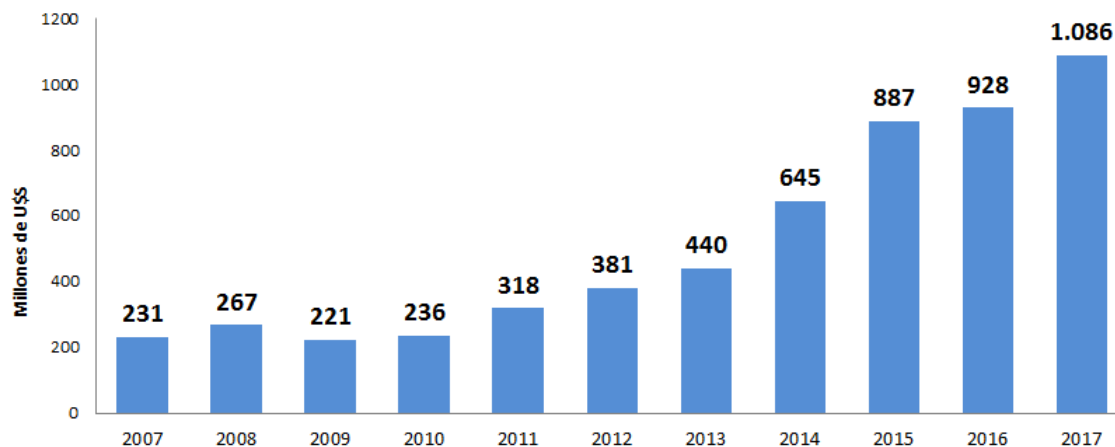
## Evolución últimos 10 años

La variación interanual del financiamiento acumulado entre enero y septiembre respecto del año anterior evidenció un aumento de 17% en dólares. Adicionalmente, el crecimiento con respecto al mismo período del año 2007 alcanzó el 370% medido en la misma moneda, valor que representa un crecimiento promedio geométrico anual de 16,7%.

### FINANCIAMIENTO<sup>1</sup> TOTAL PYME Acumulado al tercer trimestre período 2007 – 2017 En millones de dólares

Fuente: CNV (2014-2017) y IAMC

#### Evolución financiamiento Pyme en el Mercado de Capitales Acumulado enero - septiembre



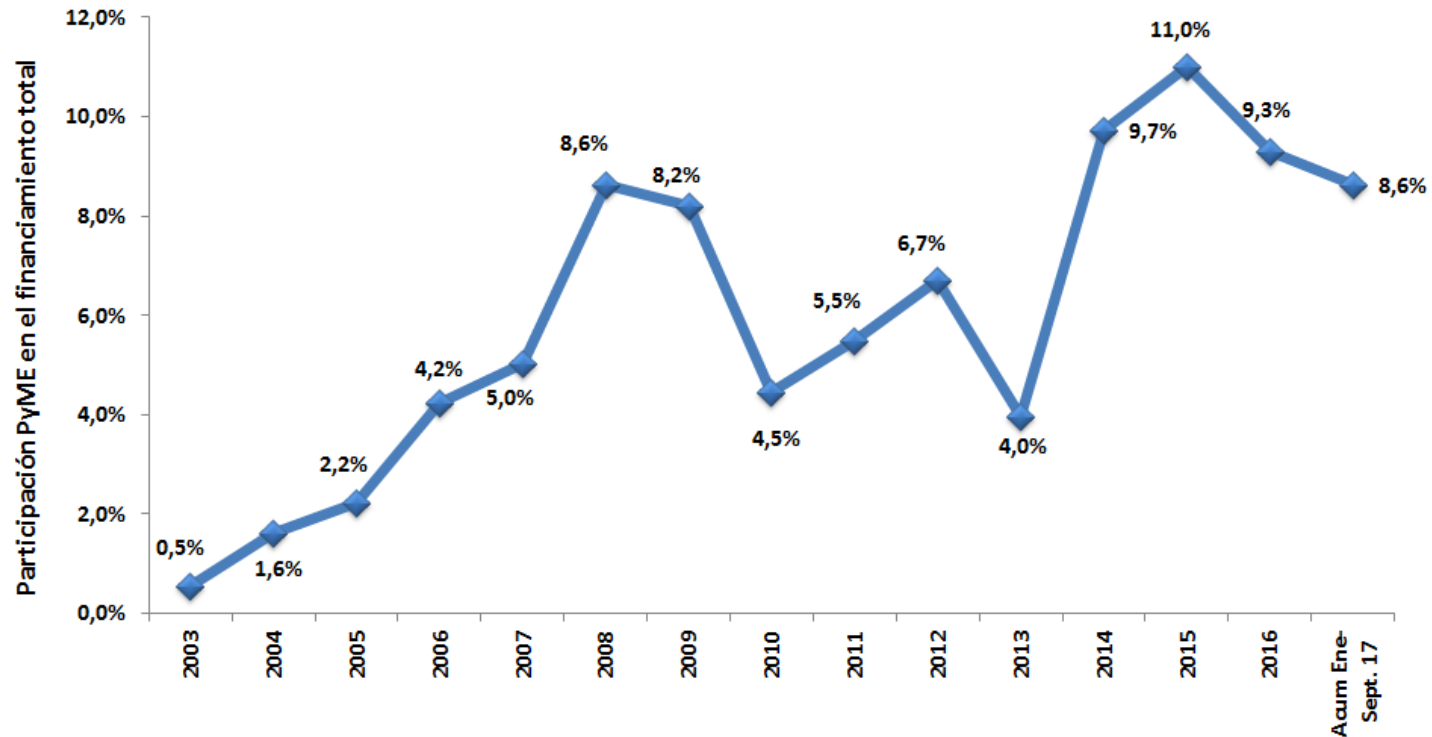
<sup>1</sup> Hasta el año 2013, se entiende por financiamiento total PYME a la sumatoria de las emisiones autorizadas a cotizar en BCBA. Desde el año 2014 se empalma la serie con las colocaciones PYMES a nivel total país.

## PARTICIPACIÓN FINANCIAMIENTO PYME EN TOTAL MERCADO DE CAPITALES

Período 2003 – 2017

En porcentajes

Fuente: IAMC, "Financiamiento a través del Mercado de Capitales". Informes (2006-2013) y CNV (2014-2017)



## 4- EVOLUCION TASAS DE INTERÉS

### Evolución tasas por instrumento

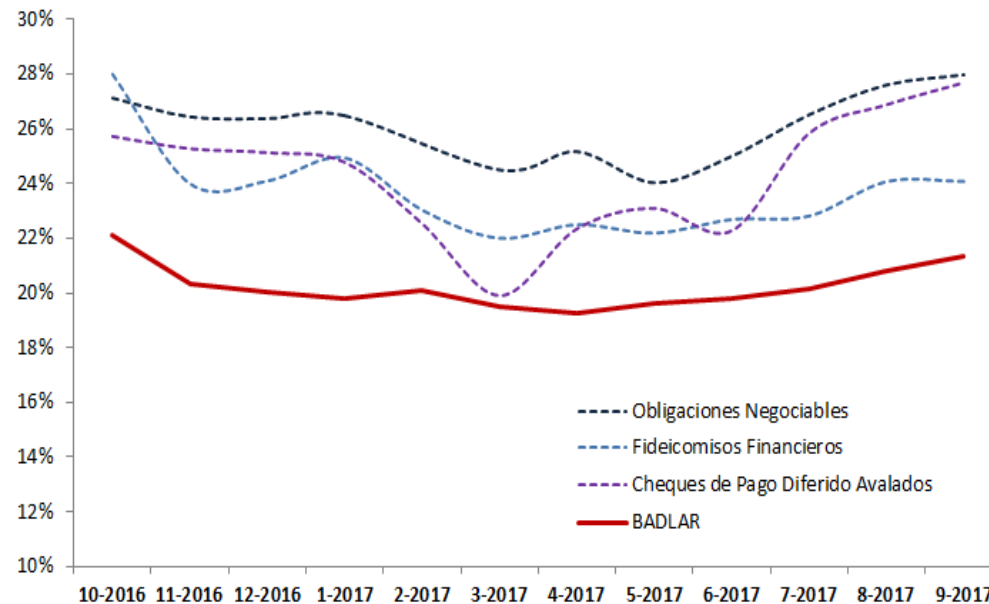
#### EVOLUCIÓN DE LAS TASAS POR INSTRUMENTO PYMES VS BADLAR

Últimos 12 meses

En porcentajes

Fuente: CNV (2015-2017) y BCRA (2015-2017)

- **ONs PyME:** la tasa promedio del trimestre fue 27,4%, 260 pbs más alta que el período anterior y superior en 660 pbs a la tasa BADLAR promedio trimestral.
- **FF:** la tasa promedio resultó 23,7%, 120 pbs mayor que el trimestre previo y casi 3 p.p. mayor que la tasa BADLAR promedio trimestral.
- **CPD:** la tasa promedio se incrementó en 420 pbs respecto del período anterior, pasando de 22,6% a 26,8%. La tasa promedio del instrumento quedó 6 p.p. por encima de la BADLAR promedio.
- En resumen, el desvío promedio de los instrumentos respecto de la tasa de referencia alcanzó más de 5 p.p.

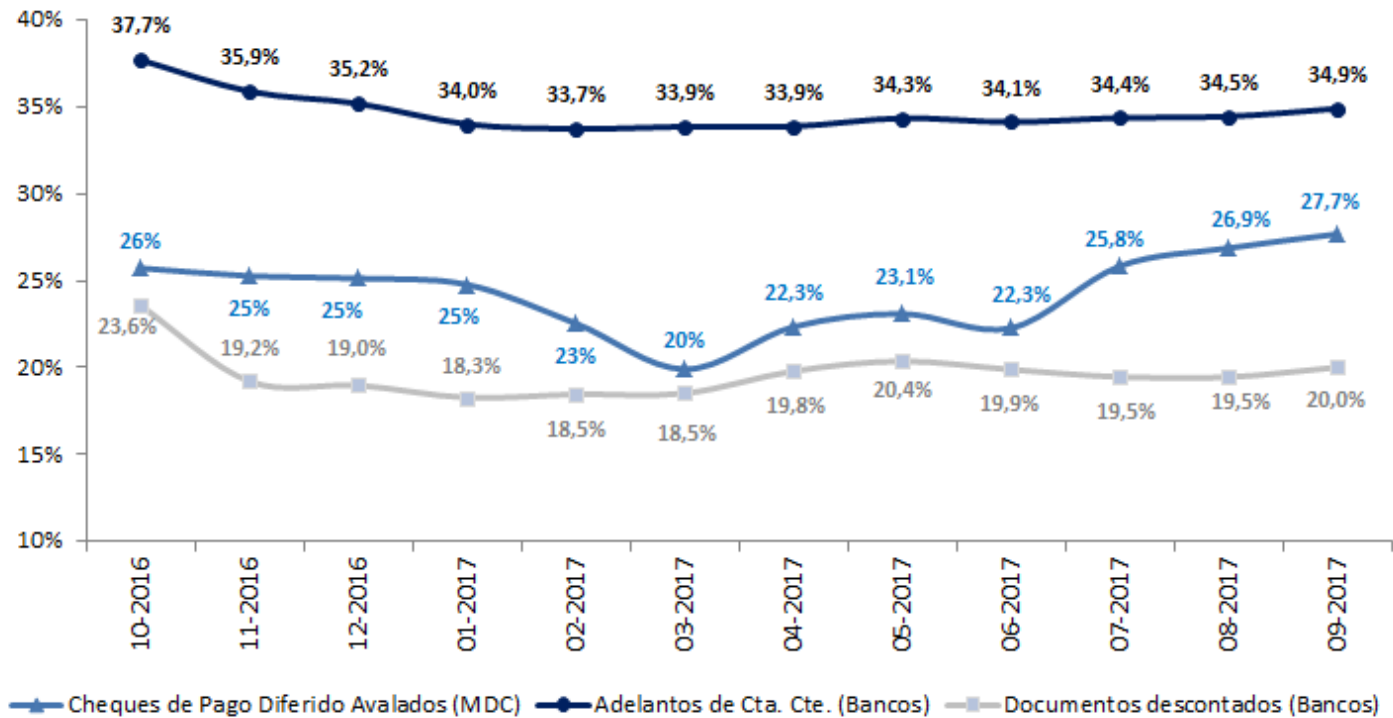


## EVOLUCIÓN DE LAS TASAS MERCADO DE CAPITALES VS SISTEMA BANCARIO

Últimos 12 meses

En porcentajes

Fuente: CNV y BCRA



## COMPARATIVO TASAS PYME VS TASAS GRANDES EMPRESAS

Septiembre 2017

En porcentajes

Fuente: CNV y BCRA

<i>Datos referenciales</i>	<i>Plazo</i>	<i>Tasa PYME</i>	<i>Tasa GE</i>
<b>Financiamiento Bancario</b>			
<i>Adelantos de cuenta corriente</i>		34%	28%
<i>Programa Línea Crédito Productiva LICIP BCRA</i>	+1 año	17% / UVA + 1%	N/A
<i>Documentos a sola firma</i>	mayores a 90 días	21%	22%
<i>Documentos descontados</i>	mayores a 90 días	20%	21%
<b>Financiamiento MDC</b>			
<i>Cheque Pago Diferido</i>	<i>Total plazos</i>	<i>Avalados</i>	<i>Patroc. / GE</i>
		28%	31,6%
<i>Pagarés avalados (dólar)</i>	<i>Total Plazos</i>	7,9%	N/A
<i>Obligaciones Negociables</i>	<i>Total Plazos</i>	28%	28%
<i>Fideicomisos Financieros</i>	<i>Total plazos</i>	24%	24%

## ANEXO

### Detalle de PYMES CNV en el mercado de capitales

Sociedad	Provincia	Sector económico	Ingreso anual promedio (\$)	Régimen de emisión de valores
Actual S.A.	NEUQUEN	Servicios Financieros	109.052.753	Pyme
Agroempresa Colón S.A.	CÓRDOBA	Comercio	274.225.714	Pyme
Agrometal Sociedad Anónima Industrial	CÓRDOBA	Industria	357.518.718	Reg. Gal
Algabo S.A.	BUENOS AIRES	Industria	231.427.302	Pyme
Alianza Semillas S.A.	SANTA FE	Agropecuario	293.498.774	Pyme
Alvarez Hnos. S.A.	BUENOS AIRES	Industria	110.768.453	Pyme
Argentina Valores S.A.	CÓRDOBA	Servicios Financieros	s/d	PyME
Avícola Telos S.A.	C.A.B.A.	Agropecuario	155.288.861	Pyme
Balanz Capital Valores S.A.	C.A.B.A.	Servicios Financieros	4.574.975	Reg. Gal
BE Enterprises S.A.	C.A.B.A.	Comercio	372.372.759	Pyme
BF Argentina S.A. BAUFEST	C.A.B.A.	Servicios No Financieros	120.616.335	Pyme
Big Bloom S.A.	BUENOS AIRES	Industria	437.144.365	Pyme
Bruno Tesan S.A.	CÓRDOBA	Agropecuario	154.901.029	Pyme
Caja de Crédito Cuenca CL	BUENOS AIRES	Servicios Financieros	179.997.000	Reg. Gal
Catalinas Cooperativa de Crédito, Consumo y Vivienda Ltda.	C.A.B.A.	Servicios Financieros	34.888.589	PyME
Centro Card S.A.	CATAMARCA	Servicios Financieros	207.903.457	Pyme
Compañía Argentina de Comodoro Rivadavia S.A.	C.A.B.A.	Energía	1.099.929	Reg. Gal
Compañía Integral de Alimentos S.A.	C.A.B.A.	Servicios No Financieros	227.206.080	Pyme
Construir S.A.	SAN JUAN	Construcción e Infraestructura	104.201.102	Pyme
Cosas Nuestras S.A.	BUENOS AIRES	Comercio	169.545.664	Pyme

<b>Cumar S.A.</b>	MENDOZA	Servicios Financieros	6.204.703	Pyme
<b>Cuna Segunda S.A.</b>	C.A.B.A.	Agropecuario	16.357.745	Pyme
<b>Decréditos S.A.</b>	C.A.B.A.	Servicios No Financieros	184.340.744	Pyme
<b>Del Fabro Hnos y Cía S.A.</b>	BUENOS AIRES	Comercio	181.599.839	Pyme
<b>Dilcar S.A.</b>	CHACO	Comercio	171.118.940	Pyme
<b>Domec Cía. de Artefactos Domésticos</b>	C.A.B.A.	Industria	210.904.765	Reg. Gral
<b>Ebucar S.A.</b>	MENDOZA	Servicios No Financieros	38.855.917	Pyme
<b>Ecipsa Holding S.A.</b>	C.A.B.A.	Servicios No Financieros	133.382.108	Pyme
<b>Edisur S.A.</b>	CÓRDOBA	Construcción e Infraestructura	97.977.302	Pyme
<b>Electromac S.A.</b>	BUENOS AIRES	Industria	5.716.885	Reg. Gral
<b>Emprendimiento Industrial Mediterráneo S.A.</b>	CÓRDOBA	Industria	65.354.827	Pyme
<b>Empresur S.A.</b>	CHUBUT	Servicios Financieros	84.226.298	Pyme
<b>Euro S.A.</b>	SANTA FE	Industria	233.065.381	Pyme
<b>Ganadera La Paz S.A.</b>	MENDOZA	Agropecuario	1.438.111	Reg. Gral
<b>García Reguera S.A.C.I.F. e I.</b>	C.A.B.A.	Comercio	239.983.672	Reg. Gral
<b>Grupo Cohen S.A.</b>	C.A.B.A.	Servicios Financieros	169.345.432	Reg. Gral
<b>Hulytego S.A.C.I.</b>	C.A.B.A.	Industria	17.643.488	Reg. Gral
<b>Indo S.A.</b>	SAN JUAN	Servicios Financieros	47.909.578	Pyme
<b>Ingacot S.A.</b>	BUENOS AIRES	Agropecuario	90.478.278	Pyme
<b>Instituto Rosenbuch S.A. de Biología Experimental Agropecuaria</b>	C.A.B.A.	Industria	142.401.140	Reg. Gral
<b>Insumos Agroquímicos S.A.</b>	C.A.B.A.	Comercio	289.805.049	Pyme
<b>Intek S.A.</b>	C.A.B.A.	Comercio	159.782.237	Pyme
<b>Laboratorios Pretty S.A.</b>	C.A.B.A.	Industria	86.558.727	Pyme
<b>Laboratorios Richmond S.A.C.I.F.</b>	C.A.B.A.	Industria	549.876.332	Reg. Gral
<b>Leyden S.A.I.C.Y F.</b>	C.A.B.A.	Industria	88.146.981	Reg. Gral
<b>Lipsa S.A.</b>	CHACO	Agropecuario	116.558.128	Garantizada

<b>Mañana S.A. Seguros de Personas</b>	MENDOZA	Servicios Financieros	181.317.911	Reg. Gral
<b>Meranol S.A.</b>	C.A.B.A.	Industria	461.427.245	Pyme
<b>Micro Lending S.A.</b>	C.A.B.A.	Servicios Financieros	126.026.213	Pyme
<b>Molinos Juan Semino S.A.</b>	SANTA FE	Industria	479.545.181	Reg. Gral
<b>Montever S.A.</b>	C.A.B.A.	Comercio	183.612.131	Pyme
<b>Morixe Hermanos S.A.C.I.</b>	C.A.B.A.	Industria	158.425.014	Reg. Gral
<b>Multifinanzas Compañía Financiera S.A.</b>	C.A.B.A.	Servicios Financieros	67.666.667	Reg. Gral
<b>Nuevo Continente S.A.</b>	C.A.B.A.	Servicios No Financieros	16.467.042	Reg. Gral
<b>Ovoprot International S.A.</b>	C.A.B.A.	Industria	268.348.187	Pyme
<b>Patricios S.A.I.C.</b>	C.A.B.A.	Industria	19.567.815	Reg. Gral
<b>Petrolera del Conosur S.A.</b>	C.A.B.A.	Comercio	717.289.806	Reg. Gral
<b>Plásticos Dise S.A.</b>	CÓRDOBA	Industria	214.618.639	Pyme
<b>Plural Cooperativa de Crédito, Consumo y Vivienda Limitada</b>	C.A.B.A.	Servicios Financieros	41.145.308	Pyme
<b>Prifamón S.A.I.C.</b>	C.A.B.A.	Industria	189.180.608	Pyme
<b>RDA Renting S.A.</b>	C.A.B.A.	Industria	22.963.559	Garantizada
<b>Red Surcos S.A.</b>	SANTA FE	Comercio	938.773.499	Pyme
<b>Regional Trade S.A.</b>	SANTA FE	Comercio	202.295.065	Pyme
<b>Roch S.A.</b>	C.A.B.A.	Energía	399.420.379	Reg. Gral
<b>Rogiro Aceros S.A.</b>	SANTA FE	Industria	547.171.998	Reg. Gral
<b>S.A. Molinos Fénix</b>	SANTA FE	Industria	217.073.298	Reg. Gral
<b>Savant Pharm S.A.</b>	CÓRDOBA	Industria	567.837.560	Reg. Gral
<b>SBM Créditos S.A.</b>	C.A.B.A.	Servicios Financieros	21.649.414	Pyme
<b>S.E.D.A. P.I.C. S.A.</b>	C.A.B.A.	Industria	708.046.483	Pyme
<b>Serviaut S.A.</b>	C.A.B.A.	Comercio	101.257.420	Pyme
<b>Sicom S.A.</b>	JUJUY	Servicios Financieros	78.728.576	Pyme
<b>Sion S.A.</b>	C.A.B.A.	Servicios No Financieros	51.830.439	Pyme
<b>South Management S.A.</b>	C.A.B.A.	Servicios No Financieros	760.483.217	Pyme

<b>Tinuviel S.A.</b>	C.A.B.A.	Servicios Financieros	94.048.754	Pyme
<b>Ultracongelados Rosario S.A.</b>	SANTA FE	Industria	97.598.208	Pyme
<b>Varcam S.A.</b>	BUENOS AIRES	Agropecuario	31.510.863	Pyme
<b>Vetanco S.A.</b>	C.A.B.A.	Industria	408.763.701	Pyme
<b>Villanueva e Hijos S.A.</b>	JUJUY	Construcción e Infraestructura	118.731.187	Garantizada

Se entiende por PYMES CNV a las empresas que cumplen con Capítulo VI del Título II de las Normas CNV T.O. o que han ingresado al Régimen PYME CNV de conformidad administrativa en el ámbito de la oferta pública.

Datos a septiembre del 2017.

La provincia de ubicación se relaciona al domicilio estatutario.



**BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA**

COMUNICADO Nro. 50884	17/10/2017
-----------------------	------------

Ref.: **LEBAC. Resultados de la licitación del martes 17 de octubre de 2017.**

**Comunicado de licitación de LEBAC**

Las propuestas alcanzaron un nivel de VN \$ 337.463 millones, adjudicándose VN \$ 333.614 millones, lo que implica la renovación parcial del vencimiento que era de VN \$ 381.044 millones y una baja en el stock en circulación por VN \$ 47.430 millones.

Las tasas de corte se ubicaron en 26.50%, 26.84%, 27%, 27.3%, 27.35% y 27.35% para los plazos de 28, 63, 91, 154, 210 y 273 días, respectivamente.

Dado el cambio operativo vigente a partir de febrero pasado - en donde las subastas de LEBACs pasaron de semanales a mensuales - la expansión o contracción que puede generarse con cada subasta, debe ser analizada en conjunto, tanto con las operaciones de mercado abierto como también con las operaciones de pase que realiza este BCRA.

Como es de práctica, este llamado a licitación fue anunciado por la Com. "B" 11.602 del 12/10/17, y tal como ha sido previsto en la reglamentación divulgada por Com. "B" 7621 del 02/12/02, Com. "B" 11210 del 01/02/16 y Com. "A" 5974 del 16/05/2016, cada una de las licitaciones se realizaron a través del sistema SIOPEL del Mercado Abierto Electrónico, en dos tramos, el segmento competitivo y el no competitivo. En el primero se definió el precio de corte, precio que también es de aplicación al segundo tramo.

Resultados de la Subasta de LEBAC del 17-oct-2017

Plazo	Ofertado*	Adjudicado*	Tasas de corte
Nov - 28 días	181,055	179,987	26.50%
Dic - 63 días	52,162	52,161	26.84%
Ene - 91 días	39,017	38,995	27.00%
Mar - 154 días	20,522	20,014	27.30%
May - 210 días	6,853	6,853	27.35%
Jul - 273 días	37,854	35,604	27.35%

\*Valores expresados en Valor Nominal (millones de pesos)



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Licitación de Letras Nov' 17 - 28 días de plazo -**

**Resultado Total**

Total ofertado (\$)	181,055,371,000
Total adjudicado (\$)	179,986,971,000
Ofertas Rechazadas (\$)	1,068,400,000
Rango de Precios	Entre 97.957% y 100%
Precio de corte	98.0076%
Tasa de interés implícita	26.5004%

**Tramo Competitivo**

Número de ofertas	303
Monto ofertado (\$)	142,747,900,000
Monto aceptado (\$)	141,679,500,000

**Tramo no competitivo**

Número de ofertas	27,675
Monto ofertado (\$)	38,307,471,000
Personas jurídicas (\$)	14,112,460,000
Personas físicas (\$)	24,195,011,000
Monto aceptado (\$)	38,307,471,000

Fecha de emisión: 25/01/2017  
Fecha de liquidación: 18/10/2017  
Fecha de vencimiento: 15/11/2017  
Agente liquidador: CRYL  
Código de CRYL: 46819  
Segmento: INTERNO



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Licitación de Letras Dic' 17 - 63 días de plazo -**

**Resultado Total**

Total ofertado (\$)	52,162,437,000
Total adjudicado (\$)	52,161,237,000
Ofertas Rechazadas (\$)	1,200,000
Rango de Precios	Entre 95.5% y 100%
Precio de corte	95.5725%
Tasa de interés implícita	26.8397%

**Tramo Competitivo**

Número de ofertas	117
Monto ofertado (\$)	45,216,300,000
Monto aceptado (\$)	45,215,100,000

**Tramo no competitivo**

Número de ofertas	6,433
Monto ofertado (\$)	6,946,137,000
Personas jurídicas (\$)	3,283,899,000
Personas físicas (\$)	3,662,238,000
Monto aceptado (\$)	6,946,137,000

Fecha de emisión: 15/03/2017  
Fecha de liquidación: 18/10/2017  
Fecha de vencimiento: 20/12/2017  
Agente liquidador: CRYL  
Código de CRYL: 46820  
Segmento: INTERNO



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Licitación de Letras Ene' 18 - 91 días de plazo -**

**Resultado Total**

Total ofertado (\$)	39,016,997,000
Total adjudicado (\$)	38,995,397,000
Ofertas Rechazadas (\$)	21,600,000
Rango de Precios	Entre 93.4179% y 99%
Precio de corte	93.6930%
Tasa de interés implícita	27.0002%

**Tramo Competitivo**

Número de ofertas	103
Monto ofertado (\$)	34,829,400,000
Monto aceptado (\$)	34,807,800,000

**Tramo no competitivo**

Número de ofertas	3,553
Monto ofertado (\$)	4,187,597,000
Personas jurídicas (\$)	1,770,578,000
Personas físicas (\$)	2,417,019,000
Monto aceptado (\$)	4,187,597,000

Fecha de emisión: 19/04/2017  
Fecha de liquidación: 18/10/2017  
Fecha de vencimiento: 17/01/2018  
Agente liquidador: CRYL  
Código de CRYL: 46821  
Segmento: INTERNO



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Licitación de Letras Mar' 18 - 154 días de plazo -**

**Resultado Total**

Total ofertado (\$)	20,521,568,000
Total adjudicado (\$)	20,013,568,000
Ofertas Rechazadas (\$)	508,000,000
Rango de Precios	Entre 89.5866% y 95%
Precio de corte	89.6713%
Tasa de interés implícita	27.3001%

**Tramo Competitivo**

Número de ofertas	50
Monto ofertado (\$)	18,448,500,000
Monto aceptado (\$)	17,940,500,000

**Tramo no competitivo**

Número de ofertas	1,658
Monto ofertado (\$)	2,073,068,000
Personas jurídicas (\$)	972,883,000
Personas físicas (\$)	1,100,185,000
Monto aceptado (\$)	2,073,068,000

Fecha de emisión: 21/06/2017  
Fecha de liquidación: 18/10/2017  
Fecha de vencimiento: 21/03/2018  
Agente liquidador: CRYL  
Código de CRYL: 46823  
Segmento: INTERNO



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Licitación de Letras May' 18 - 210 días de plazo -**

**Resultado Total**

Total ofertado (\$)	6,852,885,000
Total adjudicado (\$)	6,852,885,000
Ofertas Rechazadas (\$)	-----
Rango de Precios	Entre 86.4039% y 95%
Precio de corte	86.4039%
Tasa de interés implícita	27.3498%

**Tramo Competitivo**

Número de ofertas	21
Monto ofertado (\$)	5,585,700,000
Monto aceptado (\$)	5,585,700,000

**Tramo no competitivo**

Número de ofertas	801
Monto ofertado (\$)	1,267,185,000
Personas jurídicas (\$)	620,161,000
Personas físicas (\$)	647,024,000
Monto aceptado (\$)	1,267,185,000

Fecha de emisión: 16/08/2017  
Fecha de liquidación: 18/10/2017  
Fecha de vencimiento: 16/05/2018  
Agente liquidador: CRYL  
Código de CRYL: 46825  
Segmento: INTERNO



BANCO CENTRAL  
DE LA REPÚBLICA ARGENTINA

**Licitación de Letras Jul' 18 - 273 días de plazo -**

**Resultado Total**

Total ofertado (\$)	37,853,900,000
Total adjudicado (\$)	35,603,900,000
Ofertas Rechazadas (\$)	2,250,000,000
Rango de Precios	Entre 82.6839% y 95%
Precio de corte	83.0177%
Tasa de interés implícita	27.3499%

**Tramo Competitivo**

Número de ofertas	86
Monto ofertado (\$)	35,298,600,000
Monto aceptado (\$)	33,048,600,000

**Tramo no competitivo**

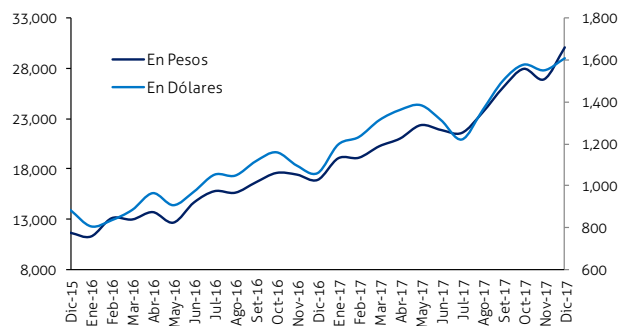
Número de ofertas	1,161
Monto ofertado (\$)	2,555,300,000
Personas jurídicas (\$)	1,701,863,000
Personas físicas (\$)	853,437,000
Monto aceptado (\$)	2,555,300,000

Fecha de emisión: 18/10/2017  
Fecha de liquidación: 18/10/2017  
Fecha de vencimiento: 18/07/2018  
Agente liquidador: CRYL  
Código de CRYL: 46828  
Segmento: INTERNO

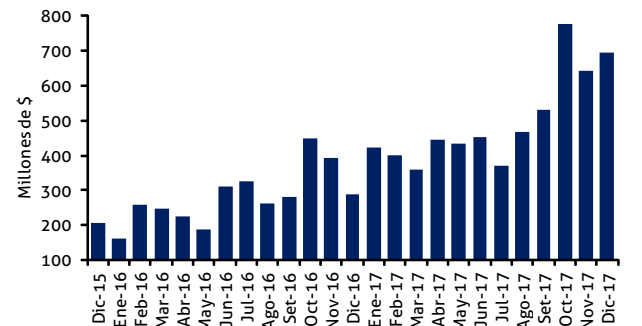
En el sitio de Internet de este Banco Central se podrá encontrar mayor información sobre las licitaciones de LEBACs.

- El 29 de diciembre, el Índice Merval cerró en un récord histórico de \$30.065,61. Con respecto al mes de noviembre, el Merval ganó 11,7% en pesos y 3,7% en dólares. Es el primer diciembre desde el año 2012 en que el índice registra un incremento, tanto en pesos como en dólares. Medido en pesos, el Merval acumuló un incremento de 77,7% desde fin de 2016, mientras que en dólares el alza fue del 51,8%.
- 24 de las 25 acciones más negociadas subieron de precio respecto de noviembre, de las cuales 15 superaron el aumento del Índice Merval.
- Entre las 3 acciones con mayores alzas se ubicaron BYMA (+39,34%), seguida por VALO(+29,73%) y por FRAN (+27,12%). Por otro lado, la única acción que registró una caída fue PGR (-18,99%).
- El volumen efectivo promedio diario de acciones se recuperó en 8,6% respecto a noviembre, alcanzando los \$696 M.
- A fin de diciembre, la capitalización de las empresas domésticas sumó \$2.061 MM, acumulando un crecimiento de 103,8% anual.

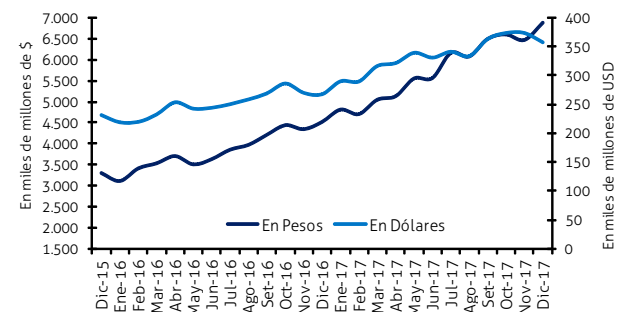
Mes	Índice Merval							
	En pesos				En dólares			
	Valor	m/m	a/a	2017	Valor	m/m	a/a	2017
Dec-17	30.065,61	11,7%	77,7%	77,7%	1.610	3,7%	51,8%	51,8%



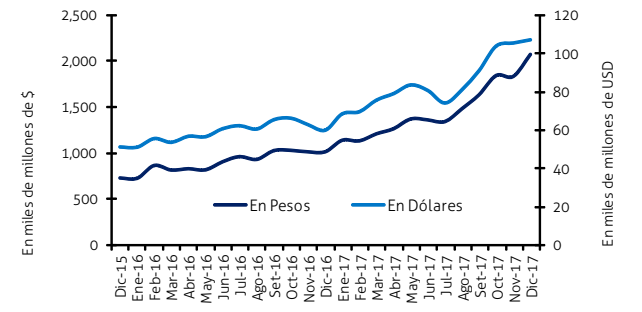
Mes	Volumen negociado en Acciones - Promedio diario (mill. de \$)				
	m/m	a/a	Acum. 2017	Var. Acum.	
	Dec-17	696	8,6%	498	76,7%



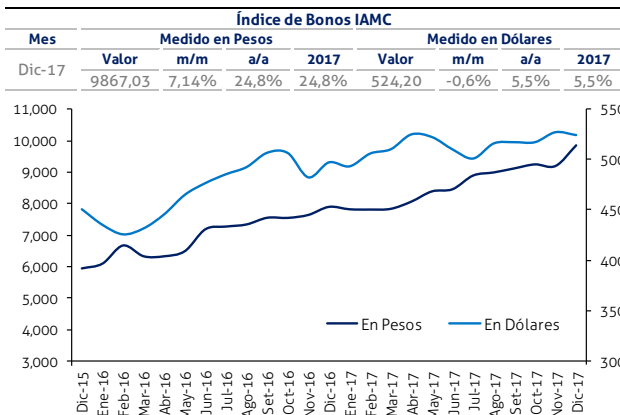
Mes	Capitalización total							
	Medida en Pesos				Medida en Dólares			
	MM \$	m/m	a/a	2017	M USD	m/m	a/a	2017
Dec-17	6.877	6,4%	52,4%	52,4%	356.884	-4,3%	34,1%	34,1%



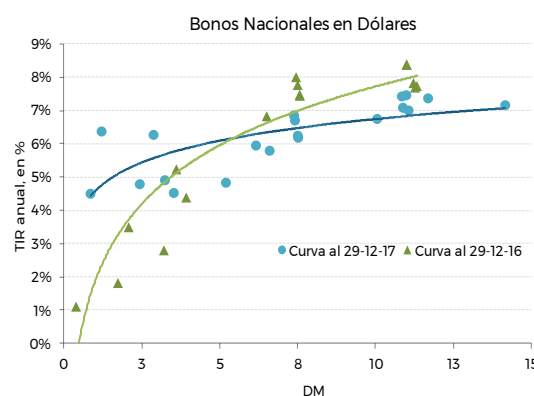
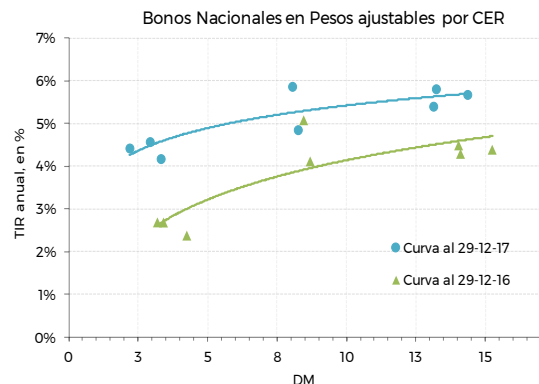
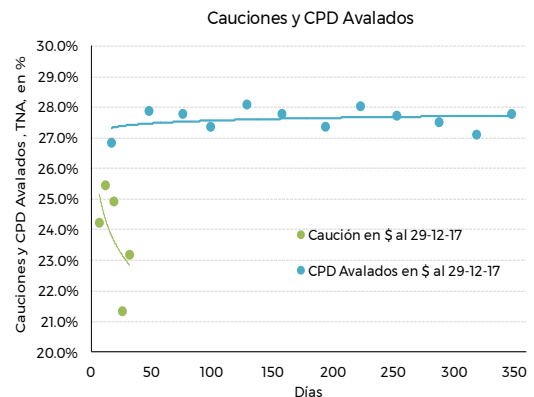
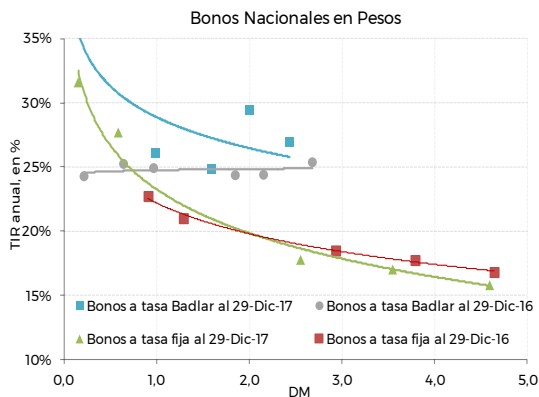
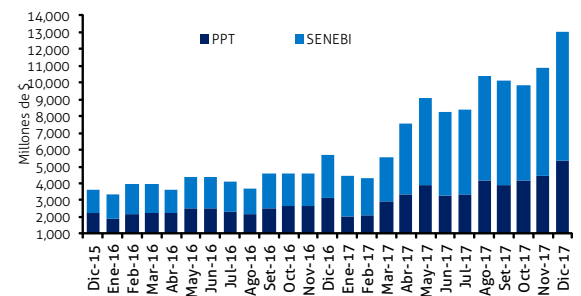
Mes	Capitalización de las empresas domésticas							
	Medida en Pesos				Medida en Dólares			
	MM \$	m/m	a/a	2017	M USD	m/m	a/a	2017
Dec-17	2.061	13,0%	103,8%	103,8%	106,951	1,6%	79%	79%



- El Índice de Bonos IAMC (IBIAMC), medido en pesos, marcó un máximo histórico el 29-Dic cerrando el mes en 9.867,028 puntos. Medido en pesos, el IBIAMC registró la décima alza consecutiva desde marzo (7,14% m/m) aunque en dólares<sup>1</sup> cayó un 0,6%. En 2017, el IBIAMC aumentó 24,8% y 5,5% en pesos y dólares, respectivamente.
- Los 25 bonos más negociados subieron de precio, de los cuales 18 superaron el alza del IBIAMC. Ente los instrumentos más negociados, las 2 mayores alzas fueron de bonos en dólares a largo plazo: PARY (10,63%) y AA37 (10,54%).
- El volumen efectivo operado en PPT alcanzó un récord histórico de \$101.391 M, un 14,8% superior al volumen de noviembre y un 10,4% por encima del máximo previo alcanzado en agosto.



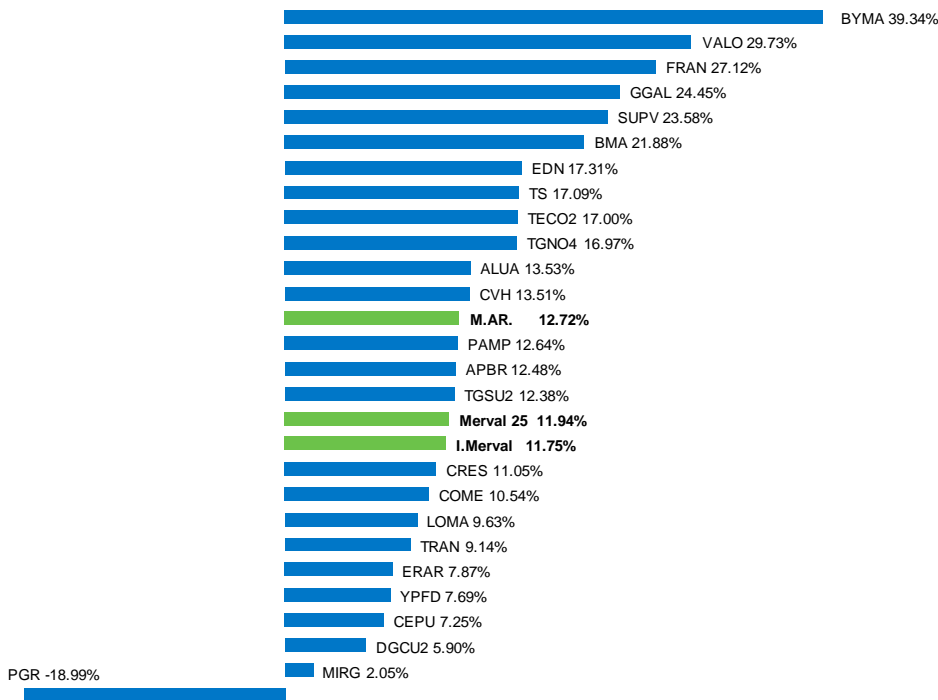
Mes	Volumen negociado en Títulos Públicos - Promedio diario (mill. de \$)				
	PPT	SENEBI <sup>(*)</sup>	Total	m/m	a/a
Dic-17	5,336	7,675	13,011	19%	130%



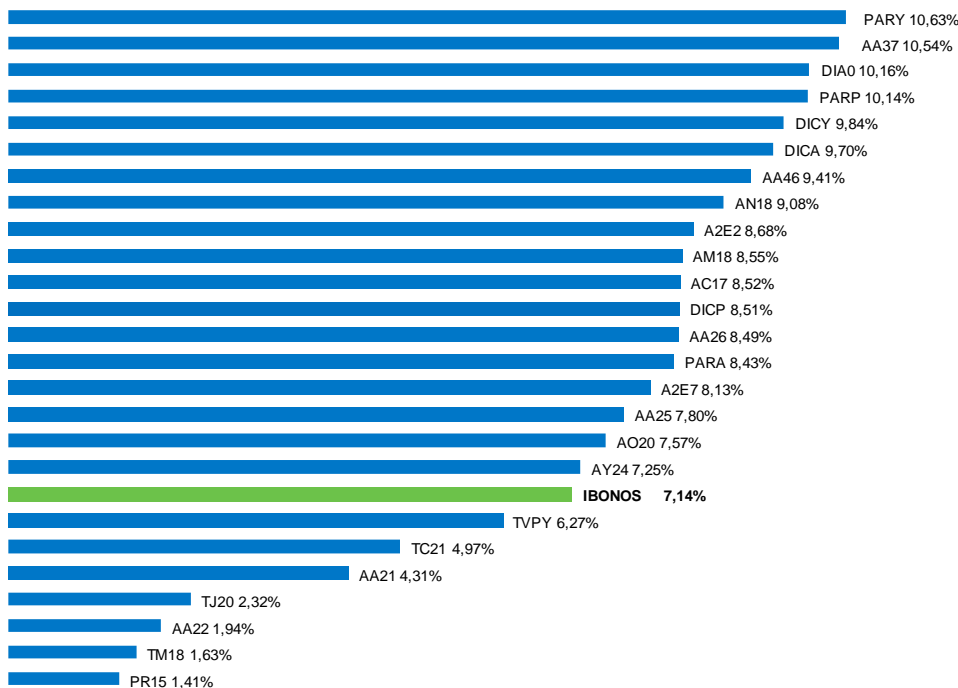
<sup>1</sup> Durante el mes, el tipo de cambio peso-dólar (bancos vendedor) se depreció 8,2%.

<sup>(\*)</sup> A partir del 30-03-17, según la Circular Merval 3570, se modificó la forma de calcular del volumen de SENEBI, por lo que no puede realizarse una comparación interanual.

VARIACIONES DE PRECIOS – ACCIONES MÁS NEGOCIADAS\*



VARIACIONES DE PRECIOS – BONOS PÚBLICOS MÁS NEGOCIADOS\*



**VOLUMEN NEGOCIADO (cifras en \$)<sup>1</sup>**

PRIORIDAD PRECIO-TIEMPO	Diciembre 2017	Noviembre 2017	Diciembre 2016
Acciones	13,223,757,881	12,820,166,393	5,503,694,614
Cedears	322,567,256	250,917,307	178,980,122
Titulos Públicos	101,391,089,194	88,345,821,818	59,868,604,745
Obligaciones Negociables	1,067,617,684	680,053,843	1,067,412,438
Fideicomisos Financieros	293,729,643	450,125,257	216,003,546
Certificados de Participación	59,552,133	118,198,860	44,989,248
Valores de Deuda Fiduciaria	234,177,510	331,926,397	171,014,298
Fondos Comunes Cerrados	65,032,500	1,733,820	
Cauciones y Pases	23,619,116,209	26,965,983,133	15,211,291,271
Opciones	491,259,682	349,186,764	228,555,240
Préstamos	1,324,566,800	1,997,461,395	861,809,706
<b>TOTAL PRIORIDAD PRECIO-TIEMPO</b>	<b>141,798,736,849</b>	<b>131,861,449,730</b>	<b>83,136,351,682</b>
Ejercicios	865,459,185	27,818,262	392,746,244

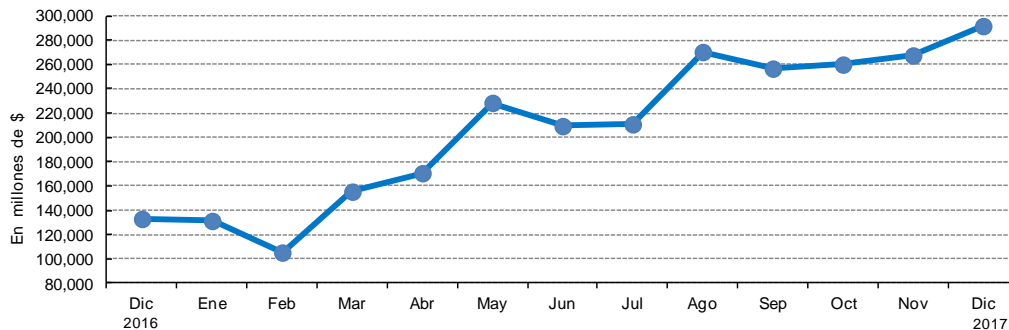
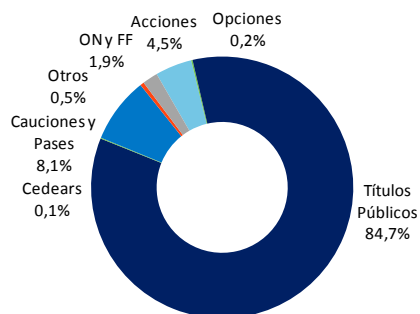
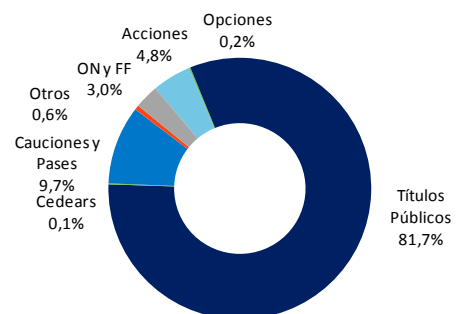
  

SENEBI	Diciembre 2017	Noviembre 2017	Diciembre 2016
Titulos Públicos	145,822,650,977	129,559,916,826	47,814,701,589
Obligaciones Negociables	3,548,847,019	5,918,889,091	1,963,794,757
Fideicomisos Financieros	624,248,622	256,550,619	119,913,158
Certificados de Participación	17,893,166	9,131,910	3,069,484
Valores de Deuda Fiduciaria	606,355,456	247,418,709	116,843,674
<b>TOTAL SENEBI</b>	<b>149,995,746,618</b>	<b>135,735,356,536</b>	<b>49,898,409,504</b>

VOLUMEN TOTAL	Diciembre 2017	Noviembre 2017	Diciembre 2016
	<b>291,794,483,467</b>	<b>267,596,806,266</b>	<b>133,034,761,186</b>

(\*) Desde el 03-08-16, los CPD y los Pagaré son operados a través de la plataforma de negociación administrada por el Mercado Argentino de Valores (MAV), según InfoMerval del 2-08-16.


**DICIEMBRE 2017**

**AÑO 2017**


## Reporte mensual

### Resumen ejecutivo

Indices bursátiles	Bolsa	Burcap	Merval	M. AR
Valor	1.307.017,09	85.981,27	30.065,61	29.844,78
Var. % mensual	14,06	15,19	11,75	12,72

Volatilidad anualizada	Bolsa	Burcap	Merval	Dow Jones
Nivel en %	21,90	23,89	22,64	6,69

#### Capitalización bursátil de empresas locales en \$

Valor al 31/12/2017 2.060.950.245.317

Montos negociados en millones de \$	Acciones	Valores Públicos	Otros	Monto Total
Promedio diario	650,5	13.020,8	1.694,2	15.365,4
Var. % mensual	1,70	19,44	-7,56	14,89

Durante el doceavo mes del año el índice Merval registró una suba del 11,75%, ubicándose en los 30.065,60 puntos. Si se lo mide en dólares, el indicador registró un crecimiento mensual del 3,47%, dado que el peso argentino se depreció un 7,99% respecto a la moneda de Estados Unidos, para cerrar el mes con una paridad de \$18,774 por dólar.

En el plano internacional, las bolsas de la región tuvieron comportamientos positivos durante diciembre. El índice Bovespa, de la bolsa de Brasil, mostró una suba del 6,16% en moneda local y del 4,89% en dólares. El Mexbol de la Bolsa de México registró una ganancia del 4,8% en moneda local y una caída del 0,63% si se lo considera en dólares. El índice IGBVL, de la Bolsa de Lima, marcó una suba mensual del 1,42% en moneda local; en dólares, operó con una ganancia del 1,19%.

Por su parte, el índice Dow Jones, de la bolsa de Nueva York, registró en diciembre una suba del 1,84% cerrando el mes en 24.719,22 puntos.

El monto total operado durante diciembre en el BYMA totalizó \$291.942 millones, con un promedio diario de \$15.365 millones; un 14,89% por encima del monto promedio registrado en noviembre.

La negociación en acciones totalizó el doceavo mes del año \$12.359 millones, con un promedio diario de \$650,5 millones, un 1,7% por encima de los valores registrados en el mes precedente.

Las acciones, en su conjunto, tuvieron una tendencia alcista, con 64 papeles en suba, 16 en baja y 5 sin cambios a lo largo de las 19 ruedas de diciembre. En cuanto al panel líder, 30 acciones obtuvieron rendimientos positivos y sólo 1 operó en baja a lo largo del mes.

Por su parte, la negociación de títulos públicos ascendió en el mes a \$247.394 millones, que significaron \$13.020 millones de promedio diario, un 19,44% por encima de lo registrado el mes anterior. El bono más operado fue el AY24, con un monto promedio diario de \$1.992 millones.

## Monthly report

### Executive summary

Stock Market Indexes	Bolsa	Burcap	Merval	M. AR
Value	1,307,017.09	85,981.27	30,065.61	29,844.78
Monthly % chg	14.06	15.19	11.75	12.72

Annualized Volatility	Bolsa	Burcap	Merval	Dow Jones
% Level	21.90	23.89	22.64	6.69

#### Local Corporations Market Cap in AR\$

Value as to 12/31/2017	2,060,950,245,317
------------------------	-------------------

	Stocks	Gvmt Bonds	Other	Total Amount
<b>Turnover</b> in AR\$ million	650.5	13,020.8	1,694.2	15,365.4
Daily Avge	1.70	19.44	-7.56	14.89
Monthly % chg				

Throughout the twelfth month of the year, the Merval Index grew by 11.75%, up to 30,065.6 points. If gauged in US Dollars, the Merval Index had a monthly increase of 3.47%, as the Argentine Peso depreciated by 7.99% vis-à-vis the US currency, to close the month at AR \$18.774 per US Dollar.

In the international scenario, the stock exchanges of the region had positive performance rates throughout December. The Brazilian Bovespa index grew by 6.16% in local currency terms —gauged in US dollars had a monthly gain of 4.89%. The Mexican Mexbol showed a positive change by 4.8% in local currency terms and a negative change by 0.63% gauged in US dollars. The IGBVL Index, of Lima Stock Exchange, had a monthly gain of 1.42% in local currency terms and by 1.19% gauged in US dollars.

The Dow Jones, of the New York Stock Exchange, grew throughout December by 1.84% and closed the month at 24,719.22 points.

Total trading value for December in the Stock Market Corp. BYMA was AR \$291,942 billion, with a daily average of AR \$15,365 billion —14.89% above the daily average trading value for November.

Total equity trading value amounted in the twelfth month of the year to AR \$12,359 billion, with a daily average of AR \$650.5 million; 1.7% above the figures for the preceding month.

Overall, stocks showed a positive trend, with 64 stocks up, 16 down and 5 unchanged throughout the 19 trading sessions of December. As for blue chips, 30 stocks had positive changes and 1 had a negative performance through the month.

As for Government bonds, throughout the month the trading value amounted to AR \$247,394 billion, accounting for an AR \$13,020 billion daily average —19.44% above the preceding month's level. The most liquid bond was AY24 with a daily average trading value of AR \$1,992 million.

## Reporte mensual

### Índices bursátiles

31 de Diciembre de 2017	Bolsa	Burcap	Merval	M. AR
Valor	1.307.017,09	85.981,27	30.065,61	29.844,78
Var. % mensual	14,06	15,19	11,75	12,72
Var. % desde 31.12.16	74,91	82,58	77,72	95,65
Var. % Interanual	74,91	82,58	77,72	95,65
<b>Máximo desde 31.12.16</b>	1.308.299,3	86.152,8	30.065,6	29.844,8
Var. % respecto al máximo	-0,10	-0,20	0,00	0,00
Fecha del máximo	28-dic	28-dic	29-dic	29-dic
<b>Mínimo desde 31.12.16</b>	764.380,5	48.530,3	17.504,8	15.941,3
Var. % respecto al mínimo	70,99	77,17	71,76	87,22
Fecha del mínimo	2-ene	2-ene	2-ene	2-ene

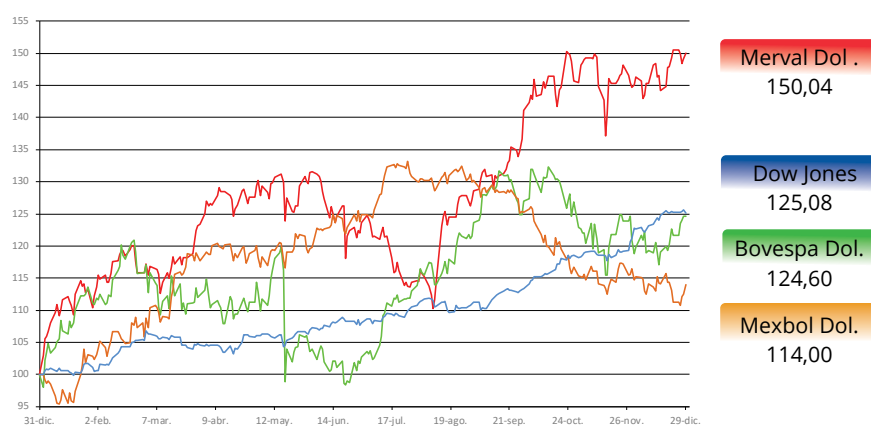
### Índices internacionales

31 de Diciembre de 2017	Bovespa	Chile	Merval	México	Perú	Dow	Nasdaq	S&P 500	Ibex35
Valor	76.402,1	5.564,6	30.065,6	49.354,4	19.974,4	24.719,2	6.903,4	2.673,6	10.043,9
Valor en dólares	23.067,6	9,1	1.601,4	2.511,9	6.170,6	24.719,2	6.903,4	2.673,6	12.048,7
Var.% mensual en moneda de origen	6,16	11,22	11,75	4,80	1,42	1,84	0,43	0,98	-1,64
Var.% mensual en U\$S	4,89	17,07	3,47	-0,63	1,19	1,84	0,43	0,98	-0,86
Var. % desde 31.12.16	26,86	34,04	77,72	8,13	28,31	25,08	28,24	19,42	7,40
Var. % desde 31.12.16 en U\$S	24,60	45,96	50,04	14,00	32,99	25,08	28,24	19,42	22,55

Fuente: Reuters

### Merval, Bovespa y Mexbol dolarizados - Dow Jones

Base 100 al 31/12/2016



Elaboración: Oficina IyD BCBA con datos de Reuters

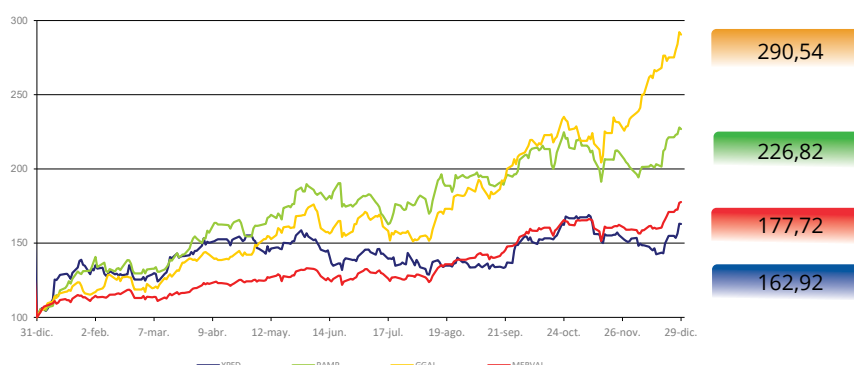
**Reporte mensual**
**Acciones**

Especie	Última cotización	Variación			Volatilidad	Beta	Participación en el Merval	Promedio diario de negociación en el mes
		mes	año	interanual				
AGRO	23,50	2,17%	35,37%	35,37%	45,36%	1,17	2,25%	4.525.356,1
ALUA	15,10	13,53%	61,05%	61,05%	41,30%	1,37	2,78%	8.838.985,1
APBR	95,55	12,48%	16,24%	16,24%	34,58%	0,91	4,97%	26.492.796,9
AUSO	106,55	1,91%	122,46%	122,46%	34,26%	0,63	1,27%	2.207.500,8
BHIP	13,60	13,33%	120,06%	120,06%	50,83%	1,24	1,16%	5.974.159,1
BMA	217,00	21,88%	113,79%	113,79%	53,72%	1,53	4,95%	28.788.958,5
BOLT	9,99	1,01%	231,78%	231,78%	47,28%	1,10	1,87%	3.823.633,3
BYMA	340,00	39,34%	N.D.	N.D.	34,47%	0,75	3,27%	39.056.326,3
CECO2	15,95	0,31%	51,18%	51,18%	52,78%	1,52	1,39%	2.909.491,9
CEPU	31,80	7,25%	44,57%	44,57%	26,90%	0,67	4,19%	15.731.358,2
COME	4,72	10,54%	73,21%	73,21%	47,56%	23,11	4,05%	17.163.241,7
CRES	40,70	11,05%	69,45%	69,45%	37,54%	1,19	3,30%	13.419.686,8
CTIO	57,20	6,32%	48,80%	48,80%	37,70%	0,91	1,46%	4.727.975,2
DGCU2	44,85	5,90%	220,36%	220,36%	44,59%	1,07	2,01%	6.342.368,3
EDN	45,75	17,31%	121,01%	121,01%	40,86%	1,05	2,44%	13.149.645,5
ERAR	14,40	7,87%	57,67%	57,67%	34,25%	1,09	3,90%	14.892.220,5
FRAN	154,00	27,12%	68,94%	68,94%	32,86%	0,77	3,64%	20.804.725,6
GGAL	123,70	24,45%	190,54%	190,54%	35,90%	1,12	7,98%	80.005.150,7
JMIN	76,80	22,28%	134,32%	134,32%	36,34%	0,81	1,51%	5.916.309,4
METR	45,00	25,00%	261,45%	261,45%	28,31%	0,61	1,14%	7.785.863,9
MIRG	512,85	2,05%	82,75%	82,75%	39,66%	1,18	2,60%	3.661.381,3
PAMP	49,90	12,64%	126,82%	126,82%	31,38%	1,03	8,47%	41.758.927,5
PGR	9,60	-18,99%	128,57%	128,57%	59,48%	0,63	3,49%	9.702.369,9
SAMI	118,80	3,08%	1,63%	1,63%	44,58%	0,96	1,39%	3.723.925,2
SUPV	112,40	23,58%	178,75%	178,75%	37,90%	1,10	1,73%	12.628.832,9
TECO2	136,75	17,00%	140,28%	140,28%	29,86%	0,59	2,59%	16.592.381,1
TGNO4	74,80	16,97%	445,99%	445,99%	36,80%	0,90	3,47%	21.699.812,5
TGSU2	83,05	12,38%	180,57%	180,57%	35,80%	1,06	3,24%	11.874.045,5
TRAN	48,95	9,14%	225,25%	225,25%	43,10%	1,03	3,99%	14.156.759,1
TS	295,00	17,09%	8,97%	8,97%	36,76%	0,41	3,86%	24.736.937,4
YPFD	421,75	7,69%	62,92%	62,92%	30,57%	0,86	5,60%	34.299.481,4

**Evolución de índices y precios**

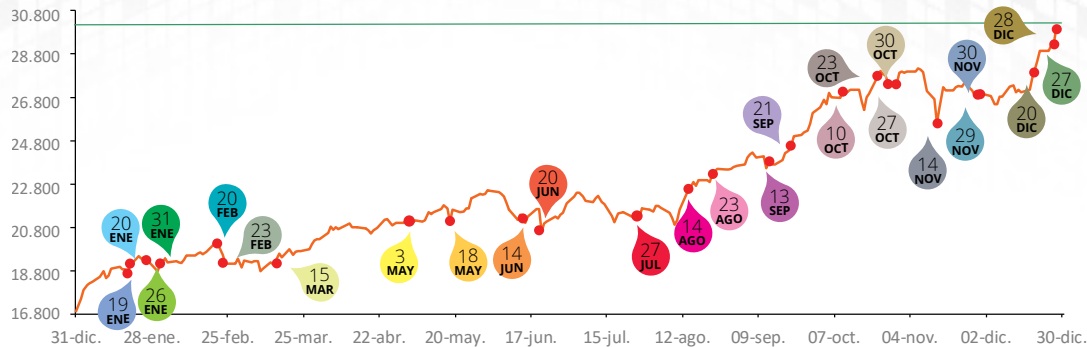
Diciembre 2017

Base 100 al 31-12-2016



## Reporte mensual

### Índice Merval Año 2017



- 19  
ENE Argentina colocó 7000 millones de dólares en el mercado internacional. La tasa promedio de la colocación fue de 6,3% comparada con una tasa promedio de 7,2% para la emisión realizada en abril de 2016. Los bonos a 5 años se colocaron a una tasa de 5,625% y se emitieron 3.250 millones de dólares. Por su parte, la emisión de bonos a 10 años se realizó a una tasa de 7% y se colocaron 3.750 millones de dólares.
- 20  
ENE Donald Trump asumió la presidencia de Estados Unidos.
- 26  
ENE El Ministerio de Finanzas informó el resultado de la colocación de Letras del Tesoro en Dólares 77 y 168 días y del BONCER 2021. Se colocaron en las letras un total de U\$S1.947 millones, de los cuales U\$S1.500 millones corresponden a la Letra a 77 días y U\$S447 millones corresponden a la Letra a 168 días. En cuanto al Bono del Tesoro en Pesos con Ajuste por CER fueron adjudicados VN \$11.741 millones.
- 31  
FEB El ministro de Energía y Minería, anunció que las tarifas de energía eléctrica en el Área Metropolitana de Buenos Aires aumentarán en forma desdoblada a partir del primero de febrero para alcanzar un incremento total promedio de entre 61% y 148%.
- 20  
FEB El índice Merval por primera vez cierra por encima de los 20 mil puntos y alcanza su máximo en pesos el día 21/02 al cerrar en 20.072,92.
- 23  
FEB Según las minutas de las conversaciones los funcionarios de la Reserva Federal Americana analizan la necesidad de subir nuevamente la tasa de interés de referencia en el corto plazo.
- 15  
MAR La Reserva Federal Americana subió la tasa de referencia un 0,25%. Es la primera suba de dicha tasa durante el gobierno de Trump. La FED anunció que probablemente se registren dos subas adicionales en 2017.
- 3  
MAY La Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo sin cambios las tasas de interés entre el 0,75% y el 1%, a la vez que consideró los recientes débiles datos de consumo y crecimiento como transitorios. Asimismo, mantuvo sus previsiones de dos subas adicionales del precio del dinero a lo largo de 2017.
- 18  
MAY La bolsa de San Pablo interrumpió sus operaciones al caer más de un 10% como consecuencia de la denuncia de corrupción contra el presidente brasileño Michel Temer. Las operaciones fueron suspendidas cuando el Bovespa caía un 10,47%.
- 14  
JUN La FED subió en 25 puntos base su tasa de interés de referencia, para ubicarla en un nivel de entre 1% y 1.25%. Con este ajuste, la Reserva Federal de Estados Unidos suma cuatro alzas a su principal herramienta de política monetaria desde diciembre de 2015.
- 20  
JUN El gestor de índices MSCI decidió no incorporar a Argentina a su índice de mercados emergentes, debido a la preocupación de los inversores, que esperan que las reformas de mercado puedan mantenerse largo tiempo para que sean irreversibles. Argentina es todavía considerado un mercado frontera. MSCI tomó una decisión similar en el caso de Nigeria.
- 27  
JUL La Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo las tasas de interés y no dio señales sobre otro aumento antes de fin de año ni mostró preocupación por la baja inflación. En cambio confirmó que planea comenzar "relativamente pronto" a reducir la cantidad de bonos comprados tras la crisis de 2008-2009 para inyectar entonces fondos y sostener a la mayor economía mundial.
- 14  
AGO Cambios se impuso a nivel nacional durante las PASO mientras que en provincia de Buenos Aires se mantenía una paridad técnica junto con el FPV, resultado mejor de lo esperado por las encuestadoras.
- 23  
AGO El gobierno de los Estados Unidos decidió aplicar fuertes aranceles de un 57% promedio contra el biodiésel argentino, medida que paralizará los embarques hacia ese destino, el único que tenía disponible el país.
- 13  
SEP El Banco Central volvió a dejar sin cambios la tasa de política monetaria en 26,25% anual, pero convalidó nuevas alzas en las que paga por las Lebacs en el mercado secundario. Asimismo, mediante intervenciones absorbió otros \$2000 millones.
- 21  
SEP El Indec informó que el Producto Bruto argentino aumentó un 2,7% interanual en el segundo trimestre y acumula un crecimiento del 1,6% en el año.
- 10  
OCT El FMI mejoró hoy su previsión de crecimiento para Argentina al 2,5% este año, pero advirtió que la tasa de inflación aún está "muy por encima" de las metas del Banco Central.
- 23  
OCT El oficialismo triunfó en las elecciones legislativas de medio término y, con este resultado, "Cambios" se consolida como la primera fuerza política a nivel nacional.
- 27  
OCT El BCE anunció que reducirá el programa de estímulos a la mitad, hasta 30.000 millones de euros mensuales a partir de enero de 2018. Además, decidió mantener sin cambios el tipo de interés de referencia en el 0%, mínimo histórico en el que la tasa permanece estable desde marzo de 2016.
- 30  
OCT La calificadora Standard & Poor's subió este lunes su calificación crediticia soberana de Argentina a "B+" desde "B", por sus expectativas de una mejora económica para el país, y dejó en "estable" la perspectiva para la nueva nota.
- 14  
NOV La calificadora Standard & Poor's anunció que considera la calificación de Venezuela como "default selectivo" porque el país no realizó dos pagos de intereses. Venezuela no abonó 200 millones de dólares en el pago de cupones por sus bonos globales con vencimiento en 2019 y 2024.
- 29  
NOV Moody's informó la suba de la calificación de Argentina de B3 a B2 con perspectiva estable. Los principales fundamentos para la suba fueron debido a reformas políticas positivas que han impulsado las perspectivas de crecimiento económico.
- 30  
NOV Argentina asumió formalmente la presidencia del G20, foro de las principales economías del mundo que en 2018 tendrá su evento anual más importante en Buenos Aires. El lema de la presidencia argentina será "construyendo consenso para un desarrollo equitativo y sostenible".
- 14  
NOV La estimación provisoria del PBI por parte del Indec arrojó en el tercer trimestre de 2017 un avance de 4,2%. Con respecto al segundo trimestre arrojó una variación positiva de 0,9%; y un acumulado en los primeros nueve meses de 2,5%.
- 29  
NOV El Senado aprobó las leyes de Presupuesto 2018, de reforma tributaria y de prórroga del impuesto al cheque con los votos del oficialismo y de la gran mayoría del bloque justicialista.
- 30  
NOV El Gobierno decidió "recalibrar las metas de inflación para los próximos años". Para el año 2018, la meta de inflación va a ser del 15%, y a partir de ahora, se va a trabajar con números específicos y no con rangos.

## Reporte mensual

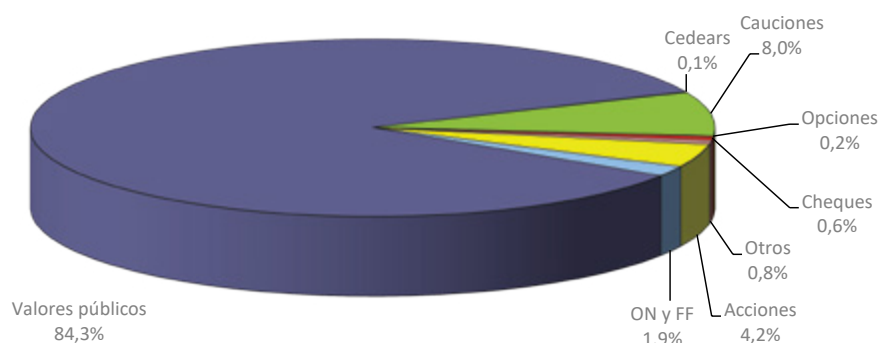
### Dividendos pagados

En efectivo	Fecha de pago	Monto total en \$	\$ por acción
Nuevo Continente S.A.	1-dic-17	2.835.000	0,900
Leyden S.A.	11-dic-17	483.724	0,020
Holcim (Argentina) S.A.	14-dic-17	725.237.212	2,060
García Reguera S.A.	27-dic-17	12.000.000	6,000
YPF S.A.	27-dic-17	716.000.000	0,182
Telecom Argentina S.A.	29-dic-17	4.150.312.272	4,282

		Monto total en U\$S	U\$S por acción
Telefónica S.A.	14-dic-17	N.D.	0,2000

### Montos negociados datos al 12/17



### Bonos más negociados

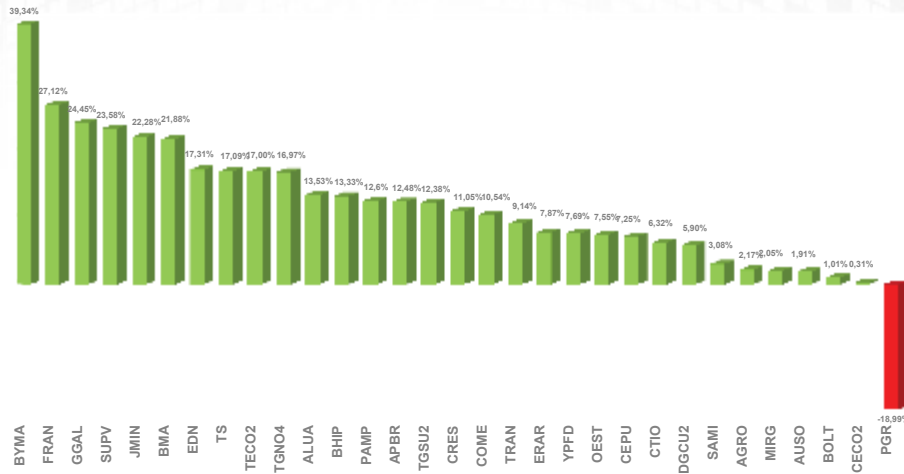
Código	Cotización (C/100 V.R. en \$)	Valor Técnico (C/100 V.N.)	Paridad	TIR anual (en moneda de emisión)	D.M.	% de Valor Residual	Monto efectivo negociado en \$	Promedio diario negociado en \$
AY24	2.174,00	101,385	114,85%	4,43%	3,27	100,00%	33.871.604.026	1.992.447.296
DICA	3.089,00	140,333	117,90%	6,12%	7,54	100,00%	12.077.414.175	710.436.128
DICP	800,00	728,187	109,86%	4,73% + CER	8,270	100,00%	2.917.362.687	171.609.570
DICY	3.110,00	140,333	118,70%	6,02%	7,560	100,00%	2.839.659.158	167.038.774
TJ20	107,70	101,103	106,53%	27,51%	1,740	100,00%	2.721.596.389	160.093.905

Datos al cierre 31/12/2017

Para los cálculos de Paridad y TIR de los Bonos nominados en dólares se considera la cotización en AR\$ y el Tipo de Cambio de Referencia del BCRA  
 Montos negociados del 01/12/2017 al 27/12/2017

**Reporte mensual**

## Rendimiento de acciones del Merval diciembre 2017

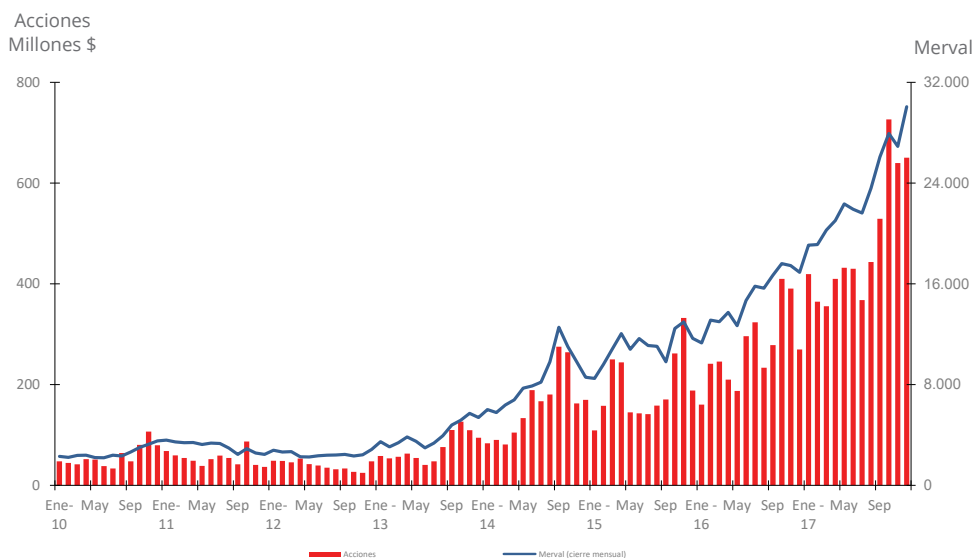


## Total de montos negociados en millones de pesos

Diciembre 2017	Acciones	ON y FF	Valores Públicos	Cedears	Cauciones	Opciones	Cheques	Otros	Total
Monto negociado	12.359,50	5.510,15	247.394,39	321,36	23.610,32	491,26	1.673,65	2.255,85	291.942,83
Promedio diario	650,50	290,01	13.020,76	16,91	1.242,65	25,86	88,09	118,73	15.365,41
Var. % mensual	-3,4	-21,9	13,5	28,1	-12,5	40,7	15,8	11,31	9,1
Var. % 12/2016	141,3	65,1	134,3	91,8	56,3	114,9	76,6	2,69	121,6

*Nota: Cifras provisionales a Diciembre de 2017*

## Montos promedio diarios en acciones e Índice Merval



[www.bolsar.com](http://www.bolsar.com)

**Reporte mensual**

## Indicadores económicos

Actividad (*)	Período	Variación		Acumulado en el año
		Período / anterior	Interanual	
PBI (base de 2004)	III Trim-17	0,9%	4,2%	2,5%
EMAE	oct-17	0,2%	5,2%	2,8%
Estimador mensual industrial	nov-17	N.D.	3,5%	1,9%
Actividad de la construcción	nov-17	N.D.	21,6%	12,6%
Ventas en supermercados	oct-17	6,5%	20,0%	20,5%
Ventas en centros de compras	oct-17	16,2%	20,6%	15,5%

Intercambio comercial en millones de u\$s	Período	Valor	Var. Interanual (mes en curso)	Var. Interanual del periodo
Exportaciones	Ene - Nov	53.881	-4,9%	1,2%
Importaciones	Ene - Nov	61.538	30,2%	19,9%
Saldo	Ene - Nov	-7.656	-1342,7%	-495,7%

Precios	Período	Valor	Acumulado en el año	Var. interanual
Precios al consumidor (IPC-SL)	nov-17	1,4%	21,0%	N.D.
Precios mayoristas (IPIM)	nov-17	1,5%	16,9%	17,7%
Costo de las construcción (ICC)	nov-17	0,6%	23,7%	24,7%

Mercado laboral	Período	Valor	Var. mensual	Valor periodo anterior
Tasa de actividad	III Trim-17	46,3%	N.D.	45,4%
Tasa de empleo	III Trim-17	42,4%	N.D.	41,5%
Tasa de desempleo	III Trim-17	8,3%	N.D.	8,7%
Índice de salarios	oct-17	127,60	1,50%	125,70

**Reporte mensual**

## Indicadores económicos

Finanzas públicas en millones de pesos	Período	Valor	Var. mensual	Var. interanual
Ingreso	nov-17	172.670	2,3%	18,4%
Gasto primario	nov-17	202.332	0,5%	27,2%
Gasto total	nov-17	218.691	-5,2%	32,0%
Resultado primario	nov-17	-29.662	8,7%	-123,0%
Resultado financiero	nov-17	-46.021	25,7%	-131,8%

Tasas de interés de referencia	Período	Valor	Var. mensual	Var. interanual
Badlar (total bancos informantes)	dic-17	22,00%	-4,61%	12,82%
Call 7 días (promedio ponderado por montos)	dic-17	30,52%	2,48%	13,46%
Prestamos entre entidades financieras en \$	dic-17	27,58%	-2,75%	7,23%
LEBAC 35 días	dic-17	28,75%	0,00%	16,16%
TM20 (en \$ de bancos privados)	dic-17	23,44%	-1,32%	N.D.
Unidad de Valor Adquisitivo - UVA	dic-17	21,15	1,44%	N.D.

Recaudación impositiva en millones de pesos	Período	Valor	Var. mensual	Var. interanual
Total	nov-17	224.464	2,2%	23,1%
Ganancias	nov-17	47.424	-2,8%	26,4%
IVA	nov-17	74.274	6,9%	41,8%
Derechos de exportación	nov-17	4.479	16,5%	-11,7%
Créditos y débitos en Cta. Cte.	nov-17	16.211	14,0%	30,6%

Monetario y de intercambio	Período	Valor	Var. mensual	Var. interanual
Reservas del BCRA en mill. u\$s	28-dic-17	56.150	2,91%	44,8%
Tipo de cambio real multilateral	dic-17	94,15	9,3%	4,0%

Indicadores privados	Período	Valor	Var. mensual	Var. interanual
Riesgo País	dic-17	348	-2,52%	-23,52%
Encuesta de expectativas de inflación (Di Tella) (1)	dic-17	20,0%	N.D.	N.D.
Indice de Confianza del consumidor (Di Tella)	dic-17	43,18	-15,5%	-2,92%
Indice Lider (Di Tella)	nov-17	187,87	-0,2%	17,7%

\* Series desestacionalizadas

Acumulado del año (Variación acumulada del año respecto al acumulado del mismo período del año anterior)

Para las Ventas en Supermercados y Centros de Compra se consideran los datos a Precios Constantes

(1) El dato de encuesta de expectativas de inflación de la Universidad Torcuato Di Tella corresponde a la mediana de respuesta

(2) El dato del índice de demanda laboral de la Universidad Torcuato Di Tella corresponde a Capital y GBA

## Reporte mensual

### Calendario del próximo mes Datos provisorios al 29/12/2017

Corrobore los datos en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com).

<b>1</b> Feriados Bursátiles: Año Nuevo	<b>2</b> Vencimientos Presentación de Estados Contables Pago de renta - BGA18 Pago de amortización - PROR3; CG9BO; CG9AO	<b>3</b> Pago de renta - AA22; RICLO; MTCFO; BZS9O	<b>4</b> Pago de renta - PR15 Pago de renta y amortización - RNG21; TUCS1; RNG22; RNG13; CHSG1; RNG23; NO20; NF18	<b>5</b> Pago de renta - RICNO; CLCAO; RIH2O; RICMO; RICOO; GPWBO; RIP1O; GPWAO; RIP2O Pago de renta y amortización - PSE2
<b>8</b> Pago de renta - XL36; XL28; RN20; AL28; AL36; JHC7O; RCC9O; RIQ2O; RIQ1O; SSC1O; SA24D; CCC1O; DT11O; SNS1O; GNCFO Pago de renta y amortización - NSC3O; CG8BO	<b>9</b> Vencimientos Presentación de Estados Contables Pago de renta y amortización - CGEDO; CGEPO	<b>10</b> Pago de renta - MI31; RIH1O; RAC2O; RIR1O; RIR2O Pago de renta y amortización - CGAAO; CGABO	<b>11</b> Vencimientos Presentación de Estados Contables Pago de renta - MRC1O; FPC1O; TN37O	<b>12</b> Pago de renta - BH40O; THCBO; BPC6O Pago de amortización - LTDE8
<b>15</b> Pago de renta - BTCKO; TNZ2O; STC1O; BMCKO; XNC4O; NLC1O; DLS2O; AE28; AE23; AE22; AE27; RICGO; QCC6O Pago de renta y amortización - BTCJO; PR13	<b>16</b> Pago de renta y amortización - LRC1O	<b>17</b> Pago de renta - TFU27	<b>18</b> Pago de renta - YCAHO; YCAIO Pago de amortización - LB2E8; LB3E8; LBE18; Pago de renta y amortización - BBE18; BZS8O	<b>19</b> Pago de renta - BYC2O; BOC3O; BOC5O Pago de renta y amortización - BSCJO
<b>22</b> Pago de renta - PBE23; CLISO; BNCEO; BNCBO; OIRX7; THC9O; PSSPO; THCAO; GNCLO; GL30; PTSTO; TC21 Pago de renta y amortización - BD2C8; BNCDO; PUO19; TGCDO	<b>23</b> Pago de renta - BD4C8; BDC22; RIK3O; RIK1O; RIK2O; RIK4O	<b>24</b> Pago de renta - GPRBO; MGC1O; CF2AO; THC7O; THC8O; TCR1O; TCR2O; CMC4O Pago de renta y amortización - SA18P; GPRAO Pago de amortización - LCE18	<b>25</b> Pago de renta - LDC5O; CNL1O; CNL2O; CDCBO; LSC2O Pago de amortización - LEE18	<b>26</b> Vencimiento Opciones sobre Títulos Públicos Pago de renta - PUL26; BP21; A2E2; A2E7; X2E2; X2E7; TCQ2O Pago de renta y amortización - NRH2; BUE18 Pago de amortización - CLE18; L2DE8;
<b>29</b> Pago de renta - CO26; GMFRO; MR1AO; YCA6O; SV5JO; SV5KO; BDCDO; BDCEO; RB34O; RB35O; YPCNO; BTCIO Pago de renta y amortización - MBCUO; BDC9O; NDG21; BDC2O; TDEC Vencimientos Presentación de Estados Contables	<b>30</b> Pago de renta - BG2A8; OYP17; CLC4O; RB36O Pago de renta y amortización - PMO18; CG9BO; CG9AO; DLS1O; CHS7O	<b>31</b> Pago de renta - GRCEO; GL82O		

# Si mejora nota del país, ingresarían unos u\$s 5.500

## M

**LO ANTICIPA EL ÚLTIMO INFORME DEL J.P. MORGAN SOBRE LA ARGENTINA - Son inversiones destinadas al mercado de capitales que llegarían si en junio la Argentina se incorpora al índice MSCI como "economía emergente".**



Caetano Mohorade

**J.P. Morgan**

Completed 14 Feb 2018 04:25 PM EST  
Disseminated 14 Feb 2018 04:20 PM EST  
Latin America Equity Research  
14 February 2018

### Argentina Equity Strategy

#### MSCI: Ready This Time? Inflows Could Amount to US\$5.5 bn

By the end of June, we should have a decision from MSCI regarding Argentina's potential reclassification to Emerging Markets from Frontier. We believe the chances of reclassification are higher this year, as the sole reason not to reclassify it in 2017 was that the positive market accessibility changes "needed to remain in place for a longer time period to be deemed irreversible." A year has gone by, and the changes remain in place, and have been supported by additional events like the strong political support Maeri got in the mid-term elections (October 2017) and the elimination of the capital gain tax to foreigners, which has boosted traded volume in the local market YTD. If the reclassification goes through, we estimate the potential inflows in more than US\$5.5 bn, concentrated in 14 stocks. This would be a strong driver for the stock market, in our view, and act as an additional catalyst to our OW recommendation on Argentina. We estimate on average 34 trading days of inflows if the reclassification materializes. Our OW-rated Argentine stocks are **YPF** (Rodolfo Angele), **Supervielle** (Yun Fernandez), **IRCP** (Marcelo Motta), **Globant** (Tien-tsin Huang) and **Adecoagro** (Lucas Ferreira).

- **Potential weight of Argentina in MSCI EM is now 0.64%, up from 0.43% a year ago.** The first thing that stands out when updating our simulation on MSCI Argentina is the weight it would have in MSCI EM, which increases by 50% to 0.64% of the Index. As MSCI is a market cap weighted index, this is mainly driven by two factors: 1) Argentina's outperformance in 2017, up 72% versus 34% of EM, and 2) a 40% increase in the amount of stocks that fulfill the requirement to be part of the Index, currently 14 versus 10 a year ago.
- **According to our estimates, potential inflows add up to US\$5.5 bn.** These estimates only consider flows related to the following sources: 1) **Passive flows:** We estimate that there are 14 stocks that would be included in the index, which currently have no exposure.

**SC/AN Equity Strategy**  
**Diego Celedon** <sup>AC</sup>  
(55-22) 425-5245  
diego.celedon@jpmorgan.com  
**Bloomberg** JPMA CFI FDCN <RC>  
Inversiones J.P. Morgan Limitada  
**Emy Shayo Cherman**  
(55-11) 4950-6084  
emy.shayo@jpmorgan.com  
Banco J.P. Morgan S.A.  
**Nur Cristiani, CFA**  
(52-55) 5540-9374  
nur.cristiani@jpmorgan.com  
J.P. Morgan Casa de Bolsa, S.A. de C.V.,  
J.P. Morgan Grupo Financiero  
**Jainik R Medy**  
(91-22) 6157-5114  
jainik.medy@jpmorgan.com  
J.P. Morgan India Private Limited  
**Pedro Martins Junior, CFA**  
(55-11) 4950-4121  
pedro.x.martins@jpmorgan.com  
Banco J.P. Morgan S.A.

Cautela. Los fondos no llegarán por una mejor perspectiva sobre el país. La nueva categoría permitirá la entrada de flujos que estaban "bloqueados".

Pese a la incertidumbre actual que prevalece en los mercados internacionales, con la tasa a diez años en niveles cercanos al 3% (ayer cerró en 2,89%) y la volatilidad registrada en las últimas semanas, la Argentina parece continuar teniendo el visto bueno desde el exterior, pese a los conflictos en la "macro" actual. El banco de inversión JP Morgan presentó un informe en donde proyectó ingresos para el país que podrían superar los u\$s5.500 millones en caso de que la Argentina ingrese en la categoría de "economía emergente" en el MSCI, que mide el Morgan Stanley, lo que podría ser anunciado a mediados de junio. El año pasado, la medida fue postergada debido a los temores que despertó un posible retorno de la expresidente Cristina Fernández de Kirchner. Pero la victoria del oficialismo en las elecciones legislativas de octubre pareció disipar estas dudas.

Esta recategorización actualmente Argentina es considerada como economía de frontera-, en caso de que se genere el ingreso de capitales estimado, sería un fuerte impulso para el mercado de acciones. Según las proyecciones del JP Morgan, los flujos estarían concentrados en 14 acciones, entre las que se destacan YPF, Grupo Financiero Galicia, Banco Macro, Telecom Argentina, Pampa Energía, Banco Francés, Siderar, Transportadora Gas del Sur, Grupo Supervielle, Arcos Dorados, Edenor, IRSA, Globant y Adecoagro. Además, el peso ponderado para la Argentina en el MSCI de mercados emergentes sería del 0,64%, frente al 0,43% que se esperaba un año atrás. Según explicó el banco de inversión, esto se debe al "gran desempeño del país en 2017, con un alza del 72% frente al 34% de los mercados emergentes" y al "incremento del 40% en la cantidad de acciones que cumplen con los requerimientos para formar parte del índice (el año pasado eran 10)". El país se ubicaría así por encima de países como Chile y Colombia, que poseen actualmente tres y nueve empresas, respectivamente, pero por debajo de Chile (19).

No obstante, hay que aclarar que los flujos estimados no ingresarían al país por una mejor perspectiva para la Argentina para este año. Las perspectivas para el país registraron una merma, tras los cambios de metas de inflación (del 10% al 15%), junto con la baja de tasa del Banco Central, lo que llevó a un incremento en las expectativas de dos puntos para este año se espera que el costo de vida crezca en 2018 un 19,4%-. Esta situación, sumada a la depreciación del dólar en enero, llevó a que el mercado argentino registrara el peor desempeño en lo que va del año entre los mercados emergentes, con una caída del 7,4% en dólares, según el JP Morgan. Lo que ocurre es que el ingreso de Argentina en la nueva categoría permitiría la entrada de ciertos fondos que estaban "bloqueados" hasta el momento. Actualmente, hay aproximadamente u\$s463.000 millones en flujos pasivos que operan en los mercados emergentes y actualmente no se focalizan en la Argentina. La asignación del 0,64% de estos fondos le generaría al país ingresos por u\$s 2.950 millones, según el banco de inversión. Pero además, también se encuentran los flujos activos, que manejan aproximadamente u\$s1.2 billones a nivel global, y su exposición actual para la Argentina es del 0,41%. La inclusión del país en el índice implicaría un ingreso del 0,23% extra de los flujos hacia el país, lo que se traduciría en unos u\$s2.700 millones adicionales, totalizando los u\$s 5.700 millones, monto similar a 34 días de operaciones, considerando el volumen promedio actual de ADRs y de acciones locales.