

Este documento ha sido descargado de:
This document was downloaded from:



**Portal *de* Promoción y Difusión
Pública *del* Conocimiento
Académico y Científico**

<http://nulan.mdp.edu.ar> :: @NulanFCEyS

Universidad Nacional de Mar del Plata
Facultad de Ciencias Económicas y Sociales

TESIS DE GRADO
Licenciatura en Economía

***“Financiamiento de Proyectos de Inversión
PyME en el Mercado de Capitales:
Un estudio de caso local”***

González Ramos, Alejandro

Mar del Plata, 2015

***“Financiamiento de Proyectos de Inversión
PyME en el Mercado de Capitales:
Un estudio de caso local”***

Autor: González Ramos, Alejandro

Director: Mg. Sosa, Marcelo

Comité Evaluador:

C.P.N. Berrojalvis, Carlos A.

C.P.N. González, Nicolás

Mg. Sosa, Marcelo

RESUMEN

El objetivo de la presente investigación consiste en interpretar cuáles son los factores que permiten que el financiamiento bursátil de proyectos de inversión pueda llegar a ser una alternativa viable por parte de las medianas empresas, resultando como potencial solución a los problemas de brecha financiera. Para ello, se realiza un estudio de caso de “INGACOT S.A.”, una mediana empresa agropecuaria que logró emitir obligaciones negociables por \$15.000.000 (el monto máximo legislado actualmente) resultando ser un caso pionero y único a nivel local para el contexto financiero en el que se desenvuelven este tipo de empresas.

La idea del trabajo consiste en mostrar qué características particulares tuvo la empresa para poder acceder este tipo de financiamiento, desarrollándose posteriormente qué camino tuvo que realizar la compañía para poder alcanzar su objetivo. De esta forma, se busca que pueda servir de guía para otras empresas, que por razones de desconocimiento o desconfianza, no tengan presente esta forma de financiarse.

Las principales conclusiones a las que se arribó fueron que más allá de que la empresa contara con aceptables indicadores de liquidez, solvencia y rentabilidad, la brecha financiera se vio reducida por el alto nivel de formalidad visto en su carácter fuerte y transparente de sus estructuras administrativas; contar con propietarios con *factor entrepreneur*, con capacidad para formar equipos económicos profesionales, diversificar actividades e identificar fuentes de financiamiento más sofisticadas que las tradicionales; la trayectoria y dimensión de la empresa – fortalecida por su pertenencia a un grupo económico - y la presentación de garantías adecuadas. Por otro lado, en torno a los resultados de la negociación de obligaciones negociables, la creación del inciso “k” en el “*Reglamento General de la Actividad Aseguradora*” (2012) fue relevante dado que permitió que haya mayores fondos disponibles para ser destinados a la compra de títulos de deuda realizados por las PyMEs, aumentando así los montos a colocar y disminuyendo los costos financieros totales.

PALABRAS CLAVE

PyMEs – BRECHA FINANCIERA – ENTREPRENEUR – MERCADO DE CAPITAL – BURSÁTIL –
BANCOS- SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA – OBLIGACIONES NEGOCIABLES

ABSTRACT

The objective of the following investigation is to analyze which are the factors that determine stock capitalization as a potential alternative to be made by the SMEs, being that a possible solution to the founding gap. To that end, I made a case study of the SME “INGACOT S.A.”, an agricultural enterprise which achieved the emission of negotiable securities for \$15.000.000 (the maximum amount allowed by law). This situation has been a unique case for the finance context in which this kind of enterprise works.

This work allows to know what path the company followed to succeed in the use of that financial instrument. This way, the investigation would be useful for other enterprises which would like to try that kind of negotiable document, but by the lack of information or mistrust, they don't dare do it.

The main conclusions have indicated that the SME analyzed didn't need outstanding indicators, being the most important stages, to have strong and transparent administrative structures; entrepreneur owners with the ability to build professional teams and to think diversification strategies; a company's track record and a proper guarantee for the project. On the other hand, the creation of the article “k” in the *“General Rules for the Insurance Activity”* (2012) was a very important step which allowed that more resources were available for being invested on debt securities made by SMEs. Therefore, this previous situation enables to extend the deadlines, raise the amounts of money and decrease the interest rate.

KEY WORDS

SMEs – FUNDING GAP – ENTREPRENEUR – CAPITAL MARKET – STOCK EXCHANGE – BANKS –
MUTUAL GUARANTEE SOCIETIES - NEGOTIABLE SECURITIES

AGRADECIMIENTOS

El siguiente trabajo está dedicado especialmente a mis padres, quienes nunca dudaron en incentivarme en estudiar una carrera universitaria, dándome todas las herramientas que estuvieron a su alcance, ya sea desde mi madre escuchándome dar las lecciones de las materias, hasta mi padre con sus cotidianas charlas de finanzas, introduciendo marginalmente la economía en casa. Y en especial, les agradezco profundamente a ambos que me hayan permitido dedicar plenamente al estudio durante estos 6 años. Los quiero mucho.

Por otro lado, también deseo dedicar este trabajo al Ingeniero Gustavo Ontiveros, una persona que fue muy importante durante mi crecimiento como estudiante y que me entregó herramientas de estudio que resultaron claves para mi desarrollo universitario.

Por último, quiero agradecer la excelente predisposición de mi director, el Lic. Marcelo Sosa, que me permitió terminar mi tesis en tiempo y forma, guiándome desde el difícil momento de la elección del tema, hasta las correcciones finales que permitieron cerrar de una vez esta etapa en mi vida. Al mismo tiempo, agradezco a la Lic. Luciana Espasandín y al C.P.N. Gabriel Vicente por su buena voluntad para ser entrevistados para esta investigación.

INDICE

INTRODUCCIÓN	8
Objetivos y Justificación	11
CAPÍTULO 1: MARCO TEÓRICO	12
I. Brecha Financiera	12
I.a) Oferentes de fondos.....	13
I.b) Demandantes de fondos	18
<i>I.b).1 Ciclo de Vida de las empresas.....</i>	<i>18</i>
<i>I.b).2 Brecha de Conocimiento</i>	<i>19</i>
<i>I.b).3 Características del propietario PyME: Entrepreneurship</i>	<i>20</i>
<i>I.b).4 Informalidad.....</i>	<i>23</i>
II. Las PyMEs y el Mercado de Capitales	23
II.1 Negociación de cheques de pago diferido.....	24
II.2 Emisión de Obligaciones Negociables y su régimen simplificado para PyMEs.....	25
II.3 Fideicomisos Financieros	26
III. Sociedades de Garantía Recíproca (S.G.R.).....	29
III.1 Estructura de las S.G.R.	30
III.2 Órganos de las S.G.R.	31
III.3 Beneficios impositivos y comerciales.....	32
III.4 Fondo de Riesgo y límites operativos	33
III.5 Requisitos para la aceptación de los socios partícipes	33
CAPÍTULO 2: METODOLOGÍA.....	36
CAPÍTULO 3: DESARROLLO	40
I. Descripción de la empresa	40
II. INGACOT y la negociación de Cheques de pago diferido	41
III. INGACOT y la emisión de Obligaciones Negociables	50
III.a Estudio jurídico y agente colocador.....	52
III.b Oferta Pública (CNV) y Cotización de los Valores (BCBA)	54
III.c Calificadoras de Riesgo	56
III.d Condiciones finales de la emisión	59
III.e Resultados.....	62
III.f Modelo resumen de factores determinantes del éxito	62
CAPITULO 4: CONCLUSIONES	646
BIBLIOGRAFÍA.....	71

ANEXO	75
Anexo I. Detalle del Inciso “k”	76
Anexo II. Características del prospecto de emisión	78
Anexo III. Guía de Entrevista.....	80
Anexo V. Estados Contables INGACOT SA. 2006.....	82
Anexo VI. Estados Contables INGACOT SA. 2012.....	89

INTRODUCCIÓN

Es generalizado el consenso que se da en las economías del mundo acerca del relevante rol que cumplen las pequeñas y medianas empresas, ya sea colaborando con el PBI, la innovación o la creación de empleo. Según un informe de la Fundación “*Observatorio PyME*” (2013) se señala que a medida que se expande la economía, las PyMEs toman un mayor papel en el proceso de agregación de valor y empleo formal. En los países de ingresos bajos (menos de USD 1.000 per cápita), las PyMEs generan un **16%** de riqueza; en los de ingresos medios (USD 1.000 a USD 11.500) un **39%**, y en los de ingresos altos (más de USD 11.500) las PyMEs generan el **51%** de la riqueza nacional. En el caso específico de Argentina, podemos citar un informe del Banco Mundial (Ayyagari, Beck, Demirgüç-Kunt; 2005), en el que señalan que durante el periodo de 1990-1999, la participación de las PyMEs en el empleo formal fue de un **70,2%**, mientras que la contribución al PBI fue de un **53,7%**.

A pesar de ello, uno de los recurrentes obstáculos a los que deben enfrentarse estas empresas es el acceso a la financiación. Según datos del Banco Mundial para el año 2013, el nivel de créditos al sector privado -en porcentaje del PBI- se encontró en un **17,7%** para Argentina, mientras que otros países como Brasil, Chile o Bolivia, registraron cifras del **70,7%**, **105,9%**, y **47%** respectivamente.

Para explicar esto, podemos mencionar un trabajo de la CEPAL (Bebczuk R.; 2010) en el que señala que del total de recursos del sistema bancario (pasivo más patrimonio neto), sólo el **35,8%** se focaliza en el crédito privado, siendo destinado el resto de sus activos a préstamos interbancarios y títulos públicos. Esto se debe a que los bancos no ven un gran atractivo en el sector privado, perjudicando a muchos más agentes que simplemente a las PyMEs. Otro ejemplo que refuerza esto, es la proporción de gasto privado (consumo más inversión) que es financiado con créditos bancarios, siendo su valor para el año 2007 de un **2,2%**, mientras que el restante **97,8%** fue proveniente de recursos propios.

La existencia de pobre capital social o la poca transparencia de las cuentas son algunas de las razones por las que se limita el acceso al crédito, en especial en un sistema donde se busca que las garantías que se ofrezcan sean ampliamente mayores al crédito solicitado dado el perfil de alto riesgo con el que se etiqueta a este tipo de empresas. Esto último hace hincapié en la alta vulnerabilidad a la que se enfrentan las PyMEs, en especial en países como el nuestro con baja seguridad jurídica, en el que los cambios bruscos de la economía les pueden generar

importantes erogaciones adicionales, imposibilitándoles el despegue, o incluso llevándolas a la quiebra.

Ante este contexto es dónde surge el mercado de capitales como una vía de financiación alternativa para que las empresas puedan no solo financiar capital de trabajo, sino proyectos de inversión por medio de toda la gama de instrumentos bursátiles que se ofrecen en la actualidad. A modo de interpretar el escaso uso de este tipo de instrumentos podemos mencionar un estudio del “Instituto Argentino de Mercado de Capitales” (2013), en el que señalan que para el año 2013, de las 614 PyMES que llegaron a utilizar financiamiento bursátil en la Argentina, solamente 30 optaron por la emisión de obligaciones negociables con el objetivo de financiar proyectos de inversión, evidenciando un uso mayoritario del cheque de pago diferido destinado al financiamiento de capital de trabajo.

En el primer capítulo de este trabajo, comenzaremos analizando la denominada “*Brecha Financiera*”, una terminología aplicada por los autores especializados para definir el problema que enfrentan las PyMES al momento de solicitar los créditos. Posteriormente, analizaremos cuáles son los principales instrumentos que ofrece el mercado de capitales para ser utilizados por las PyMES. Por último, cerraremos este apartado analizando el papel que desarrollan las Sociedades de Garantía Recíproca (S.G.R.), agentes que colaboran positivamente con este tipo de empresas avalándolas para facilitar el acceso al crédito bancario como al bursátil.

En la segunda parte del trabajo, se desarrolla el diseño metodológico y la posterior descripción de la empresa INGACOT S.A., una agropecuaria que pudo acceder exitosamente al mercado de capitales para financiar un proyecto de inversión, logrando emitir Obligaciones Negociables por \$15.000.000, una cifra fuera de lo común para las empresas locales. La relevancia de su análisis se destaca por haber sido la única empresa local que ha alcanzado este tipo de financiación para proyectos de inversión, aprovechando la reciente reglamentación del inciso “k” formulado en el “*Reglamento General de la Actividad Aseguradora*”.

A partir de dicho caso, surgen preguntas de investigación tales como: ¿Qué características particulares tuvo la empresa para poder acceder a este tipo de financiación tan poco común?, ¿Qué restricciones enfrentan las PyMES al momento de enfrentarse a estos mecanismos financieros?

De esta forma, nuestra intención será identificar dichas características, señalando al mismo tiempo qué camino tuvo que recorrer la empresa para poder alcanzar dicho objetivo.

Esto último implicará indagar desde los primeros pasos de la empresa con la negociación de cheques de pago diferido por medio de una S.G.R., hasta su registro en la “Comisión Nacional de Valores” y en la “Bolsa de Comercio de Buenos Aires” a partir de la colocación de Obligaciones Negociables.

Objetivos y Justificación

OBJETIVO GENERAL:

El objetivo del presente trabajo es identificar cuáles son las características administrativas y financieras de la empresa analizada, que facilitan el acceso al financiamiento bursátil para proyectos de inversión PyME.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- 1- Analizar, a partir de la información contable y documentos de la empresa y de entrevistas en profundidad a informantes, qué características y estrategias de la empresa favorecieron su ingreso a la financiación bursátil y a qué restricciones se enfrentaron.
- 2- Realizar un análisis económico y financiero que revele la posición en la que se encontraba la empresa al momento de emitir obligaciones negociables.
- 3- Elaborar un modelo que permita comprender qué características financieras, organizativas y de mercado, favorecen a la inserción de las PyMES en el mercado de capitales.

JUSTIFICACIÓN

La relevancia del problema se centra en mostrar a las PyMES qué condiciones son necesarias para acceder a financiamiento bursátil para proyectos de inversión, y que si se tienen en cuenta las características particulares que tuvo la empresa del presente estudio de caso, en determinados escenarios, es posible lograr financiación de gran volumen; reducción de intermediarios y mejorar la imagen de la empresa al aumentar la transparencia de la información financiera. Vale recalcar que la financiación bursátil destinada a capital de trabajo (negociación en bolsa de Cheques de Pago Diferido) suele ser una alternativa común utilizada por las PyMES, pero en este caso, estaremos evaluando la emisión de obligaciones negociables como forma de financiar un proyecto de inversión, algo totalmente fuera de lo común para este tipo de empresas.

De esta forma, el siguiente trabajo pretende alentar a que los empresarios conozcan los instrumentos que se ofrecen actualmente, teniendo en cuenta qué requisitos deben satisfacerse y así señalar cómo el Mercado de Capitales puede llegar a financiar a la economía real.

CAPÍTULO 1: MARCO TEÓRICO

El siguiente apartado se dividirá en tres segmentos. El primero se centrará en analizar la temática de “Brecha Financiera”, refiriéndonos con la misma a la contextualización del problema de financiamiento PyME según la literatura especializada. Allí evaluaremos la responsabilidad que tienen los oferentes como los demandantes de créditos para reducir o ampliarse dicha brecha. Posteriormente, examinaremos los instrumentos más utilizados por las PyMEs en el mercado de capitales, para así finalizar con un último apartado dedicado al rol de las Sociedades de Garantía Recíproca.

I. Brecha Financiera

Según Salloum y Vigier (1997), los recursos financieros se pueden dividir en dos grandes grupos: los de *financiación interna* y aquellos de *financiación externa*. La primera está conformada por la reinversión de utilidades (fondos que forma la propia empresa) y por los aportes de los dueños, de forma tal que no dependen del uso de los mercados financieros. Por otro lado, por financiación externa, entendemos aquellos recursos que la empresa obtiene por medio de la emisión de acciones (aumentando el patrimonio neto), colocación de obligaciones (emitiendo deuda) o acudiendo al mercado de crédito formal o informal para obtener préstamos a plazo.

Dentro del mercado financiero, podemos mencionar *dos submercados* que son el mercado de dinero y el de capitales. En el mercado de dinero es en el que se concentran las operaciones de corto plazo, negociándose activos de alto nivel de liquidez, conformado básicamente por los bancos y los mercados informales. En este campo, también podemos incluir la negociación de cheques y la realización de fideicomisos, ya que aunque son negociados en la bolsa, son instrumentos de corto plazo.

En el mercado de capitales es dónde se negocian los activos de largo plazo. Estos instrumentos suelen presentar mayor dificultad en términos de acceso, pero como compensación ofrecen mayores montos de capital, mejores plazos, y hasta a veces menores costos totales.

Apelando al concepto de *mercados perfectos*¹ (Kafka, 1996), podemos recordar que los mismos se caracterizan por la igualación de la oferta y la demanda de forma tal que el precio

¹ Los supuestos de la competencia perfecta se caracterizan por la existencia de información perfecta; movilidad perfecta de bienes y factores; no existencia de barreras de entrada; no existencia de costos de transacción; las empresas son tomadoras de precios; el producto es homogéneo y no hay economías de escala.

de dicha intersección sea aquel que vacíe el mercado sin generar ningún tipo de excedente. Siguiendo dicha línea, en el caso del área crediticia, los demandantes de crédito tendrían que poder satisfacer su necesidad de capital por medio de las instituciones financieras, siendo definido el precio del mismo a partir de la tasa de interés (Lapelle, 2007).

La historia nos ha demostrado que el desempeño perfecto de los mercados no es algo que se dé con cotidianidad, existiendo fallas tales que condicionan el acceso de las empresas al financiamiento. A partir de esta situación, Winborg y Lanström (2001) definen como “*Brecha Financiera*” (*Funding Gap*) a la dificultad que enfrentan las PyMES para poder incorporar financiamiento externo dentro de su estructura de capital debido a las imperfecciones propias del mercado.

Un informe de Observatorio Pyme (2013) señala que para el año 2012, las principales fuentes de financiamiento que utilizaron las PyMES industriales se concentraron un 60% en recursos propios, un 26% en financiamiento bancario y un 7% en financiamiento vía proveedores. Para poder analizar por qué existe esta intensa decantación por el autofinanciamiento debemos interpretar el punto de vista de los oferentes de fondos, como así también el de los demandantes (las empresas).

I.a) Oferentes de fondos

Uno de los principales motivos por los cuales ocurre el racionamiento del crédito es por la **inexistencia de información perfecta**. Según Serrano (2006), la misma se traduce en que los participantes del mercado no disponen del conocimiento de todas las variables que afectan a la hora de tomar decisiones; pueden cometer errores al procesar la información; la misma no es gratis; y en especial no existe una *distribución simétrica* de la misma.

La distribución asimétrica de la información es definida por Salloum y Vigier (1997, pág 4) como “*una situación en la cual cierto agente cree que el otro está mejor informado de algún aspecto del ambiente económico y la utilización de esa información provoca una serie de externalidades que repercuten negativamente en el producto de un supuesto intercambio*”. En otras palabras, los autores se refieren a que el ofertante del crédito no puede observar con total precisión las características, rentabilidad y riesgos a los que va enfrentarse el negocio.

Este contexto genera que los agentes económicos tengan la posibilidad de aprovechar la desigualdad de información actuando de forma oportunista contra los intereses del oferente de los fondos. Para interpretar mejor esta situación podemos relacionarlo con la “**Teoría de la agencia**” (Ricketts; 1994), de forma tal que el banco sería “*principal*” y la PyME el “*agente*”.

Según Lapelle (2007), por medio del contrato, el banco espera que la PyME pueda generar recursos de forma tal que le pueda devolver la amortización del préstamo junto con los intereses correspondientes. Para que esto se cumpla, ambas partes deben compartir el mismo incentivo, siendo la tarea del banco evaluar el proyecto de la PyME y su grado de compromiso, lo cual representa una tarea costosa y ardua.

Estos efectos son denominados “**Selección Adversa**” y “**Riesgo Moral**”. A modo de resumen de lo que veremos a continuación por medio de Deakins y Hussein (1994), y Vargas (2003), la selección adversa se refiere a la incapacidad de los bancos para discernir entre los proyectos de alto riesgo de los que no lo son. Por otro lado, el segundo efecto se refiere a la falta de garantías de que la PyME actúe en pro de los intereses de la institución crediticia, asegurando el éxito del proyecto de forma tal que pueda efectivizar la devolución de la amortización del préstamo y sus respectivos intereses.

Profundizando el concepto de **Selección Adversa**, podemos apelar a la utilización de los conceptos de “*Error tipo II*” y “*Error tipo I*” por parte Deakins y Hussain (1994). Según estos autores, se plantea que es necesario definir dos categorías de selección adversa: La primera se refiere a la aprobación de un proyecto que termine siendo un fracaso (“Error tipo II”), mientras que la segunda hace hincapié cuando el banco rechaza un crédito a un emprendimiento que termina siendo un éxito comercial (“Error tipo I”).

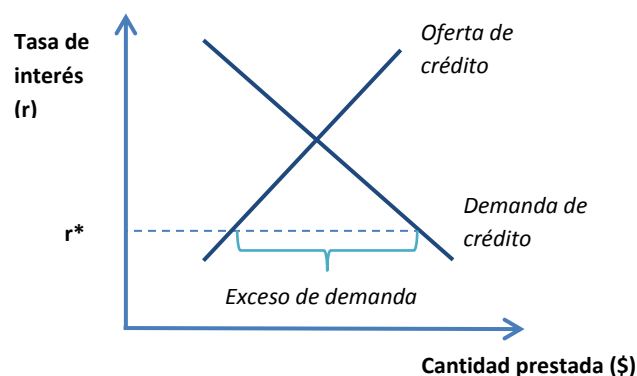
Continuando con el planteo de Deakins y Hussain (1994) A partir de estas definiciones, una primera hipótesis que podemos apreciar es que los empleados del banco estarán más concentrados en evitar los errores de “Tipo II” por la simple razón que los errores de “Tipo I” no serán descubiertos, siempre considerando que los empleados sean aversos al riesgo. Esto se explica en que los subordinados del banco pueden arriesgar el desarrollo de sus carreras ante un fracaso, mientras que los errores de “Tipo I”, solo dañaran los beneficios de la institución. De esta forma, recapitulando, podemos decir que la selección adversa se desata porque los bancos no pueden saber con precisión el riesgo de un proyecto al no contar con información perfecta al momento *ex ante* de la emisión del crédito.

Respecto al término **Riesgo Moral**, Vargas (2003) señala que el problema reside en que una de las partes depende de las decisiones a tomar por la otra, siendo esto no explicitado al momento del contrato. Estas acciones “*ocultas*” hacen referencia a por ejemplo, que el deudor realice un proyecto más riesgoso que el presentado ante el banco, o que presente inferiores rendimientos a los estimados para pagar menos deuda.

Para combatir estos problemas, los bancos buscan equilibrar el riesgo que soporta cada parte, de forma tal que el deudor no tenga incentivos para dejarse llevar por acciones ocultas (Lapelle ; 2007). Una alternativa eficaz, es el monitoreo del préstamo porque permite controlar la actividad económica de la empresa. Su contra es su baja eficiencia ya que es una herramienta que resulta muy costosa para el banco cuanto más atomizada esté su cartera de clientes (especialmente si una gran proporción está compuesta por PyMEs) (Salloum y Vigier, 1997). De esta forma, Lapelle plantea que las instituciones financieras terminan manejándose a través de un sistema de incentivos basado en tres aspectos: *Tasa de interés; plazos de deuda y garantías*.

- **Tasa de interés**

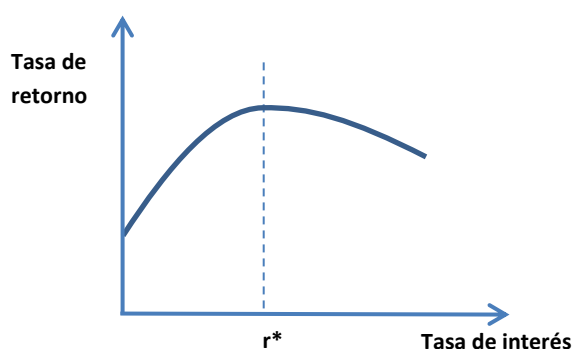
Según la literatura consultada (Salloum y Vigier; 1997), el banco es quien define una tasa de interés óptima que maximice su retorno esperado, denominándola r^* . Considerando que la oferta y la demanda de fondos están en función de la tasa de interés, entonces podemos interpretar que la oferta estará determinada por la tasa óptima bancaria impuesta por la institución. Suponiendo que los prestatarios no obtienen todo el crédito que desean, podemos comprender que para la tasa r^* hay un exceso de demanda de crédito, lo que bajo un análisis tradicional supondría un aumento del interés hasta igualar la oferta con la demanda. Lo interesante es que este efecto no se dará, ya que r^* es una tasa de equilibrio para el banco, aplicándose de esta forma un racionamiento del crédito.



Fuente: Elaboración propia

Los autores consideran que este fenómeno se debe a que los bancos no quieren prestar a una tasa mayor que la óptima bancaria porque hay una mayor posibilidad de falta de repago, lo que se traduce en dejar de maximizar el retorno esperado. Al mismo tiempo, este crecimiento de la tasa genera un reemplazo de la cartera de clientes con proyectos seguros

pero de baja renta a otros con alto riesgo y mayores ganancias, lo que provoca un aumento de los gastos de monitoreo al aumentar el riesgo moral.



Fuente: Salloum y Vigier (1997)

- **Plazos de deuda**

Según Lapelle (2007), los bancos tienen tendencia a dar préstamos de corto plazo dado que les da mayor capacidad de control, buscando de esta manera reducir los problemas de riesgo moral. El problema recae en que las PyMEs los suelen usar de todas maneras para proyectos de largo plazo (contando con varios préstamos de corto plazo) cayendo en un aumento de la morosidad y del apalancamiento que termina aumentando el riesgo moral en vez de reducirlo.

- **Garantías**

Siguiendo a Lapelle (2007), otra forma de reducir el riesgo moral es a través de garantías, las que provocan un menor incentivo a los tomadores del préstamo de dejar de cumplir con sus obligaciones dedicándole mayor esfuerzo al proyecto. Para esto, el autor menciona que los bienes en caución deben cumplir tres condiciones:

- 1) *Tener derechos de propiedad definidos.* Es decir que los tomadores del crédito certifiquen que sean los propietarios de los activos.
- 2) *Derechos de los acreedores adecuados.* Significa que el banco pueda ejercer la garantía.
- 3) *Liquidez de los activos.* Se traduce en que los bancos puedan disponer del activo a un bajo costo.

A simple vista, pareciera que el uso de garantías parece ser una de las mejores herramientas para los bancos a la hora de contrarrestar los problemas de riesgo moral, pero al mismo tiempo, exacerba los problemas de selección adversa en carácter de errores “tipo I” y

“tipo II”. Esto lo podemos concluir a partir de que se rechazan proyectos que pueden ser un éxito comercial por no contar con las garantías suficientes, incurriendo en menores ganancias para la institución.

Como último aspecto a tratar acerca de la brecha financiera por parte de los oferentes de crédito, podemos hacer referencia a tres elementos adicionales.

a) *Protección imperfecta de los contratos de crédito y costos de quiebra*

A partir de un trabajo de Rodríguez-Clare y Stein (BID; 2005), podemos apreciar que un problema típico de incentivos en la financiación bancaria a las PyMEs, se desarrolla cuando hay una falta de cumplimiento de los contratos, en los cuales a pesar de que se presente una demanda, siempre existe la posibilidad de que el prestatario no devuelva el cien por ciento de la deuda. Por otro lado, incluso si se pudiera exigir perfectamente la garantía, el banco entraría en demoras y costos debidos a la ejecución de la misma.

La “**protección imperfecta**” (Miranda, 2013) le permite al deudor comparar la utilidad esperada que representa el incumplimiento del contrato de crédito, con el de continuar operando el proyecto y pagar los servicios de deuda. Cuanto más apalancada esté la empresa, mayores incentivos de incumplimiento habrá, ya que el empresario se quedará con una menor proporción del rendimiento del proyecto. De esta forma, las restricciones de crédito surgen para evitar este apalancamiento, complicando el desarrollo de los empresarios con un bajo nivel de capital.

Respecto a los “**costos de quiebra**” (BID; 2005), la empresa deja de cumplir no por causa de incentivos, sino por un shock negativo que afecta la capacidad de pago. Es decir, un evento exógeno que afecte los rendimientos de la empresa, impediría que una empresa endeudada cumpla con sus pagos de deuda. De esta forma, en vez de proponerse límites de crédito por “protección imperfecta”, el “**costo de quiebra**” lleva a que el banco utilice tasas de interés que aumentan intensamente con el grado de apalancamiento.

b) *Costos directos de los préstamos*

Referidos a la evaluación, supervisión y cobro, implican que el costo por moneda prestada es más alto en el caso de los préstamos pequeños. De esta forma, dada esta diseconomía de escala, los bancos cobran mayores costos financieros totales a las PyMEs para mantener su rendimiento requerido (Lapelle; 2007).

c) Condiciones macroeconómicas

Tal como exponen Galán y De Giusti (2009), el crédito tiene “*naturaleza de contrato de cumplimiento diferido en el tiempo*”, por lo tanto no puede estar sujeto a cambios de las reglas de juego ya que de lo contrario, no habría incentivos para firmar contratos dónde los derechos tienen incertidumbre de ser cumplidos. Por este motivo se requiere una fuerte seguridad jurídica y respeto por las normas y contratos realizados.

I.b) Demandantes de fondos

Dentro de la literatura especializada, autores como Levin y Trevis (1987) ya señalaban el *trade-off* (intercambio), que deben realizar los dueños de las empresas entre su deseo de expansión con capitales de terceros y el mantenimiento de su autonomía. De esta forma, la estructura financiera dependería de aspectos tales como la buena voluntad del propietario para aceptar los riesgos y de acceder a reducir dividendos con tal de pagar los préstamos. Myers (1984) también intentó explicar el comportamiento de los dueños de las empresas usando el enfoque del “*Pecking order*” (“Ley del más fuerte”), planteando la preferencia del financiamiento interno al externo, y de la toma de préstamos antes que aumentar la participación accionaria. De esta forma, la aversión a perder el control de la compañía genera que la empresa dificulte su capitalización al desechar la búsqueda por una estructura de deuda óptima que maximice el crecimiento de la empresa.

A continuación repasaremos otros de los principales motivos que inciden en la formación de la brecha financiera por el lado de los demandantes de fondos.

I.b).1 Ciclo de Vida de las empresas

Scott y Bruce (1987) consideran que la necesidad de fondos que tienen las organizaciones está en función de la etapa de desarrollo en la que se encuentren. En otras palabras, según el momento de su “*ciclo de vida*” en el que se encuentren, los problemas que atraviesen demandarán nuevas necesidades de management como de recursos financieros.

En la etapa inicial denominada *introducción*, se busca que el producto logre un mínimo nivel de éxito por parte de la aprobación del público. Aquí los fondos principales provienen del propio emprendedor; sus contactos cercanos como familia y amigos que pueden tolerar el nivel de incertidumbre; y en otra proporción proveedores, de forma tal que se prioriza mayoritariamente el financiamiento interno.

En la segunda etapa llamada *establecimiento*, la idea consiste en sobrevivir y darle solidez al negocio manteniendo las ventas y controlando los gastos. Según Scott y Bruce (1987), la empresa sigue siendo altamente dependiente de los recursos del propietario, pero con tal de financiar el capital de trabajo, los empresarios empiezan a apostar en mayor grado por el crédito que brindan los proveedores y los préstamos de corto plazo.

En tercer lugar tenemos el *crecimiento*, donde los autores (Scott y Bruce, 1987) consideran que la pieza fundamental de desarrollo consiste en reinvertir las ganancias que va generando la empresa, junto con los créditos bancarios y de proveedores. El mayor problema a evitar es que el crecimiento sea mayor a los recursos financieros, provocando problemas de liquidez. Un aspecto interesante de esta etapa, es que las empresas ya cuentan con mayor información histórica de sus movimientos comerciales, pudiendo lentamente incorporar nuevas formas de financiación como por ejemplo, el mercado de capitales.

La cuarta etapa consiste en la *expansión*, donde se busca que los inversores puedan tener una tasa de retorno adecuada para el grado de inversión realizada de forma tal que atraiga a su vez a nuevos socios o accionistas a la firma (Scott y Bruce, 1987)

En la última etapa (*Madurez*), Scott y Bruce (1987) plantean que la tasa de crecimiento se estaciona, debiendo realizarse gastos en marketing para atraer alcanzar nuevos mercados y superar a la competencia que busque quitarles su posición en el mercado.

Como último comentario para cerrar este apartado, Winborg y Lanstrom (1995) coinciden con Scott y Bruce en la importancia que tiene el momento en el que se encuentre la empresa al momento de abrirse al uso del crédito. Aquellos propietarios que requieren capital porque se encuentran en situaciones de crecimiento, son más propensos a asumir riesgos y atreverse a buscar nuevas alternativas financieras, comparado a aquellos emprendedores que no necesitan capital adicional. De esta forma, cuanto mayor sea la necesidad de capital, más esfuerzos se hacen por el lado de la demanda para reducir la brecha financiera.

1.b).2 Brecha de Conocimiento

Van Auken (2001), define como “*Brecha de Conocimiento*” (Knowledge Gap) a la limitada conciencia de las potenciales ofertas de financiamiento a las que puede acceder la empresa, junto a sus ventajas y desventajas. El autor considera que cuanto más informado está el propietario acerca de las formas de incorporar capital, inferiores costos del mismo obtendrá, reduciendo así los riesgos y aumentando así el valor de la compañía. De esta forma, Van Auken (2001) plantea la hipótesis de que cuanto más estén familiarizados los dueños con los

instrumentos financieros existentes, mayores habilidades tendrán para negociar desde el aumento de su capital, hasta las condiciones de los préstamos que solicite. Vale mencionar que el proceso de estar familiarizado con las ofertas financieras implica un nivel de conocimiento que involucre formas para evaluar proyectos (creación de flujos de fondos; VAN, TIR, etc.) como así también el definir con precisión el tamaño y plazos de la inversión a realizar, negociación de garantías que se pueden ofrecer, entre otros aspectos.

De un modo similar a la teoría de Scott y Bruce (1987), Van Auken (2001) considera que a medida que la firma evoluciona, la brecha de conocimiento se ve reducida ya que la empresa empieza a incorporar experiencia y entendimiento en el uso de las distintas fuentes de financiamiento. Esta situación también puede ser el resultado de un proceso de adaptación al contexto en el que se desenvuelve la empresa (ya sea de auge o de crisis), debiendo el propietario modificar sus comportamientos y mejorar sus habilidades con tal mantener en equilibrio de las cuentas de la compañía. Este tipo de situación también es explicado por Greiner (1972, pág. 46): *“these periods of tension provide the pressure, ideas, and awareness that afford a platform for change and the introduction of new practices”* (Estos periodos de tensión generan presión, ideas y conciencia para enfrentar el cambio y la introducción de nuevas prácticas).

1.b).3 Características del propietario PyME: Entrepreneurship

Un factor relevante que incide al momento de reducir la brecha financiera es el rol que cumple el propietario de la firma. Para comenzar, McMahon (1993) considera de relevante importancia el desarrollo de la educación financiera del propietario, o de lo contrario, la existencia de un encargado de finanzas de la empresa. Al mismo tiempo y siguiendo esta línea, Matthews (1989) desarrolla el “Paradigma de la Estrategia” en el que analiza la importancia de las habilidades del administrador, o del asesor que tenga para definir la estructura financiera. En primer lugar, un condicionante de dicha estructura es la propensión a aceptar riesgos que tenga el administrador de la firma, siendo esto una característica propia de la tipología de empresario denominado “Entrepreneur”

Según Cuervo, Ribeiro y Roig (2006) comprendemos por “*Entrepreneurship*” como el descubrimiento de oportunidades que provocan la creación de una nueva actividad económica. Denominado por la literatura como “Factor empresarial”, hace referencia a un factor distinto a los clásicos (tierra, trabajo y capital) que tiene presente la innovación, la toma de riesgos y la proactividad. Para definir este comportamiento empresarial existen distintos enfoques. El primero es la *visión psicológica* del individuo (McClelland, 1961), que considera a

esta característica una propiedad que tiene o no el ser humano, aceptando riesgos, teniendo la necesidad de logros, control e independencia. Por otro lado existe el enfoque como *proceso social* (Gibb y Ritchie, 1982), que interpreta al individuo como un ser que es afectado por su entorno social, y que se desarrolla a partir de su estilo de vida, educación, clase social, etc.

Dentro de la línea de *proceso social*, Shapero y Sokol (1982) consideran que el factor empresarial depende de varios factores necesarios. Ambos autores introducen el concepto de “*desplazamiento*”, siendo éste, el cambio que provoque tomar un nuevo rumbo ingresando en una nueva actividad. Este proceso se realiza en la denominada “*fase previa*”, donde pueden ocurrir hechos positivos (ej. disponibilidad de recursos) como negativos (insatisfacción del trabajo), e internos (sucesos en la vida del emprendedor, como por ejemplo, terminar sus estudios universitarios) o externos (pérdida de un puesto laboral).

Ligado al desplazamiento, se encuentran dos aspectos que influyen en el desarrollo del proyecto siendo estos la “*deseabilidad*” (*fase de deseo*) y la “*viabilidad*” (*fase de acción*). Ambos se encuentran interrelacionados, y son un resultado del entorno cultural y social sumado a la disponibilidad de los recursos financieros (Shapero y Sokol, 1982). En otras palabras los autores plantean que si uno *ve imposible el desarrollo* de una idea, uno puede llegar a dejar de desearla y si uno *no tiene deseo* por alcanzar dicho objetivo, tampoco analizará su viabilidad.

Esquema 1. Modelo de Shapero y Sokol



Fuente: Elaboración propia a partir del esquema realizado por Shapero y Sokol (1982).

Otro aspecto típico del entrepreneur es la **capacidad para crear equipos** de trabajo eficientes. Timmons (1994) considera que la misma es una habilidad clave que define el éxito de la empresa, resaltando las siguientes características:

- Los miembros del equipo contribuyen agregando valor a la empresa cuando se complementan a la capacidad y habilidades del líder emprendedor.
- Este líder tiene que conocer sus propias limitaciones, como así también debe conocer las capacidades y limitaciones de los otros miembros del equipo.
- El proceso de evaluación y decisión de qué miembro es necesario, es dinámico y no un proceso único y estático.
- Se debe buscar :
 - *Cohesión* que permita al equipo funcionar como una unidad que busque en su totalidad cumplir la visión de la empresa.
 - *Integridad* basada en el compromiso compartido y el mutuo respeto.
- El uso de un sistema de recompensas permite reforzar los anteriores aspectos.

Siguiendo con las descripciones del carácter “entrepreneur”, otra propiedad de este tipo de personas son sus habilidades para tomar **decisiones estratégicas**. Respecto a esto, Porter (1998) describe dos principales métodos que son la diferenciación de producto y el liderazgo en costos. Respecto al primero, consiste en que la empresa ofrezca un producto con cualidades distinguidas por el consumidor, de forma tal que pueda pagar un sobreprecio por sus características. Estas últimas pueden ser propias del producto (calidad o innovación que contenga) o cuestiones externas respecto a su forma de comercialización (marketing). Por otro lado, en el liderazgo por costos, la empresa busca aplicar procesos tecnológicos que le permitan aumentar su eficacia y eficiencia, dando como resultado un producto con fuertes características estandarizadas y costos reducidos.

Volviendo al “Paradigma de la estrategia” de Matthews (1989), además de la propensión a tomar riesgos, se encuentran los tipos de *objetivos* que puede tener la empresa. Van Auken y Garcia Pérez de Lema (2003) señalan que los propósitos tradicionales de la teoría financiera acerca de la maximización de las ganancias pueden ser una sobre simplificación de las metas del propietario de la PyME. La incorporación de capital a la empresa puede estar determinada por aspectos internos como son los deseos personales del propietario y su temor a la pérdida del control del negocio, como así también a las restricciones propias del mercado, como por ejemplo la falta de alternativas financieras. De esta forma, según dichos autores, el dueño de la empresa puede priorizar ideas como mantener una estabilidad en su negocio antes que maximizar ganancias con una estructura de capital óptima.

I.b).4 Informalidad

Para reducir costos de carácter impositivo y de planificación, muchas PyMEs no cuentan con información suficiente de las operaciones que realizan y piensan realizar, incidiendo negativamente esta informalidad a la hora de solicitar apoyo financiero. Esto se suele reflejar en la presentación de estados contables subvaluados, que por evitar erogaciones fiscales, distorsionan la situación patrimonial, económica y financiera de la empresa, condicionándola a la hora de tomar crédito. (González Fraga; 1999)

II. Las PyMEs y el Mercado de Capitales

Los mercados financieros, compuestos por el mercado de crédito bancario y el mercado de capitales, tienen la función de concentrar el ahorro hacia la inversión productiva. La organización de este medio, es la que permite que el ahorro de las unidades superavitarias, se desplace hacia quienes necesiten fondos para desarrollar sus proyectos (unidades deficitarias). De esta forma, cumplen un rol central en la hora de transferir recursos hacia el sector productivo (Erpen, 2010).

En el mercado de capitales se distinguen dos sectores que son el *mercado primario* y el *secundario*. El primero hace referencia a la emisión y colocación de los activos financieros. En este lugar, los intermediarios ofrecen asesoramiento para que las unidades deficitarias puedan emitir los valores. Por otro lado, en el *mercado secundario*, se relaciona con la cotización y negociación de los valores negociables que se desarrolla en las bolsas y mercados (Erpen, M. 2010).

Siguiendo al mismo autor, una diferencia fundamental del mercado bancario respecto al mercado de capitales es que en este último las propias unidades superavitarias son las que deciden qué valores negociables -emitidos por las empresas que buscan financiamiento- quieren comprar, asumiendo así el riesgo de la operación. En el caso bancario, al actuar como intermediario el banco, éste es quien decide a quien prestarle y a quien no.

Los principales medios de financiamiento en el Mercado de Capitales consisten en la emisión de *Obligaciones Negociables (ON)*; *Acciones*, y dentro del Mercado de Dinero, pero con negociación en bolsa, se pueden mencionar *Cheques de Pago Diferido (CPD)* y *Fideicomisos*. En el siguiente apartado nos dedicaremos a las opciones más utilizadas por las PyMEs que son los CPD, las ON y los Fideicomisos.

II.1 Negociación de cheques de pago diferido.

El cheque de pago diferido (CPD) surge como una respuesta jurídica a la contravención del uso del cheque como instrumento de crédito. Con esto nos estamos refiriendo a los cheques “posfechados”, que no tienen un amparo jurídico ni legal porque se tergiversa la fecha de emisión y la finalidad de la figura del cheque, es decir, servir de orden incondicional de pago a la vista (Lazo Mora; 2005).

De esta forma, por medio de la Ley 24.452 del año 1995, surge el CPD como una nueva institución jurídica distinta a la figura del cheque. El artículo 54 de dicha ley lo define como *“Una orden de pago, girada a fecha posterior a la de su libramiento, contra una entidad en la cual el librador, a la fecha de vencimiento, debe tener suficientes fondos depositados en su cuenta corriente o autorización de girar en descubierto”*.

Ante la crisis del 2001, como medida que pueda facilitar el acceso al crédito para las PyMEs se permitió la negociación bursátil de cheques de pago diferido, con intención de *transparentar el mercado y reducir la tasa de interés* negociada (Erpen, 2010). Este instrumento fue insertado por medio del decreto 386/03, permitiendo que los CPD puedan ser negociados en las bolsas de comercio.

Este sistema de descuento de cheques, les permite a las empresas adelantar su cobro vendiéndolos en la Bolsa, y captar agentes con fondos líquidos, a cambio de las tasas de descuento que se apliquen. Vale mencionar que el plazo máximo tolerado para la emisión del cheque es de 360 días y es de tipo de *“cupón cero”*. Esto último significa que no paga intereses periódicos, sino que su rentabilidad se obtiene por la diferencia entre el valor pagado y el valor obtenido al momento de la amortización.

Por medio de la Resolución Nº 16.692/2011, podemos apreciar las modalidades de negociación de CPD:

a) Patrocinados.

La empresa libradora solicita la autorización de cotización de los CPD para que puedan ser negociados en bolsas de comercio. Es relevante mencionar que estas empresas deben ser sociedades comerciales legalmente constituidas, cooperativas, asociaciones civiles, mutuales o fundaciones.

Una vez obtenida la autorización, se entregan los cheques a la Caja de Valores S.A. por medio de un agente o sociedad de bolsa. Aquí deben presentarse los beneficiarios de los documentos (proveedores de bienes o servicios), para poder endosarlos a favor de la Caja de Valores S.A., quien será el responsable de depositar en cuentas comitente los resultados de la negociación. Al momento del vencimiento del cheque, la empresa deberá tener suficientes fondos depositados para poder cumplir con el pago del documento a los inversores.

b) Avalados.

Este sistema, exclusivo para PyMEs y personas físicas, se refiere a que las empresas negocian cheques propios o de terceros, a través de una Sociedad de Garantía Recíproca (S.G.R.). Esta entidad es la que solicita la autorización de la cotización de los CPD, respondiendo de esta forma ante cualquier falta de pago por parte de la PyME.

El uso de este tipo de CPD, permite que las empresas que no califican para ser patrocinadoras, puedan acceder al mercado de capitales ya sea obteniendo tasas más competitivas o al menos mayores montos de capital que la alternativa bancaria.

II.2 Emisión de Obligaciones Negociables y su régimen simplificado para PyMEs.

Según Orlandi (2006), podemos definir a las Obligaciones Negociables (O.N.) como *Valores de deuda* que emiten las sociedades respaldándose en el patrimonio del emisor, salvo que se mencionen garantías especiales, como por ejemplo avales de S.G.R., fideicomisos en garantía, etc. Estos títulos, son activos financieros de renta fija, a los que se establece su rendimiento de forma previa a la emisión.

Los emisores de O.N. son los admitidos por la Ley N° 23.576, siendo las sociedades por acciones, las cooperativas, asociaciones constituidas en el país y las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero. Por otro lado, el monto máximo de emisión es de \$15.000.000 y no pueden realizarse por plazos mayores a 5 años.

Las principales ventajas para el emisor se centran en el plazo del financiamiento (que suele ser mayor que el de los préstamos bancarios) y tasas de interés más competitivas. Además, los requisitos de someterse al mercado de capitales generan un aumento de la exposición pública que puede mejorar el prestigio y reconocimiento de la empresa (Erpen, M. 2010).

Debido a que los requisitos necesarios para que una empresa pueda hacer emisión de O.N. pueden llegar a contrarrestar su menor costo financiero, por medio del decreto 1087/93,

y la resolución 235/93 se creó un régimen simplificado para la emisión de O.N. de PyMEs. Gracias a estas normas, este tipo de empresas están automáticamente autorizadas a ofrecer públicamente los valores negociables representativos de deuda, previo registro ante la Comisión Nacional de Valores (C.N.V.) y cumplimiento de los requisitos de información que la misma solicite. Además de esto, para que los títulos puedan ser negociados en el mercado secundario, debe obtenerse la autorización de cotización por parte de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (B.C.B.A).

Otra de las ventajas, es que una vez obtenida la autorización por parte de dichos organismos, la presentación de información contable se ve mucho más reducida a comparación de una empresa que no sea PyME, aspectos que hablaremos posteriormente con profundidad en el estudio de caso.

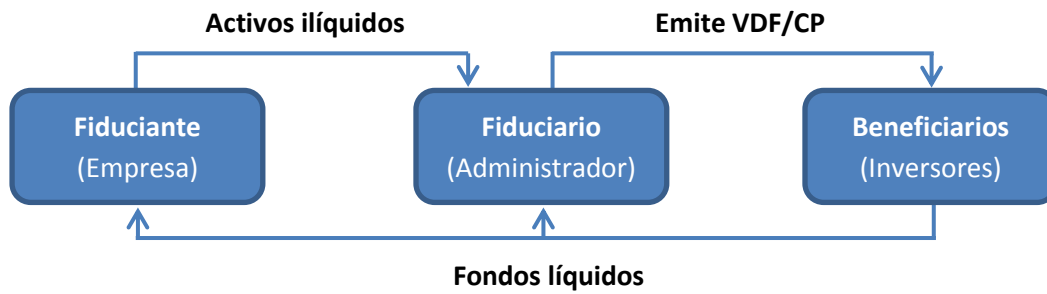
Por otro lado, como respuesta a los bajos requisitos exigidos, los títulos sólo pueden ser adquiridos por inversores calificados. Estos son definidos por el artículo 25 del capítulo VI de Normas de la C.N.V, como:

- Estado Nacional, provincias y municipalidades; sus entidades autárquicas, financieras; sociedades y empresas del estado.
- Sociedades de Responsabilidad Limitada y Sociedades por Acciones.
- Cooperativas, mutuales, obras sociales, asociaciones civiles, fundaciones y asociaciones profesionales de trabajadores de personería gremial.
- Agentes de bolsa, y agentes adheridos a entidades autorreguladas no bursátiles.
- Fondos comunes de inversión (FCI).
- Personas físicas con domicilio real en el país y patrimonio neto superior a \$700.000. En el caso de Sociedades de Personas, este monto sube hasta \$1.500.000. Vale señalar que este patrimonio neto mínimo no será exigido en el caso de que los títulos de deuda sean respaldados en un 75% como mínimo por una "Sociedad de Garantía Recíproca".

II.3 Fideicomisos Financieros

Según la Ley 24.441, habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición de otro agente, que puede ser fiduciante, beneficiario o fideicomisario.

Esquema 2. Funcionamiento del Fideicomiso



Fuente: Elaboración propia a partir del esquema realizado por el I.A.M.C.

Por medio del fideicomiso financiero (FF), se buscará realizar un proceso de *titulización o securitización de activos* logrando así una posterior emisión de títulos negociables. Es decir, se busca transformar una serie de activos ilíquidos y con un flujo de fondos previsible (préstamos hipotecarios, personales; cuentas a cobrar; cupones de tarjeta de crédito, etc.) en valores negociables propios del mercado de capitales. De esta forma, la empresa alcanza dos importantes objetivos que son, recuperar liquidez y al mismo tiempo, derivar a terceros el riesgo implícito que tienen esos activos ilíquidos

Siguiendo el “Esquema 2” y la ley mencionada, podemos señalar los papeles que juega cada miembro del FF:

- **Fiduciante**: Es la empresa dueña de los activos ilíquidos, que busca financiamiento en el mercado de capitales.
- **Fiduciario Financiero**: Entidad financiera o sociedad autorizada por la C.N.V. que cumple el rol de administrar los activos del fiduciante y emitir los respectivos valores negociables (Art. 19).

Vale mencionar que este patrimonio de afectación es distinto, y separado del patrimonio del fiduciante y del fiduciario (Art. 14). Esto sumado al artículo 15, responde a que los bienes estarán exentos de la acción de los acreedores del fiduciante como del fiduciario.

- **Beneficiarios**: Son los inversores que compran los valores negociables, y que esperan recibir los derechos económicos que surjan de la administración de los bienes otorgada al fiduciario.
- **Fideicomisario**: Es quien recibe el remanente de bienes que integran el fideicomiso luego de haberse cumplidas las obligaciones del contrato. (Art. 26)

Como se ha expresado en párrafos previos, a partir del proceso de securitización se emitirán valores negociables, los cuáles pueden asumir dos tipos de formas que veremos a continuación.

- a) “Valores representativos de deuda” (VRD). Son aquellos títulos que actúan como activos de *renta fija*, siendo el reembolso correspondiente al valor nominal del título más una tasa de interés. Por otro lado, es relevante señalar que al momento de elaborar la emisión, se informa el flujo de fondos proyectado que el fiduciario espera recibir durante la vigencia del fideicomiso, el cual puede diferir al efectivamente ingresado. Esto se puede dar en situaciones en las que los activos ilíquidos sean créditos, que ante una precancelación, se acelera su cobro acortando el flujo de fondos teórico.
- b) “Certificados de participación” (CP). Estos instrumentos se caracterizan por ser de renta variable, por los cuales su tenedor tiene derecho a participar del patrimonio fiduciario que quede una vez atendidas las obligaciones con los tenedores de títulos de deuda.

Según el Artículo 21, los VRD pueden ser emitidos por el fiduciario o por terceros, mientras que los CP pueden ser emitidos únicamente por el fiduciario. Siguiendo el mismo artículo, ambos valores negociables podrán ser al portador o nominativos, endosables o no, y deberán poder ser identificados acerca de qué fideicomiso pertenecen.

Por otro lado, el Artículo 22 autoriza a que se puedan emitir distintas clases de “Certificados de Participación”, teniendo cada grupo derechos diferentes. Al mismo tiempo, el fideicomiso financiero puede emitir distintos tipos de valores de deuda fiduciaria, existiendo los de “Clase A” o “*Senior*” y los “Clase B” o “*Subordinados*”. La diferencia entre ambos se encuentra en que el primero tiene prioridad de cobro frente al tenedor del segundo, por lo tanto, al estar sometido a un riesgo mayor, los de “Clase B” cuentan con un rendimiento superior como compensación.

Las principales ventajas de este método de financiación consisten en:

- *La posibilidad de agrupar activos de múltiples empresas permite de este modo alcanzar la escala necesaria para llevar adelante la emisión* (Erpen, 2010). A veces, puede resultar que si el monto a ofrecer es pequeño, los costos fijos de emisión encarezcan el costo total del

financiamiento. Al mismo tiempo, por el lado de la demanda, el problema de la emisión pequeña es que no atraiga a los inversores que pretendan evitar riesgos de iliquidez.

- Continuando con este autor, otra ventaja para algunos empresarios es el *bajo nivel de exposición*, de manera que los datos y los estados contables de la empresa son solamente presentados al fiduciario financiero y a la S.G.R. (en caso de existan avales de ese tipo). De esta forma, los inversores solamente acceden a la información que se refiere al fideicomiso en general, y no a cada empresa fiduciante en particular. De esta forma, aunque la PyME tenga dificultades, lo que se está valorando son los flujos de fondos proyectados.
- Se trata de una *financiación fuera del balance* (Mosqueira; 2009), en la que el riesgo de los títulos emitidos y la respectiva tasa de interés a la que sean negociados, dependerá del riesgo intrínseco de los activos cedidos al fideicomiso, quedando de esta forma, inmunizado de la posibilidad de quiebra de la empresa emisora. Siguiendo esta línea, la calificación de la cartera titulizada es independiente de la calificación de la empresa.
- La mayoría de los títulos fiduciarios cuentan con *calificaciones de riesgo* que provienen de agencias internacionales, tienen oferta pública y cotizan en la Bolsa de Comercio de BSAS, otorgándole mayor transparencia al título. (Mosqueira ; 2009)

III. Sociedades de Garantía Recíproca (S.G.R.)

Como hemos expresado en capítulos anteriores, el uso de garantías es una de las herramientas más utilizadas por las instituciones financieras para combatir los problemas de asimetría de la información. El problema radica en que al mismo tiempo que permite reducir los fenómenos de riesgo moral y selección adversa, reduce los potenciales demandantes efectivos debido los altos requerimientos de avales.

Nuestro país cuenta con sistemas de garantía públicos y privados. En primer lugar, podemos señalar la primera institución de garantías de Argentina que es el Fondo de Garantías de Buenos Aires (F.O.G.A.B.A.) siendo la misma una Sociedad Anónima con una participación estatal mayoritaria. Según su sitio web Cuenta con la máxima calificación otorgada por el B.C.R.A., es decir, Garantía Preferida “A” y su objetivo principal se centra en establecer un vínculo directo entre las entidades de crédito y las PyMEs por medio de la garantía ofrecida. A nivel nacional, también podemos nombrar el Fondo de Garantías para PyMEs (F.O.G.A.P.Y.M.E), cuyo objetivo se basó en brindar garantías de segundo grado a las

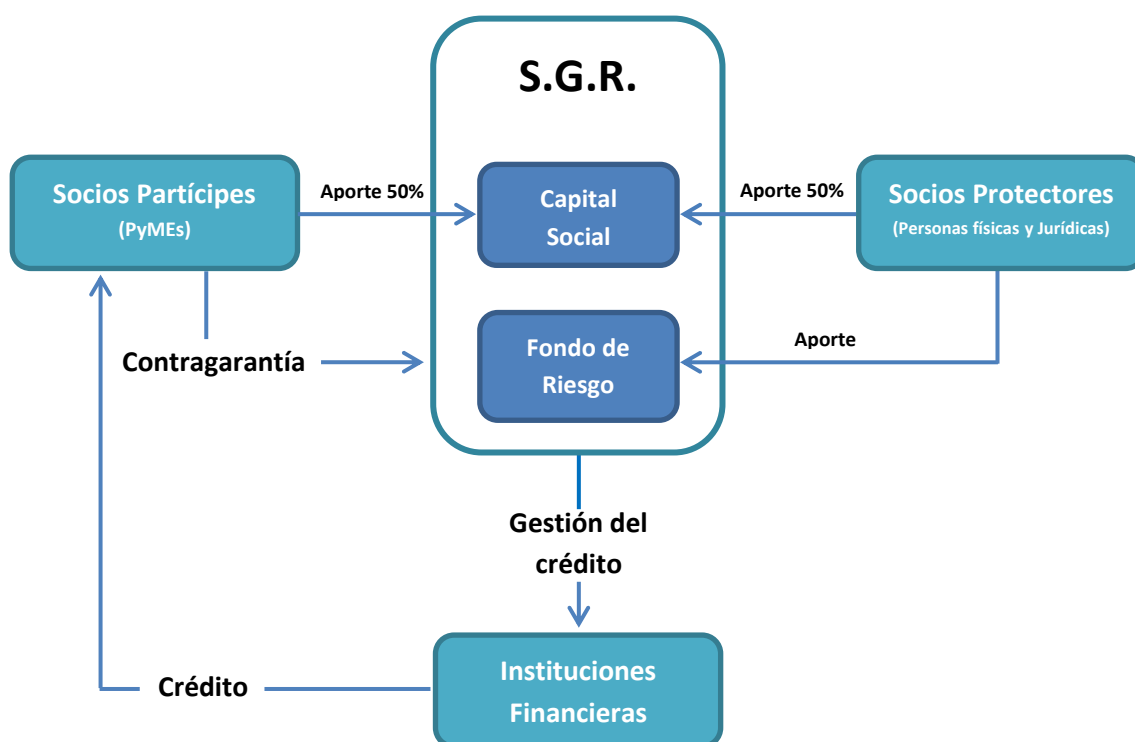
Sociedades de Garantía Recíproca, y de primer grado a los sectores que no dispongan de ofertas de garantía.

En los siguientes apartados nos dedicaremos al sistema de garantías que funciona en el campo privado, es decir, las Sociedades de Garantía Recíproca. El objetivo de las mismas es actuar de garantes de las PyMEs, reduciendo una de las tantas trabas que se generan a la hora de obtener financiamiento. Además, permite que las instituciones que monetizan los créditos se ahorren el costo de información que tendrían que erogar, ya que para otorgar el aval, realizan estudios de factibilidad del proyecto a ser desarrollado por la PyME.

III.1 Estructura de las S.G.R.

Por medio de la ley 24.467 se crean las Sociedades de Garantía Recíproca con la intención de brindar avales y asesoramiento técnico y financiero a los socios partícipes que la conformen. Estas sociedades brindan tres tipos de garantías que consisten en las *financieras* (cubren la cancelación de deudas monetarias); *comerciales* (garantizan obligaciones de pago de una PyME, por compra de materias primas, capital de trabajo, etc.) y las *técnicas* (cubren obligaciones de hacer profesional pactadas en forma de contrato, como por ejemplo, la realización de obras y/o servicios).

Esquema 3. Funcionamiento de la Sociedad de Garantía Reciproca



Fuente: Elaboración propia.

Como podemos observar en el “Esquema 2”, este tipo de sociedades están compuestas por dos tipos de socios que son los “partícipes” y los “protectores”. Según la ley 24.467 los primeros son los propietarios de las PyMEs y beneficiarios de las garantías que otorgue la sociedad, debiendo existir un mínimo de 120 socios partícipes, al menos durante los primeros cinco años. Por otro lado están los socios protectores, que son todas aquellas personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, nacionales o extranjeras, que además de aportar el 50% del capital social, constituyen un “Fondo de Riesgo”, que será el respaldo de los avales que otorgue la Sociedad. Vale señalar que este tipo de socios, es decir los protectores, no pueden firmar contratos de garantía recíproca con la sociedad, y están sujetos a los derechos de la ley de sociedades 19.550.

El capital social estará conformado por el aporte de los socios, representado por acciones ordinarias nominativas de igual valor y número de votos. La constitución de este capital será dada en un 50% por los socios partícipes, y otro 50% por los socios protectores, que según el decreto 1076/2001, debe ser igual o superior a \$240.000 (Art. 21; Ley 25.300).

Vale mencionar que en algunas S.G.R., como GARANTIZAR, solo le piden a la PyME que se haga socia y haga su aporte en acciones nominales una vez que sea aceptado el proyecto a realizar². Además, en todas las sociedades de este tipo se deberá abonar una comisión por el monto de los fondos en garantía y entregar una contragarantía para ser ejecutada en caso de una falta de pago de sus obligaciones.

Al mismo tiempo, según la aceptación o no de socios partícipes desconocidos, las S.G.R. se clasifican en “abiertas” o “cerradas”. Las primeras se presentan cuando no existen limitantes a la hora de ingresar nuevas PyMEs que cumplan con los requisitos para ser socios partícipes. En otras palabras, significa que no importa qué actividad desempeñe la empresa o que no exista alguna vinculación con los socios “protectores”. De forma opuesta, las sociedades “cerradas” se caracterizan porque el socio “participe” cuenta con un vínculo con el socio “protector” lo que reduce o facilita los análisis de riesgo que deban realizarse para aceptar a la PyME ingresante.

III.2 Órganos de las S.G.R.

En materia jurídica, los órganos sociales de las S.G.R. son la *Asamblea General*, el *Consejo de Administración* y la *Sindicatura* y tienen las atribuciones que establece la ley 19.550 para los

² Información obtenida a partir de la entrevista en profundidad realizada a la asesora comercial de GARANTIZAR SGR, para próximos apartados.

órganos equivalentes de las sociedades anónimas. A continuación veremos con mayor detalle la competencia de cada uno de ellos.

- a) Asamblea General: Compuesta por todos los miembros de la sociedad, pudiendo ser en carácter de asamblea ordinaria o extraordinaria. Es convocada por el *Consejo de la Administración* al menos una vez al año y sus tareas se centran en fijar las políticas de inversión respecto a los fondos de riesgo; definir costos de garantías y mínimos de contragarantías a ser presentados por las PyMEs.
- b) Consejo de Administración: Cuenta con la función principal de administrar y representar a la sociedad. Está integrado por tres miembros, debiendo existir al menos un socio partícipe y un socio protector. Sus competencias se centran en nombrar gerentes; decidir sobre la admisión de nuevos socios; determinar las inversiones a realizar según la política señalada por la Asamblea y determinar la exclusión o no de un socio ante el incumplimiento de sus deudas (Art. 62; Ley 24.467).
- c) Sindicatura: Se encarga de las tareas de fiscalización, contando con tres síndicos elegidos por la Asamblea General. Este órgano se encarga de verificar la realización de las inversiones, los contratos de garantía celebrados, el estado del capital social y controlar el fondo de riesgo. Al mismo tiempo, deben responder a los requisitos que haga la SEPyME y el BCRA.

III.3 Beneficios impositivos y comerciales

Uno de los principales motivos por los cuales los socios protectores forman parte de las S.G.R. es la deducción de utilidades en el Impuesto a las Ganancias. Esta desgravación de la base imponible se da a partir de la consideración de los aportes como gastos, aunque para ello debe cumplirse que los fondos estén por lo menos por 2 años en la Sociedad y que el saldo de garantías represente como mínimo el 80% del fondo de riesgo. Vale señalar que los socios partícipes también cuentan con este beneficio de deducción de impuestos que se da a partir de los aportes realizados al capital social y al fondo de riesgo.

Por otro lado, es relevante hacer mención al carácter comercial de estas sociedades, siendo esto algo que suele quedar en segundo plano. Este tipo de sociedades, además de impulsar el financiamiento de las PyMEs y servir de incentivo fiscal para sus miembros, permite que sus socios puedan obtener una rentabilidad adicional en forma de dividendos a partir de

las ganancias obtenidas por las comisiones del otorgamiento de garantías y por las operaciones que se realicen con el fondo de riesgo.

III.4 Fondo de Riesgo y límites operativos

Comenzando por el “Fondo de Riesgo”, este no forma parte del patrimonio de la Sociedad y está compuesto por los aportes que realicen los socios protectores y las ganancias generadas por su buena administración. En general, se busca mantener una pequeña proporción con liquidez en caso de responder ante una garantía y el resto invertirlo en operaciones de bajo riesgo. Por otro lado, en torno a los límites operativos, las S.G.R. no pueden asignar garantías a un mismo socio partícipe por más del 5% del valor total que garantiza la sociedad, evitando así que se concentre el riesgo en pocos socios partícipes y que las garantías que se ofrezcan no sean para socios preferenciales. Por otro lado, establece que las S.G.R. tampoco podrán asignar obligaciones con el mismo acreedor por más del 25% de su “Fondo de Riesgo”, de manera tal que éstas deben atender las múltiples necesidades comerciales y financieras que tienen las PyMEs con por lo menos 4 tipos de acreedores distintos, evitando así que las empresas queden cautivas de un solo acreedor.

Otro aspecto relevante es el grado de apalancamiento al que puede someterse la sociedad, existiendo un límite de otorgamiento de garantías de hasta un 400% del “Fondo de Riesgo”. En otras palabras, significa que las S.G.R. trabajan con un encaje del 25% respecto del máximo de avales que tienen permiso para otorgar.

Por otra parte, respecto al nivel de liquidez, a partir del decreto 1076/01, las inversiones que realice la S.G.R. deben asegurar un mínimo de disponibilidad, debiendo contar al último día hábil de cada mes, con una liquidez igual al 25% de los vencimientos que pudieran llegar a tener que cubrir al mes próximo.

III.5 Requisitos para la aceptación de los socios partícipes

Para determinar qué requisitos son los más solicitados para el ingreso de los socios partícipes comparamos tres sociedades distintas³, describiendo a continuación las principales conclusiones.

En el caso de que los postulantes sean **Personas Jurídicas**:

- Completar **formularios de solicitud** que provea la S.G.R.

³ “GARANTIZAR S.G.R.”; “GARANTÍA DE VALORES S.G.R.”; y “PUENTE HNOS.S.G.R.”

- Copia del **estatuto**.
- **Breve resumen** acerca de la actividad de la empresa y el destino de fondos.
- Copia del Acta de **Asamblea** con distribución de **autoridades** y de **utilidades**.
- Copia del Acta de **Directorio** con distribución de **cargos** y duración **mandato**.
- **Manifestación de Bienes** de los accionistas.
- **Flujo de fondos proyectado** firmado por el titular, incluyendo amortización de capital e intereses del préstamo avalado por el periodo de vigencia del préstamo.
- Constancia inscripción ante AFIP.
- Constancia de inscripción en Ingresos Brutos.
- **Tres últimos Estados Contables** auditados y certificados por organismo contralor correspondiente.
- Detalle de **deuda bancaria, financiera y con otras S.G.R.**
- **Detalle de compras y ventas** netas de IVA mensuales de los últimos 3 años.
- DDJJ de **Ganancias** (último año), **Seguridad Social** e **IVA** (últimos 3 meses).

En caso de que el postulante sea una **Persona Física**, los requisitos se centran en:

- Completar **formularios de solicitud** que provea la S.G.R.
- Constancia de inscripción ante la AFIP.
- Constancia de inscripción en Ingresos Brutos.
- Fotocopia **DNI** del solicitante.
- DDJJ de **Ganancias; Bienes Personales; Seguridad Social** e **IVA**.
- **Breve resumen** acerca de la actividad de la empresa y el destino de fondos.
- **Manifestación de Bienes** del socio titular.
- Detalle de **ventas y compras** netas de IVA mensuales de los últimos tres años.
- **Tres últimos Estados Contables** auditados y certificados por organismo contralor correspondiente.
- Detalle de **deuda bancaria, financiera y con otras S.G.R.**

Por otro lado, para ambos casos deben tenerse en cuenta los siguientes aspectos:

- DDJJ de **calificación PyME** certificada por escribano público.
- A partir de la **Resolución SPyMEyDR Nº 16/2010 Anexo IV**, la PyME debe firmar una DDJJ en la que señale que no se encuentra vinculada o controlada por los socios protectores o por grupos económicos que no sean considerados PyMEs por la legislación vigente.

- Detalle de las **contragarantías** a ofrecer. Si son hipotecas, deben adjuntarse copias del título de propiedad y en el caso de bienes muebles, señalar una descripción del mismo.

CAPÍTULO 2: METODOLOGÍA

El trabajo a desarrollar contará con un enfoque de carácter *explicativo* (Sampieri, 2006), ya que busca exponer por qué ocurre un fenómeno y en qué condiciones se manifiesta. Lo que se pretenderá hacer es mostrar las razones por las cuales una mediana empresa logró acceder al mercado de capitales para financiar proyectos de inversión, analizándose así cuáles fueron las condiciones que permitieron que resultase un éxito sin precedentes en la ciudad de Mar del Plata.

Dada la lectura del problema y el marco teórico, se ha optado por un enfoque de *estudio de caso*. La metodología de estudio de caso se caracteriza por obtener resultados en profundidad de un fenómeno determinado validando los mismos mediante múltiples fuentes de información cuantitativa y cualitativa (Sampieri, 2006).

Para proponer el planteo metodológico y estructurar el análisis de la información, partiremos de una proposición central que nos servirá de guía de estudio:

“El financiamiento bursátil de proyectos de inversión es accesible para pymes con educación financiera; estructuras administrativas transparentes y con garantías apropiadas

UNIDAD DE ANÁLISIS

La unidad de análisis de nuestra investigación se centrará en un estudio de caso de la única PyME de la ciudad de Mar del Plata que ha logrado la financiación por medio del mercado de capitales. La misma será INGACOT SA., una firma marplatense agropecuaria que ha sido pionera en el financiamiento bursátil en la región por medio de la emisión de obligaciones negociables. Vale recalcar que el estudio de esta única firma se debe a que ha sido un caso único en la ciudad de Mar del Plata, siendo por lo tanto llamativo e interesante saber cuáles fueron las razones que le permitieron llegar hasta ese lugar.

Dado que la empresa cataloga como mediana, podemos acudir a la resolución 50/2013 de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa (SEPyME), que caracteriza a este tipo de empresas en función del volumen de ventas anuales promedio de los tres últimos años, expresado en pesos, y teniéndose en cuenta el sector al que pertenezca la firma. Estos valores son expresados en el siguiente cuadro y excluyen el impuesto al valor agregado y los impuestos internos que pudieran corresponder. Vale mencionar que las medianas empresas, en caso de superar el límite, pueden deducir hasta 50% de las exportaciones para poder ser

clasificadas como PyMEs y así poder utilizar las ventajas con las que cuentan este tipo de empresas⁴

Tabla nº1. Clasificación de tamaño de PyMEs según su monto de ventas y sector

SECTOR		Agropecuario	Industria y Minería	Comercio	Servicios	Construcción
	<i>Micro</i>	610.000	1.800.000	2.400.000	590.000	760.000
TAMAÑO	<i>Pequeña</i>	4.100.000	10.300.000	14.000.000	4.300.000	4.800.000
	<i>Mediana</i>	54.000.000	183.000.000	250.000.000	63.000.000	84.000.000

Fuente: Resolución SSEPyMEyDR 21/2010 y 50/2013

Esto significa que una *microempresa* del sector agropecuario es aquella cuyas ventas anuales no superan los \$610.000, una *pequeña* se ubicará entre \$610.000 y \$4.100.000, y una *mediana* la que supera en ventas los \$4.100.000 y su máximo es \$54.000.000.

MUESTRA

En torno a quienes serán los informantes calificados que utilizaremos para realizar este trabajo contaremos con dos entrevistados. Por el lado de la Sociedad de Garantía Recíproca, nos citamos con la Licenciada Luciana Espasandín quien es asesora comercial en Mar del Plata de GARANTIZAR SGR. Su cargo en la sociedad se centra en asesorar a las PyMES de la zona ofreciendo los distintos tipos de garantías, y en preparar las carpetas de las empresas “aptas” para pasar a ser evaluadas por los analistas de riesgo en la casa central. Los principales temas que se consultaron con ella fueron conocer qué requisitos demandan este tipo de sociedades, qué productos ofrecen y como hacen para combatir los problemas de información simétrica

Respecto al representante de la empresa a analizar, nos contactamos con el Licenciado y Contador Público Nacional Gabriel Vicente, quien tiene el cargo de Gerente de Finanzas en INGACOT SA. Su función se centra no sólo en preparar los balances e informes requeridos por formar parte del régimen de bolsa, sino en encontrar las fuentes de financiamiento óptimas para los distintos proyectos que va teniendo la empresa a lo largo del tiempo. Aquí las preguntas se centraron en conocer cuáles eran sus medios de financiamiento antes de acceder al mercado de capitales; cómo fue su experiencia con las Sociedades de Garantía Recíproca y su experiencia en el mercado de capitales para financiar su proyecto de inversión.

⁴ Disposición SSEPyMEyDR 147/2006 y 24/2001 y res. N° 21/2010

PLAN DE RECOLECCIÓN DE DATOS

Para obtener la información pertinente se recurrirá a datos primarios por medio de entrevistas personales en profundidad. Por un lado, nos reuniremos con empleados de una Sociedad de Garantía Recíproca, lo cual nos permitirá comprender qué aspectos tienen en cuenta al momento de avalar o no a una empresa y por otro lado, se realizará una reunión con la empresa elegida para interpretar cómo fue su desempeño ante el uso de estos instrumentos. También se utilizarán datos secundarios (balances e informes comerciales) que serán provistos tanto por la propia empresa como por fuentes externas. Los mismos nos permitirán obtener indicadores de las variables previamente mencionadas, como por ejemplo, el grado de endeudamiento y actividad de la empresa.

Respecto a las entrevistas personales, las mismas se realizaron con un carácter *semiestructural* que según Sampieri (2006) permite que no se siga un orden fijo, sino que el entrevistador tenga discrecionalidad para indagar más en los aspectos que le llamen la atención. Por otro lado, se decidió priorizar la realización de las entrevistas en persona dado que permiten una indagación más exhaustiva en comparación a la simple respuesta vía correo electrónico. Las personas elegidas para ser entrevistadas forman parte de la oferta y la demanda de este tipo de financiación⁵ aspecto que sirvió para poder comparar la visión de uno y otro agente. En caso de interesarse por el diseño de la guía de entrevista, se puede acceder a un ejemplar del modelo utilizado en el anexo del presente trabajo.

ANÁLISIS DE DATOS

Para poder cumplimentar el objetivo del trabajo, realizaremos no solamente un análisis cualitativo basado en las entrevistas previamente dichas, sino, que indagaremos en la situación económica y financiera de la empresa evaluando los siguientes indicadores que se describirán con más detalle en el desarrollo del trabajo. Los mismos estarán calculados a partir de los balances presentados por la empresa en el año 2006 y 2012.

INDICADORES DE LIQUIDEZ	
Indicador	Fórmula aplicada
Liquidez Corriente	Activo Corriente / Pasivo Corriente
Liquidez Ácida	(Activo Corriente - Bienes de cambio) / Pasivo Corriente

⁵ Se entrevistó a la asesora comercial de la SGR GARANTIZAR y al gerente de Finanzas de INGACOT

Capital de Trabajo	Activo Corriente - Pasivo Corriente
Cobertura Carga Financiera (CGF)	EBITDA / Gastos Financieros
EBITDA	Utilidad antes de Impuestos e Intereses + Amortizaciones
EFICIENCIA OPERATIVA	
Indicador	Fórmula aplicada
Rotación de Créditos por Ventas	$\frac{365}{(\text{Ventas a crédito} / \text{Promedio de Créditos por Venta})}$
Rotación de Bienes de Cambio	$\frac{365}{(\text{C.M.V Anual} / \text{Stock Bienes de Cambio})}$
Rotación de Proveedores	$\frac{365}{[(\text{C.M.V Anual} - \text{Existencia Inicial} + \text{Existencia Final}) / \text{Promedio Proveedores}]}$
INDICADORES DE SOLVENCIA	
Indicador	Fórmula aplicada
Endeudamiento Global	Pasivo Total / Patrimonio Neto
Endeudamiento Corriente	Pasivo Corriente / Patrimonio Neto
Autonomía	Activo Total / Pasivo Total
Inmovilización	Patrimonio Neto / Activo No Corriente
Pasivo/Activo	-
Pasivo Bancario y Financiero / Pasivo total	-
SITUACIÓN ECONÓMICA	
G.I.F.	Utilidad antes de impuestos + Depreciaciones
R.O.E.	Utilidad Neta / Patrimonio Neto
Formula Dupont = R.O.E.	$(\text{Utilidad neta/ventas}) \times (\text{Ventas/Activo total}) \times (\text{Activo total/Patrimonio total})$

CAPÍTULO 3: DESARROLLO

Con el fin de poder cumplimentar nuestra proposición central (*“El financiamiento bursátil de proyectos de inversión es accesible para PyMES con determinadas características específicas”*), en el siguiente apartado procederemos a analizar qué factores facilitaron que la empresa pueda alcanzar dicha financiación y cuáles fueron los resultados de dicho camino. En primer lugar, realizaremos una descripción de sus antecedentes junto a una reseña de su paso por la negociación de cheques a partir del uso de una SGR. Esto nos dará lugar a explicar cómo llegan a informarse acerca de la emisión de ON, señalizándose aquí qué atributos de la teoría económica han sido relevantes para explicar su elección por este tipo de instrumentos financieros.

I. Descripción de la empresa

La empresa INGACOT inicia en el año 1999, con la comercialización de pinturas, sintéticos, barnices y accesorios de pinturería. En el año 2006, el presidente de la empresa decide incorporar la actividad agropecuaria que venía practicando en forma personal, como complemento a los flujos y como deducción de impuestos por resultado de las campañas agrícolas. El grupo actualmente está compuesto por cuatro empresas que son, “Tres Colores S.A.”; “Antonio Bilancieri S.A.”, “INGACOT S.A.” e “INGACOT Comercial S.A.”, todas con capital accionario mayoritario por parte del presidente. Respecto a INGACOT Comercial S.A., la misma surge en el año 2012 con la intención de separar las actividades de la empresa, encargándose exclusivamente de lo referido a la comercialización de pinturas.

La empresa que nos compete en este trabajo es INGACOT S.A., que concentra sus actividades en la producción de cereales y oleaginosas, y que aprovechando su producción de granos, explota un criadero de cerdos de alta productividad. Este último fue el motivo por el cual tuvieron que recurrir a la emisión de obligaciones negociables con la intención de duplicar sus instalaciones.

En el área agropecuaria, la empresa cuenta con equipos propios de siembra y cosecha, siendo el eje de su producción la soja y el maíz en campos arrendados en la localidad de Bolívar. Un dato llamativo es que la sociedad no utilizó la expansión constante de superficie como política de crecimiento, siendo esto no por razones financieras, sino por no aceptar costos de arrendamientos que redujeran los márgenes proyectados por campaña agrícola por debajo del 15/20% de la inversión realizada. Este aspecto, sumado a la realización de ventas a futuro (lo que les otorga cierta certeza de los flujos de fondos esperados), les ha permitido

evitar problemas financieros en especial con el riesgo inherente de una actividad como esta en la que la volatilidad de los precios es moneda corriente.

Respecto a la cría de porcinos, INGACOT S.A. compró un predio en la ciudad de Bolívar donde construyó un criadero denominado “Granjas El Triunfo”. La intención de este proyecto se basó en que la producción fuese de alta eficiencia, realizándose para ello, fuertes inversiones en tecnología como por ejemplo en genética. El diseño del mismo consistió en crear dos módulos de 520 madres, por lo cual necesitaron recurrir al mercado de capitales para poder financiar una obra de tal magnitud, aspecto que cubriremos en próximos apartados.

Con el fin de conocer en mayor detalle las características de la empresa y cómo fue su experiencia con el mercado de capitales, nos contactamos con el Gerente Administrativo-Financiero, el Lic. Gabriel Vicente, desarrollando a continuación los resultados de la investigación.

II. INGACOT y la negociación de Cheques de pago diferido

En el año 2007, la empresa da su primer paso en el mercado bursátil, presentándose ante la S.G.R. “Garantía de Valores” para negociar cheques de pago diferido. Tal como hemos descripto en el marco teórico, la idea de este sistema de financiación consiste en descontar cheques propios o de terceros, financiándose a bajo costo y con una rápida ejecución.

Vale decir que hasta entonces, INGACOT S.A. se autofinanciaba con su sector comercial de pinturerías, es decir que con el superávit del mismo financiaba la campaña agrícola, y con las ventas de ésta, reponía stock de mercadería. De todas formas, a pesar de que no tenían ningún proyecto de inversión de por medio, encontraron en la negociación de cheques una buena oportunidad para utilizarlo como instrumento de tesorería, sirviéndoles de adelantos en efectivo para pagar por ejemplo, obligaciones cercanas con proveedores.

Los principales motivos por los cuáles decidieron probar con este tipo de financiación se centraron en los bajos costos en comparación al uso de bancos (siendo resaltada la exención del pago del Impuesto al Crédito y al Débito), y a los veloces plazos de ejecución (48/72hs). En contraposición a esto último, el entrevistado señala los problemas del uso de descuentos bancarios: *“En el caso del descuento bancario se debe tener las calificaciones al día, sino se tienen, se deben presentar las ventas, los balances, ingresos brutos; DDJJ de IVA 931 (para empleadores); y eso tiene que ir a Buenos Aires, pudiendo demorarse excesivamente para el momento en el que se lo necesita”.* (Gabriel Vicente, entrevista personal, 24/09/14)

Para contar con una mayor precisión acerca de cómo trabajan las Sociedades de Garantía Recíproca nos contactamos con la sucursal de “GARANTIZAR” S.G.R. en Mar del Plata. A partir de la entrevista que nos concedió su representante, la Lic. Luciana Espasandín, pudimos indagar con mayor profundidad cómo es el proceso que debe realizar la empresa al momento de solicitar una garantía.

Para iniciar, observamos que uno de los primeros problemas a los que se enfrentan las PyMEs es al momento inicial de cumplir los requisitos básicos que le demanda el asesor comercial, es decir, que muchas empresas suelen quedar filtradas antes de llegar siquiera al analista de riesgo.

La etapa inicial consiste en un análisis de los “**Aspectos Cualitativos**” de la empresa. Los mismos consisten en:

- **Actividad del socio.** Referido a si la actividad de la empresa permitirá la generación de los ingresos adecuados, en relación a las obligaciones que tenga que pagar y al monto del nuevo préstamo.
- Presentación de todos los requisitos formales señalados en el primer capítulo, confirmando a su vez la **condición PyME** del socio. Esto último es de gran relevancia ya que las condiciones de aval que otorgan las S.G.R. están destinadas pura y exclusivamente para el impulso de las PyMEs.
- Informe **NOSIS/Veraz**. La intención de estos informes es verificar los antecedentes de la empresa. Estos incluyen *inhabilitaciones; situaciones judiciales/Embargos; Atrasos/comportamiento; Cheques rechazados*, etc. Vale mencionar que una de las ventajas del uso de estas Sociedades es la flexibilidad que tienen ante estos criterios. Esto significa que al tratarse de un análisis global, no se define su fundamento en unos pocos indicadores, sino en su conjunto y en un estudio de las contragarantías.
- Análisis del **cumplimiento de las Garantías Financieras** que ya haya otorgado previamente la S.G.R. a la PyME.

Por otro lado, respecto a los “**Aspectos Cuantitativos**”, la *Gerencia Comercial* de la S.G.R. le otorga discrecionalidad a la representante comercial para que por medio de una serie de breves criterios pueda determinar si la PyME está en condiciones de avanzar en la solicitud de Aval. Los indicadores son:

- **Liquidez corriente de un mínimo de 0,80.** Es decir, que se permite que la empresa no pueda afrontar el pago de sus obligaciones de corto plazo hasta en un 20%.

- **Índice de endeudamiento** en un máximo de **3**. Esto significa que se permite que la participación de terceros en la empresa sea de hasta un 300% respecto al Patrimonio Neto.

En el plano de las contragarantías, se solicita que los accionistas que representen a la PyME en al menos un 70%, presten una fianza declarando bienes inmuebles o maquinarias por montos superiores en un 20% a la garantía a otorgar. Esto significa que si buscan una garantía para el financiamiento de un proyecto de inversión de \$1.000.000, deben ofrecer una contragarantía de al menos \$1.200.000. Al mismo tiempo, se pretende que la firma abone al menos un 20% del valor del proyecto sin depender del aval de una garantía. Esto quiere decir, que si necesitan \$1.000.000, al menos \$200.000 deben ser puestos por la empresa y no financiados por el monetizador. Al respecto, la entrevistada nos comentaba que las garantías pueden ser hipotecas o prendas *“pudiendo ser patrimonio de la empresa, de los socios o de un tercero que pueda presentarse como fiador de la operación”* (Luciana Espasandín ; entrevista personal ; 26/06/14). En el caso de INGACOT, el monto límite de negociación de CPD que obtuvieron fue de \$1.200.000, para lo cual debieron entregar como contragarantía real dos chacras ubicadas en el Partido de Bolívar por valores de mercado superiores a los del aval.

Una vez que estos requisitos son presentados y la representante comercial cree que la empresa puede llegar a obtener el aval (a pesar de que algún indicador no sea del todo favorable), el informe es preparado junto con toda la documentación correspondiente para ser enviado a las oficinas centrales de “GARANTIZAR S.G.R.” en C.A.B.A. Allí, es donde por medio de asesores externos, se realizará el análisis de riesgo, revisando no sólo la información financiera de la empresa, sino también, su documentación presentada y sus contragarantías ofrecidas. Este trabajo consiste en realizar una evaluación global de la empresa y no dejarse llevar por análisis cuantitativos rígidos. En palabras de la entrevistada *“El analista de riesgo ve el contexto general de la empresa y a partir de ahí saca las conclusiones”* de forma tal explica que no son evaluaciones con juicios duros: *“No es algo estricto. No es que si se pasa un poco no se va a aceptar. Si bien cada indicador tiene sus parámetros de aprobación, se evalúa de qué está compuesto (ejemplo deudas comerciales o préstamos con entidades financieras)”*.

El informe que expone el Analista de Riesgo inicia con la información presentada por la PyME que es una introducción acerca de la situación de la empresa y el mercado. En esta sección se explica la actividad que desarrolla la organización; su historia; productos que comercializa; principales clientes, proveedores y competidores; y una breve reseña de cómo se encuentra el sector de su rubro. Al mismo tiempo, en esta sección se señala de cuánto sería el

monto del préstamo a avalar, el tipo de instrumento a solicitar (aval de CPD u ON; Garantías financieras, etc) y cuál sería su destino.

El trabajo técnico de esta evaluación comienza en las posteriores secciones del informe que son la *situación patrimonial, financiera, económica* junto a las respectivas conclusiones. En general suele hacerse una comparación entre los últimos 2 años de la empresa para así poder analizar su evolución. Comenzando por la primera parte del análisis, es decir, la ***situación patrimonial***, se pueden tener en cuenta los siguientes indicadores:

- **Endeudamiento global (apalancamiento total).** Mide en qué proporción está comprometido el patrimonio de los propietarios respecto de sus acreedores.
- **Endeudamiento corriente (apalancamiento corriente).** Aquí se evalúa qué parte del pasivo corriente, es decir de corto plazo, se financia con capitales propios.
- **Pasivo/Activo.** Proporción del activo total que es financiado con deudas de terceros.
- **Autonomía.** Parte del activo total que es financiado por el capital propio. Cuanto más alto es este índice, más bajo es la relación “Pasivo/Activo”.
- **Inmovilización.** Refleja la cobertura que da el Patrimonio Neto, a las inmovilizaciones que son los Activos No Corrientes.
- **Pasivo Bancario y Financiero/Pasivo Total.** Análisis de cuánto representa la deuda bancaria y financiera respecto a las obligaciones totales de la compañía.

En segundo lugar, el informe se encarga de la ***situación financiera*** de la empresa. Aquí se busca interpretar la aptitud que tiene la PyME para poder afrontar sus pasivos de corto plazo con los fondos que obtenga por su actividad comercial.

- **Capital de trabajo neto.** Nos permite ver el “Fondo de Maniobra”, que es la diferencia entre el Activo Corriente y el Pasivo Corriente. Este indicador señala qué parte del Activo Corriente está financiado con recursos de largo plazo, lo cual permite que ante una demora de cobro de sus cuentas, la empresa pueda seguir cumpliendo con sus deudas sin caer en una suspensión de pagos.
- **Liquidez.** Muestra la capacidad de la empresa para enfrentar las deudas de corto plazo con sus activos corrientes. Vale mencionar que una de las debilidades de este indicador es que no tiene en cuenta el plazo de realización y cancelación de los activos y pasivos.

- **Liquidez Ácida.** Actúa de manera similar al índice de liquidez, con la diferencia de que aquí se le resta al activo corriente el rubro “*bienes de cambio*”, por ser este el de menor liquidez.
- **Cobertura de la Carga Financiera.** Relaciona los resultados operativos con los intereses de la deuda, indicando la cantidad de veces que la empresa puede cubrir los gastos financieros.

En el aspecto de eficiencia operativa, se busca analizar la efectividad con la que las empresas utilizan sus activos y pasivos. Los indicadores de actividad que son utilizados por las S.G.R. son:

- **Ciclo de Créditos por Ventas.** Referido a la cantidad de días promedio que tarda la empresa en realizar las cobranzas de sus créditos.
- **Ciclo de Bienes de Cambio.** Expresa el número de días promedio que tardan en venderse los bienes de cambio. De esta forma, para saber el promedio de días que tarda el rubro “Bienes de cambio” en transformarse en fondos *líquidos*, se tiene que sumar el *ciclo de Bienes de Cambio* con el *ciclo de Créditos por Ventas*.
- **Ciclo de Proveedores.** Se refiere al plazo promedio de pago a los proveedores y deudas comerciales.

En tercer lugar el informe se evalúa la **situación económica** de la PyME, donde a partir del Estado de Resultados, se analiza la rentabilidad de la empresa utilizando índices y análisis horizontales de tendencia. Aquí los principales instrumentos utilizados fueron los componentes de la fórmula de Dupont, es decir, el “Margen de utilidad respecto a las ventas”, la “Cantidad de veces que se vende el activo total en el año”, y el “Grado de apalancamiento del Patrimonio de la empresa respecto de sus activos”. De esta forma, obtenemos el Retorno sobre el Patrimonio (R.O.E.) que mide la capacidad de la empresa para formar utilidades a partir del patrimonio.

Volviendo a nuestro estudio de caso, repetimos que INGACOT S.A. solicitó una línea de cheques de pago diferido por un monto límite de \$1.200.000, entregando como garantía real dos chacras ubicadas en el Partido de Bolívar. Con la intención de simular el análisis que realizó la S.G.R. para autorizar el aval de los cheques negociables, a partir de los balances del año 2006 de INGACOT, procederemos a evaluar en qué condiciones económicas y financieras se encontraba la empresa al momento de ser aceptada como socio partícipe de la sociedad.

Tabla nº3. Indicadores de Solvencia

	Agosto 05 (12 meses)	Agosto 06 (12 meses)
Endeudamiento Global	0,91	1,53
Endeudamiento Corriente	0,87	1,26
Pasivo/Activo	0,48	0,60
Autonomía	0,52	0,40
Inmovilización	1,14	1,19
Pasivo Bancario y Financiero/Pasivo total	0,12	0,16

Elaboración propia a partir del balance 2006 de INGACOT S.A. (Ver anexo)

Como podemos apreciar en el cuadro de situación patrimonial, entre el año 2005 y 2006, la empresa tuvo una tendencia hacia el aumento de la financiación de terceros respecto al patrimonio neto. A pesar de esto, según los parámetros de la S.G.R., al ser el endeudamiento menor a 3 nos estaría indicando que el mismo se mantiene en valores aceptables. Respecto a la relación Pasivo/Activo, se encuentra en buenos niveles, correspondiendo solamente un 60% del activo a la participación de acreedores y solamente un 16% de las obligaciones a deudas bancarias o financieras. Por otro lado, respecto a la política de financiación de los activos no corrientes, el índice de inmovilización mayor a 1 nos está indicando que el patrimonio neto además de financiar el activo no corriente, también financia parte del activo corriente lo que condice con una posición de buena solvencia.

Tabla nº4. Indicadores Financieros

	Agosto 05 (12 meses)	Agosto 06 (12 meses)
Capital de Trabajo	202,32	1.019,09
Liquidez corriente	1,11	1,32
Liquidez Acida	0,46	0,72
Cobertura Carga Financiera (CGF)	-	2,75

Tabla nº5. Eficiencia Operativa

	Agosto 05 (12 meses)	Agosto 06 (12 meses)
Rotación de Créditos por Ventas	7 Días	12 Días
Rotación de Bienes de Cambio	88 Días	86 Días
Rotación de Proveedores	76 Días	198 Días

Elaboración propia a partir del balance 2006 de INGACOT S.A. (Ver anexo)

En torno a la situación financiera, podemos observar una tendencia ascendente de los indicadores de liquidez, contando con una buena posición del *liquidez corriente* (1,32), y un valor menor a 1 en la *prueba ácida* (0,72), lo que indica que depende de la venta de sus bienes de cambio para satisfacer todas sus obligaciones corrientes. Siguiendo esta línea, la eficiencia operativa nos indica que la cantidad de días que demora el ciclo operativo es de 98 días, que junto con el alto valor de *rotación de cuentas a pagar* (198 días) es otro reflejo de buena situación de liquidez de la empresa para afrontar el pago de sus obligaciones corrientes.

Por otro lado, respecto a la cobertura de la carga financiera, el indicador se ubica en 2,75, indicando una buena capacidad de repago de los gastos financieros. Al mismo tiempo, si analizamos el pasivo de la empresa nos encontramos que más del 60% de sus obligaciones corresponden a “*deudas comerciales*”, representando las “*deudas bancarias/financieras*” y la cuenta “*otros pasivos no corrientes*” no más de 15% cada una.

Tabla nº6. Situación Económica

	Agosto 05 (12 meses)	Agosto 06 (12 meses)
Ventas	\$ 6.721.000,00	\$ 10.261.000,00
Costos	\$ -4.888.000,00	\$ -8.005.000,00
Gastos Comercialización y Administración	\$ -1.311.700	\$ -2.017.000
G.I.F.	\$ 557.000	\$ 184.000
Ut. Neta después de imp. /Ventas	8,29%	1,16%
Ventas/Activo	167,94%	163,15%
R.O.E.	27,50%	4,78%

Elaboración propia a partir del balance 2006 de INGACOT S.A. (Ver anexo)

En la tabla Nº4 *Situación Económica*, podemos apreciar el importante crecimiento de las ventas que tuvo la empresa (52%), pero que dado el aumento de los costos en más de un 60%, se vio repercutida negativamente la Generación Interna de Fondos (G.I.F.). Esta significativa variación, que también puede verse reflejada en la caída de la “*utilidad neta después de impuestos respecto a las ventas*”, se debió principalmente a la inserción de la empresa en el mercado agropecuario y también al aumento de los gastos de comercialización y administración en un 53%. Vale acotar que a pesar de que la cantidad de veces que se vende el

activo total en el año es alta, se observa que la caída en la utilidad neta respecto a las ventas provoca la fuerte baja en el Retorno sobre el Patrimonio Neto (R.O.E.).

Por otro lado, como dato adicional, cuando las empresas desean obtener una garantía financiera (aval para obtener mejores tasas al momento de obtener un empréstito bancario) o emitir obligaciones negociables con un aval de respaldo, existe un paso adicional en la realización de su típico análisis de riesgo, que es el estudio de sensibilidad de los flujos de fondos proyectados. Según la entrevistada, *“la empresa les manda un flujo de fondos, y en base a esta información patrimonial, financiera y económica, ellos lo que hacen es sensibilizar los flujos”* (Luciana Espasandín ; entrevista personal ; 26/06/14). En otras palabras, consiste en someter las corrientes de flujos futuros a diversas situaciones adversas con la intención de ver si a pesar de las mismas, la empresa puede sobrellevarlas manteniendo la capacidad de repago de sus obligaciones. Según lo que hemos investigado, el denominador común que se presenta en todos estos análisis se centra en los siguientes supuestos:

- Se considera un nivel de facturación equivalente al registrado durante su último año según el Estado Contable.
- Se estima una relación GIF/Ventas semejante a la que se encuentra en los EECC.
- Se incluye el ingreso del instrumento seleccionado (Garantía Financiera u Obligación Negociable) junto a la forma del pago del capital y sus intereses.
- Se incluyen disminuciones tanto en precios (por ejemplo, en el precio de los granos) como también así en las cantidades producidas (pobres cosechas).

Continuando con los problemas de las empresas para calificar dentro de los requisitos de las S.G.R., es relevante mencionar que según datos obtenidos de la “Bolsa de Comercio de Mar del Plata”, de una muestra de 47 casos de empresas que hicieron gestiones en la bolsa a través de estas sociedades, el 58% resultó rechazado principalmente por:

- Baja rentabilidad y repetidos quebrantos (29%)
- Bajo nivel de ventas (26%)
- Falta de documentación (15%)
- Socios con baja solvencia (11%)
- Antecedentes crediticios negativos (11%)
- Alto endeudamiento y deudas impositivas (8%)

Estos motivos condicen con los problemas explicados en el marco teórico, como por ejemplo son la informalidad de las cuentas, que ya sea para reducir aspectos impositivos o

costos de planificación, infieren negativamente al momento de solicitar créditos u avales. Por otro lado, esta situación también se ve reflejada en la óptica de la entrevistada de la SGR, ejemplificando que hay muchas empresas pesqueras que son rechazadas por la falta de documentación y de activos a nombre de los socios o a su nombre.

Volviendo al caso de INGACOT S.A., a pesar de que las caídas de los indicadores de rentabilidad (G.I.F.; R.O.E.) no mostraron una muy buena evolución, podemos observar que el rol que cumple la contragarantía es muy importante, siendo la misma un condicionante clave para obtener el aval.

Una vez finalizado el proceso de aprobado del aval, la S.G.R. les coloca un sello a los cheques y pasan a ser negociados por el agente de bolsa, quien deposita los resultados de las operaciones de descuento en una cuenta comitente dentro de la sociedad de bolsa. Vale destacar que la calificación es anual, y que ante un buen comportamiento de pago, la renovación se torna mucho más sencilla.

En torno al tema de costos, la erogación anual que deben realizar a la S.G.R. por contar con tal aval es de un 2% por monto garantizado. Respecto a la negociación de los cheques en el mercado de valores, dado que es una cuestión de oferta y demanda, las tasas suelen oscilar encontrándose actualmente entre el 17% y el 23% de TNA según los plazos que se manejen. Es importante recordar que una de las ventajas con las que cuenta este instrumento, es que una vez monetizado, no paga Impuesto al Débito y al Crédito Bancario.

Como datos finales, el cálculo que se realiza para definir el monto límite a solicitar en una línea de CPD está en relación a entre un mes y un mes y medio de las ventas del último año. Por ejemplo, en el caso de INGACOT S.A., en el año 2006 las ventas anuales eran de \$10.261.000, por lo tanto el monto límite a garantizar se encontraba entre \$855.000 y \$1.282.625, siendo esto determinado obviamente por todos los aspectos comentados con anterioridad, como son los índices, las expectativas del sector y las garantías otorgadas. En torno a la accesibilidad de las empresas a este tipo de herramienta, el entrevistado realizaba las siguientes apreciaciones: *“El principal problema que tienen las PyMES en Mar del Plata, es de información al no conocer la disponibilidad de esta herramienta. Cualquier empresa con ventas normales, medianamente bien administrada, con un balance consistente y que tenga un inmueble que estén dispuesto a dar en garantía, está en condiciones de acceder a la negociación de CPD.”* (Gabriel Vicente, entrevista personal, 24/09/14).

III. INGACOT y la emisión de Obligaciones Negociables

Como comentamos al inicio de este capítulo, en el año 2011, bajo la intención de diversificar sus actividades y aumentar su crecimiento, INGACOT S.A. incorporó la cría de porcinos, invirtiendo de tal modo, en la construcción de un criadero con alta tecnología incorporada compuesto de dos módulos de 520 madres cada uno. Esta forma de diversificar es propia del *espíritu emprendedor* encontrado en el titular de la firma, que vio una oportunidad en introducirse en el nicho de la venta de carne porcina dada la alta demanda nacional y mundial de la misma. Al mismo tiempo, su decisión estratégica se basó en realizar una diferenciación por costo, invirtiendo en un criadero de alta productividad como los más importantes del país.

A modo de brindar mayor detalle del proyecto, las claves del mismo se centraron en los siguientes aspectos (Prospecto de Emisión de ON. INGACOT ; 2013):

- *El coeficiente de conversión de granos a carne.* Esto hace referencia a la cantidad de kilos de granos que se necesitan para sacar un kilo de carne porcina. La media nacional es de 3,5 kg de alimentos por uno de carne, por lo que la inversión en un criadero de alta tecnología, puede aumentar la eficiencia a al menos 2,8 kg por kilo de carne. Es decir, al menos un 20% más económico que la media de competidores nacionales.
- *Cantidad de animales que llegan vivos al momento de venta.* Para esto, la empresa tiene como objetivos conseguir 13,4 lechones nacidos vivos por madre por parto, y 2,42 partos por año, aspectos que surgen de coeficientes alcanzados por otros criaderos nacionales de alta performance.
- *Productores de sus propios insumos.* El alimento representa el principal costo en la producción de cerdos (65/70%). Al mismo tiempo, ese alimento se conforma en un 70% por soja y maíz, granos que produce la propia empresa. Esto significa que casi el 50% de los costos de producción son cubiertos por su producción agrícola.
- *Localización en Bolívar, Provincia de Buenos Aires.* Esta ciudad tiene ventajas estratégicas para la conversión de grano a carne, dado que es la zona de la Provincia de Buenos Aires (apta para la siembra de dichos insumos), que está más distante de los principales puertos (Rosario y Bahía Blanca). Dado que esto genera mayores costos en transporte para los productores, beneficia a la producción de cerdo habiendo mayor disponibilidad de alimentos.
- *Contexto internacional y nacional.* A nivel internacional, a pesar de que la demanda de carne porcina está en aumento, tanto en la UE, como en EEUU y China, hay problemas

sanitarios y ambientales por sobrepoblación de cerdos lo que conlleva a que no pueda crecer su oferta. Este es un buen motivo para que Argentina pueda ser exportadora de este tipo de carne, siendo razones adicionales su clima propicio y sus buenos niveles de sanidad a nivel global. En el ámbito local, hay una tendencia ascendente en el consumo de carne de cerdo, por lo que tampoco tendría inconvenientes en colocar toda su producción en frigoríficos nacionales.

Para poder iniciar este proyecto, recurrieron a una hipoteca en primer grado con el Banco de la Provincia de Buenos Aires sobre una chacra de su propiedad, bajo el lineamiento del *“Programa de Financiamiento Productivo del Bicentenario”*. Esta financiación les permitió completar la primera etapa del criadero, construyendo así el primer módulo.

A mediados del año 2012, se decide iniciar la construcción del segundo sector del criadero, pero las condiciones del entorno no eran las mismas a las que habían accedido con anterioridad. Esta situación se debía a que no podían recurrir a los típicos productos de las S.G.R. -como son las garantías financieras o el aval en Obligaciones Negociables- ya que no contaban con garantías reales disponibles para presentar (la última la habían hipotecado para la construcción del primer módulo). Según palabras del entrevistado *“Una vez tomada toda la financiación bancaria para el primer criadero, ya no contábamos con quien recurrir para satisfacer nuestro nuevo nivel de inversión: \$15.000.000, debiendo buscar nuevos instrumentos”* (Gabriel Vicente, entrevista personal, 24/09/14).

Ante un escenario carente de alternativas, el espíritu emprendedor del propietario junto a su equipo económico fue el que lo llevó a buscar nuevas formas de financiación. Este interés coincide con la visión de Winborg y Lanstrom (1995) en el sentido de que aquellos propietarios que requieren capital para acompañar a sus situaciones crecimiento (como el criadero de cerdos), son más propensos a asumir riesgos e investigar nuevas alternativas financieras.

Es relevante recalcar el interés del propietario por reducir la *“brecha de conocimiento”* al preocuparse por crear equipos de profesionales que permitan complementar sus limitaciones (Timmons, 1996). De esta forma, es como crea la Gerencia Financiera en el año 2006, siendo dirigida la misma por nuestro entrevistado encargado de definir las formas más óptimas de incorporar capital. Vale señalar, que la presencia de este sector fue un aspecto muy importante para llegar a conocer estas fuentes de financiamiento, siendo la misma una característica relevante con la que cuenta la empresa y poco común en el contexto empresarial que se desenvuelve. De todas formas, tal como indica nuestro entrevistado, no es una medida que toma él, sino que es evaluada por el propietario al momento de embarcarse en ella: *“Fue*

una decisión política del dueño de la empresa porque implicó un cambio en los procesos y estructuras, desde la cúpula, bajando hacia los demás sectores”.

Así es como por medio de la S.G.R. que avalaba sus cheques de pago diferido, les llegó la propuesta de que se informaran acerca de la emisión Obligaciones Negociables bajo el régimen PyME. Este incentivo vino en parte no solo por el conocimiento de la empresa y su buena situación económica, sino también por una trayectoria empresarial sobresaliente visible en la formalidad de su estructura administrativa.

A partir de la realización de la entrevista hemos podido recabar cuáles fueron las fases más importantes que tuvo que atravesar la empresa para poder emitir dichas ON. De esta forma, en los siguientes apartados enunciaremos los principales actores que integran este proceso junto con qué documentos debieron presentar y cuáles fueron los resultados obtenidos.

III.a Estudio jurídico y agente colocador

En primer lugar, la empresa se contactó con el estudio jurídico *Tanoira-Cassaggne* quien tuvo el rol de asesorarlos en el plano legal de la emisión de las ON. Su tarea se centró en analizar si la empresa estaba en condiciones para emitir estos títulos de deuda dentro del régimen PyME debiendo crear por ejemplo una Sindicatura, organismo que hasta ese entonces no necesitaban.

“Ante el estudio jurídico se presentan los estatutos para evaluar que limitaciones jurídicas tienen los miembros de la empresa para poder emitir las obligaciones” (Gabriel Vicente, entrevista personal, 24/09/14).

Por otro lado, el rol del estudio permitió definir no sólo las alternativas de plazos, moneda y tasas, sino también a colaborar en la confección del *“Prospecto”*, el documento encargado de informar a los inversores acerca de la empresa. El mismo implica información desde los orígenes de la compañía hasta la propia emisión, incluyendo las condiciones con las que se emitirán los títulos. Con esto último, nos referimos a cuestiones como son la forma de amortización y pago de intereses; si hay existencia de años de gracia; el tipo de moneda; calificaciones de riesgo; entre otros.

Una vez confirmado que la empresa se encontraba en condiciones legales, se debió elegir un *“Agente Colocador”* quien es el encargado de realizar la Oferta Pública Inicial de los títulos, asesorando a la empresa sobre la factibilidad de realizar la colocación, los detalles de la venta

de los títulos y en encontrar a los potenciales inversores a los que puede estar dirigida la emisión. De esta forma, se contactaron con “*Banco de valores S.A.*”, una sociedad comercial creada por el Mercado de Valores de Buenos Aires que tiene el objetivo de apoyar el desarrollo del mercado de capitales y las operaciones bursátiles. Según el entrevistado “*El agente colocador se encarga de hacer un análisis de riesgo igual que los bancos: Balances, ventas, flujos de fondos del proyecto, etc*”. Es importante destacar que a partir de esta evaluación, la sociedad define si vale la pena “*apadrinar*” el proyecto presentado, ya que será el responsable de presentarlo a los potenciales inversores. Con esto nos referimos a que si el agente colocador recomienda un proyecto que no cumple con sus obligaciones, perdería credibilidad para próximas operaciones.

Para realizar la colocación de los títulos, la empresa tuvo que realizar un contrato de *underwriting* al “*mejor esfuerzo*” con el banco de inversión. Este contrato se refiere a que el colocador se compromete a realizar todos sus esfuerzos por colocar las inversiones a los precios prefijados y en el plazo que se haya determinado. Para realizar este trabajo, como hemos dicho previamente, el agente cuenta con el derecho de contar con contactos personales de potenciales inversores calificados; realizar distribuciones de prospectos preliminares; brindar reuniones informativas, etc. Vale recalcar que el agente no se hace responsable si la colocación de los títulos no llega a ser del 100%, pero al mismo tiempo esto puede permitir que se puedan obtener mayores ingresos al contarse con un precio de venta superior.

Por otro lado, otro aspecto que se debe definir es cómo será el mecanismo de colocación de los títulos, existiendo dos sistemas que son el *book-building* y el *holandés*. El primero radica en realizar una investigación previa respecto a quiénes serían los inversores interesados, averiguando al mismo tiempo los precios y cantidades que estarían dispuestos a obtener. De esta forma, se define un precio fijo de suscripción y al iniciarse el periodo de colocación, los inversores van registrando sus ofertas hasta completar el cupo.

El segundo método, -*que fue el seleccionado por nuestro emisor*-, consiste en definir en una instancia previa a la suscripción, una tasa de descuento de referencia que será tomada en cuenta al momento de recibirse las distintas ofertas en precio y cantidad. De esta forma, se seleccionarán aquellas que se encuentren más cerca de la tasa señalada, debiendo respetarse las mismas condiciones para todos los demás inversores aunque estos hayan ofrecido menores tasas de descuento. Por ejemplo, en los resultados de la emisión, veremos que se ofrecieron

\$27.000.000, por lo que se tomaron los \$15.000.000 más baratos, respetándose una misma tasa para todos los inversores que comprendieron dicho fondo.

III.b Oferta Pública (CNV) y Cotización de los Valores (BCBA)

Tal como hemos señalado en el marco teórico, las PyMEs cuentan con un régimen especial a la hora de emitir obligaciones negociables, aspecto que les permite contar con una presentación simplificada de requisitos al momento de insertarse al mercado de capitales.

Para resolver el ingreso a Oferta Pública, las empresas deben presentar los siguientes documentos, acompañado de una solicitud de registro ante la CNV.

- Copia de la resolución del órgano que determinó la emisión y colocación de Obligaciones Negociables junto con sus respectivas condiciones.
- Datos de la inscripción de los instrumentos constitutivos y estatutos de la PyME, junto con sus modificaciones en el Registro Público de Comercio o autoridad de contralor que correspondiese.
- Declaración jurada respecto al encuadramiento como PyME. Para ello, debe seguir los requisitos estipulados por la SEPyME en la resolución 50/2013. *Para más información ver “Unidad de Análisis” dentro del Capítulo 2: Metodología.*

Una vez obtenido el Registro ante la CNV, las empresas deben solicitar autorización a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) para poder cotizar sus valores bajo el régimen especial. Según el entrevistado, *“Lo que la bolsa pretende ver es si administrativamente se es capaz de operar bursátilmente emitiendo por ejemplo informes trimestrales según plazos y reglamentos, evaluando los procesos, estando al día en todo”*. Para ello deben presentar los siguientes documentos:

- Nombre de la emisora, actividad principal, domicilio social y sede de la administración.
- Dar información que acredite que la empresa se encuentra en marcha, y que cuenta con una organización administrativa que le permita atender los requisitos de información reglamentados por la BCBA.
- Datos de su inscripción registral, y si hubiere, las reformas del estatuto.
- Nombres de los miembros de los órganos de administración y de fiscalización y del contador dictaminante, indicando fecha de vencimiento de sus mandatos, DNI y

domicilio, siendo esto completado en formularios suministrados por la BCBA con carácter de declaración jurada.

- Copia del acta de la asamblea que haya decidido solicitar la emisión de obligaciones negociables.
- Constancia del registro ante la CNV.
- Estados contables del último ejercicio.
- Prospecto de emisión (*a explicar en secciones posteriores*).

Al mismo tiempo, por cada emisión que se realice, la emisora debe presentar:

- El acta de emisión mencionando las características de los valores a emitir, su forma y plazo de colocación e integración, y la indicación del destino de los fondos. Además, deben señalarse los datos exigidos por el art. 10 de la ley 23.576 de ON que hacen referencia a datos básicos como los descriptos previamente (denominación, domicilio, objeto social), más el patrimonio neto de la emisora, monto del empréstito, y garantías otorgadas.
- Copia del contrato del art. 13 de la ley 23.576, si lo hubiere. Esto hace referencia al contrato que puede celebrar la empresa con un intermediario en la oferta pública de los valores, con carácter de defender los derechos e intereses de los obligacionistas durante la vigencia del préstamo.
- En caso de haberse otorgado garantías respecto a los títulos, se debe llevar una copia de los instrumentos utilizados. Vale destacar que respecto a este punto, INGACOT SA formó un Contrato de Fideicomiso que analizaremos posteriormente cuando expliquemos las condiciones de la emisión de los títulos.
- Numeración y bocetos de los títulos o del certificado global.

Según el entrevistado, la parte más importante del ingreso al mercado de valores se centró en adoptar un cambio *político* desde el directorio hacia los demás sectores de la empresa, modificando la infraestructura al momento de tomar decisiones. Con esto nos referimos a las formalidades adicionales que surgieron a partir de la inserción de la empresa en el mercado de valores. Un ejemplo de esta situación es el aumento de la frecuencia de los *informes contables* que deben presentarse ante la CNV:

- a) **Estados contables anuales.** Deben realizarse dentro de los 70 días desde el cierre de ejercicio, acompañados por un informe del auditor y otro del órgano de fiscalización, junto a una constancia de aprobación por parte del directorio.

Al mismo tiempo, dentro de las 24hs de aprobados los EECC, el directorio debe proporcionar a la Bolsa la siguiente información:

- El resultado del ejercicio, dividido en ordinario y extraordinario
- Detalle del Patrimonio Neto, siendo discriminado por rubros y montos.
- Propuestas de distribución de dividendos; Capitalizaciones de ganancias, de ajustes monetarios del capital; entre otras. Si las mismas no se pudieran realizar, se debe detallar por qué motivos no se han podido realizar.

b) Estados contables trimestrales. Deben realizarse dentro de los 42 días desde el cierre del periodo trimestral del ejercicio. El informe debe contar con un estado de movimiento de fondos; un cuadro de estructura patrimonial (activo corriente y no corriente; pasivo corriente y no corriente; patrimonio neto) y de estructura de resultados; y debe ser acompañado de un informe del órgano fiscalizador y la aprobación del directorio. Al igual que los EECC anuales, se debe informar dentro de las 24hs a la Bolsa acerca del resultado del periodo en ordinario y extraordinario y el detalle del patrimonio neto dividido según rubro.

Además de informar anual y trimestralmente estos aspectos, la PyME se compromete a informar todos aquellos elementos que sean considerados como “*Relevantes*”. Estos se refieren a hechos que puedan repercutir potencialmente la cotización de los títulos como pueden ser pérdidas del patrimonio neto; entrada en concurso de acreedores; cambios en la composición de la administración, entre otros aspectos.

III.c Calificadoras de Riesgo

Por medio del decreto 656/92, surgen las calificadoras de riesgo como sociedades anónimas que tienen como objetivo evaluar la calidad de los títulos valores, brindando información adicional –y no una recomendación- a los potenciales inversores. A pesar de que las calificaciones son optativas y generan erogaciones adicionales para la empresa emisora, las ventajas de utilizar dichos servicios se centran en ampliar y validar la información que se le entrega al inversor por medio de un trabajo técnico.

La clave de este análisis se basa en apreciar la capacidad de repago del emisor para que pueda cumplir en tiempo y forma con sus obligaciones. Para ello, se aplica una evaluación similar a la realizada por la S.G.R. para señalar el estado económico-financiero de la empresa.

En nuestro país, están autorizadas para operar cuatro calificadoras que son “*Evaluadora latinoamericana S.A.*”; “*Fitch Argentina S.A.*”; “*Moody’s Latin America S.A.*” y “*Standard & Poor’s International Ratings, LLC. Sucursal Argentina*”. Cada una de ellas, tiene su propia metodología de calificación, pero a pesar de ello, utilizan criterios similares que permiten comparar tanto a nivel nacional como internacional. De esta forma, las calificaciones de las mismas suelen ir desde “AAA”, representando una muy fuerte capacidad de hacer frente a los compromisos financieros, hasta la letra “D”, siendo estos los títulos en los que la empresa es declarada en quiebra. Vale señalar que los títulos que cuentan con al menos una calificación de “BBB-” son considerados como de “*grado de inversión*”, mientras que las emisiones “BB” se las denomina “*grado especulativo*” por su alto riesgo.

Volviendo al caso de INGACOT S.A., por medio de “Evaluadora Latinoamericana S.A.” obtuvieron una calificación de “A-” para sus obligaciones negociables, lo que indicó una calidad crediticia elevada, aspecto que los favorecería al momento de salir a oferta pública. A partir de la revisión del informe de riesgo realizado por la evaluadora, pudimos apreciar que los fundamentos de la calificación se centraron en los siguientes aspectos:

- *Adecuado calce de flujos de sus ingresos operativos con el vencimiento de sus deudas de largo plazo.* Para ello, se sensibilizaron los ingresos operativos sometiendo a distintos escenarios con las siguientes características. -Hemos puesto entre paréntesis los valores para el segundo escenario.-
 - Rinde de la soja y el maíz sea un 5% (10%) menor al rinde promedio utilizado en el escenario base;
 - Caída en el precio de la soja y el maíz en un 5% (10%) respecto a los precios actuales;
 - Disminución en la producción de cerdo en un 5% (10%) respecto a los 60.000kg semanales estimados para cuando los dos módulos estuvieran en funcionamiento;
 - Caída en el precio de la carne de cerdo en un 5% (10%)
 - Se mantiene constante la eficiencia de la conversión de Kg de grano a Kg de carne.
 - La tasa de interés es la máxima desde el escenario básico.

Para poder apreciar mejor esta buena cualidad de la empresa, la Calificadora apuntó a calcular la Cobertura histórica de Gastos Financieros (CGF) y la Cobertura de Servicios

de Deuda (CSD). Como hemos descripto en apartados anteriores, el primero de estos relaciona las ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITBA), con el pago de intereses de la deuda, indicando la cantidad de veces que la compañía cubre el pago de los mismos. Por otro lado, el segundo es un indicador más estricto respecto a la capacidad de repago de la deuda, ya que además tiene en cuenta la amortización del capital.

Este análisis de sensibilidad demostró que la capacidad de pago de la empresa ante los escenarios negativos considerados se mantuvo estable, sin sufrir deterioros que mostraran signos de incumplimiento.

- *Ventajas competitivas previamente explicadas:* Son una empresa con alto nivel de productividad que busca aprovechar las economías de escala y son productores de sus propios insumos, entre otras. Además, vale señalar el buen entorno de negocios, con expectativas de una creciente evolución en el consumo de carne de cerdo por habitante, lo que les permitiría colocar probablemente la totalidad de su producción.
- *Instrumento de garantía, formado por un Fideicomiso basado en la cesión del flujo de fondos y créditos INGACOT COMERCIAL S.A.*
- *Análisis económico y financiero de las cuentas.* Sin profundizar al mismo nivel de la primera sección -donde comentamos con precisión acerca de los indicadores necesarios para la aprobación por parte de la S.G.R.-, podemos señalar algunos índices financieros básicos que fueron considerados por la calificadora.

Tabla nº7. Índices financieros de la calificadora de riesgo

		Agosto 11 (12 meses)	Agosto 12 (12 meses)
Índices de Liquidez	Liquidez Corriente	1,10	0,83
	Liquidez Ácida	0,43	0,48
Índices de Rentabilidad	Ut. Neta antes de imp. /Ventas	4%	2,8%
	Ut. Neta después de imp. /Ventas	2,7%	2,1%
	Ventas/Activo	228%	236%
	R.O.E.	28,2%	20,1%

	Pasivo/Activo	0,78	0,75
Índices de Solvencia	Endeudamiento Global	3,56	3,02
	Endeudamiento Corriente	3,55	2,18

Elaboración propia a partir del balance 2012 de INGACOT S.A. (Ver anexo)

Entrando en más detalle, en el área de índices de liquidez, podemos observar una caída de la *liquidez corriente*, lo que denota riesgo de que resulten impagas sus deudas de corto plazo dado que el pasivo corriente es superior a su activo corriente. Estos valores empeoran si los comparamos con la *liquidez ácida*, debiendo recurrir a la venta de inventarios para pagar sus obligaciones.

Respecto a los índices de solvencia, el valor “*pasivo/activo*”, refleja una alta participación del capital de terceros en la inversión total, siendo la misma de un 75%. En otras palabras, por cada peso que conforma el activo total, solamente un 25% es aportado por los propietarios de la empresa. Siguiendo esta línea, la empresa cuenta con un alto endeudamiento que se ve expresado en el “*endeudamiento global*”, estando apalancado en un 300% el patrimonio de la empresa respecto a los compromisos con los acreedores.

Por último, en el sector de índices de rentabilidad, podemos observar que el retorno sobre el Patrimonio Neto es de un 20%. Interpretando este valor a partir de la identidad de Dupont⁶, podemos apreciar que el mismo se debe a un bajo nivel de ganancia respecto a las ventas (2.1%), pero que gracias al alto nivel de rotación respecto a la cantidad de veces que se vende el activo total en el año (236%) y el alto grado de apalancamiento del activo total respecto al patrimonio neto (401%), obtenemos dichos valores de ROE.

Como pudimos apreciar, dichos indicadores se encuentran en el límite de lo aceptable, contando por ejemplo con un endeudamiento global mayor a 3, y una liquidez corriente muy cercano de los valores de 0,80. De todas formas, la calidad del proyecto sumado a la fuerte garantía otorgada, fueron aspectos fundamentales al momento de obtener la calificación.

III.d Condiciones finales de la emisión

Una vez que la empresa pudo obtener las aprobaciones por parte de la CNV y la BCBA, se inició un proceso de generar información para los inversores por medio de la realización del prospecto previamente mencionado. El mismo fue realizado a partir de la colaboración entre

⁶ R.O.E=(Utilidad neta/ventas) x (Ventas/Activo total) x (Activo total/Patrimonio total)

el estudio jurídico y el agente colocador, que junto al emisor, definieron los montos a solicitar, las formas de devolución, las tasas de descuento y las garantías a presentar. Respecto a estas últimas, es muy interesante señalar el caso de INGACOT S.A. en cuanto al carácter genuino del negocio, ya que no debió recurrir a terceros para que actúen de garante, como por ejemplo utilizando una S.G.R.

Para poder mejorar la calificación de sus obligaciones negociables y así brindarles más seguridad a los potenciales inversores, la empresa formó un Fideicomiso con el flujo de fondos y créditos provenientes del negocio de venta de pinturas “INGACOT Comercial SA”.

“Como no teníamos inmuebles para dar en garantía, teníamos que armar una estrategia innovadora para que la adquisición de las ON por parte de los inversores fuera más que atractiva. A pesar de que el proyecto mostraba solidez, era necesaria una garantía fuerte” (Gabriel Vicente, entrevista personal, 24/09/14).

De esta forma, en caso de que existiera un Supuesto de Incumplimiento⁷ (definido en el Contrato de Fideicomiso de Garantía), el fiduciario de la garantía (que es “Banco de Valores S.A.”), tiene un poder irrevocable para operar la cuenta en donde ingresa el flujo de fondos por ventas de tarjeta de crédito, y re direccionarlo a los poseedores de los títulos de deuda. A continuación, podemos ver un cuadro que expresa las ventas por tarjeta de crédito de los últimos 12 meses desde el momento de suscripción.

Tabla nº8. Ventas por tarjeta de crédito INGACOT COMERCIAL S.A.
Julio '12 – Julio '13

		VISA		MASTERCARD		TOTAL
jul-12	\$	481.306,77	\$	63.777,12	\$	545.083,89
ago-12	\$	601.275,19	\$	69.674,24	\$	670.949,43
sep-12	\$	674.616,84	\$	68.820,57	\$	743.437,41
oct-12	\$	803.619,65	\$	98.092,83	\$	901.712,48
nov-12	\$	1.052.882,38	\$	116.792,84	\$	1.169.675,22
dic-12	\$	875.876,28	\$	90.672,83	\$	966.549,11
ene-13	\$	951.872,57	\$	94.177,15	\$	1.046.049,72
feb-13	\$	696.574,09	\$	82.147,63	\$	778.721,72
mar-13	\$	696.111,81	\$	71.477,61	\$	767.589,42

⁷ Ejemplos de esto pueden ser: Incumplimiento de la emisora en el pago a su vencimiento del capital o intereses; ejecuciones sobre una los bienes e ingresos de la emisora; ingreso en concurso preventivo; decisión de los accionistas de disolver la empresa; entre otros.

abr-13	\$	841.096,74	\$	107.533,29	\$	948.630,03
may-13	\$	711.697,71	\$	89.918,49	\$	801.616,20
jun-13	\$	702.624,36	\$	78.013,27	\$	780.637,63
TOTAL		\$ 9.089.554,39		\$ 1.031.097,87		\$ 10.120.652,26

Fuente: Extraído del Prospecto de Emisión de las ON.

En torno a los detalles de la emisión, la misma contó con las siguientes características:

- **Monto total** es por hasta \$15.000.000 de pesos.
- **Monto mínimo de suscripción** es \$1.000 y múltiplos de \$1 por encima de ese monto
- **Fecha de Emisión**, 8/08/13, con vencimiento a 36 meses (08/08/16).
- **Gastos de emisión.** Corren por parte de la emisora y serán descriptos en la sección “III.f Resultados”.
- **Amortización.** será en 9 pagos trimestrales de 11,11 %, comenzando el primero a los 12 meses de la fecha de emisión por la existencia de un año de gracia.
- **Tasa de interés.** Estará basada en la BADLAR Privada⁸ más un diferencial de tasa a licitar. El mínimo de la misma será un 15% y su máximo un 25%, ambas como tasas nominales anuales.
- **Periodo de interés,** es el que transcurra entre la fecha de emisión y la primera fecha de pago, y desde esta última hasta su próximo pago de intereses.
- **Agente pagador.** Será la propia emisora, dirigiendo los pagos a la “Caja de valores S.A.”, quien distribuirá los fondos a las cuentas de los obligacionistas.
- **Periodo de Colocación.** Está compuesto por el periodo de “difusión”, donde se informará públicamente las características de los valores a ser negociados; y por el periodo de “Licitación”, que es cuando se recibirán las ofertas de los interesados.
- **Forma de las obligaciones.** Se emitirá un Certificado Global para su depósito en “Caja de Valores S.A.”, que representa al total de todas las obligaciones negociables. De esta forma, los obligacionistas renuncian a exigir que se entreguen títulos individuales.
- **Cotización.** Dada la aprobación para cotizar por parte de la B.C.B.A., las mismas cotizarán bajo el régimen PyME de Obligaciones Negociables.
- **Inversores calificados.** Tal como se ha dicho en el “Marco teórico”, las únicas personas físicas o jurídicas que están en condiciones de obtener dichos títulos son los inversores

⁸ BADLAR Privada: Promedio de las tasas de interés para los depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos de a 30 a 35 días en bancos privados.

calificados, como por ejemplo, organismos del Estado nacional; Sociedades por acciones; Fondos Comunes de Inversión; entre otros.

III.e Resultados

Luego de repetidas reuniones con los potenciales inversores contactados por “*Banco de Valores*”, donde expusieron las ventajas y riesgos de invertir en un proyecto de este tipo, se alcanzó un común acuerdo con un prospecto que satisficiera a ambas partes.

Así es como llegó el día de la oferta pública, donde la empresa superó sus expectativas obteniendo ofertas de alrededor de \$27.000.000, permitiéndoles de esta forma, seleccionar los \$15.000.000 más baratos gracias a las facilidades que brinda el mecanismo de colocación Holandés. Los buenos resultados continuaron con el promedio de tasa conseguida, obteniendo una tasa de corte BADLAR Privada menos 1,5 puntos, algo completamente fuera de lo esperado por la compañía.

*“A las 48hs de haberse realizado la oferta teníamos los fondos disponibles y con un Costo Financiero Total de ese entonces del **17,4%**.” (Gabriel Vicente, entrevista personal, 24/09/14).*

Con el objetivo de brindar mayor detalle respecto al C.F.T., mostraremos a continuación un cuadro en el que se expresa la composición de todos los gastos que conllevó la emisión de las ON. A partir del mismo, podemos observar que los gastos generales que contrajo la emisión representaron solamente un 2% de la suscripción total, siendo su monto en dólares oficiales a la fecha de Agosto 2013, USD 54.804.

Tabla nº 9 Composición de los gastos de emisión

Indicador	
Comisión Organización	\$ 75.000.-
Comisión Colocación	\$112.500.-
Honorarios Asesores Legales	\$ 40.000.-
Honorarios Calificadora de Riesgo	\$ 40.000.-
Alta Negociación MAE	\$ 21.000.-
Gastos Varios (certificaciones, etc)	\$ 12.925.-
Subtotal Gastos	\$ 301.425.-

Fuente: Elaboración propia a partir de información prestada por INGACOT

El principal motivo de la excelente colocación de los títulos, se debió a la reciente modificación del *“Reglamento General de la Actividad Aseguradora”* con la incorporación del denominado inciso “k”. El mismo, hace referencia a que las compañías aseguradoras están obligadas a invertir entre un 10% y 30% de sus carteras en activos relacionados con la economía real. Uno de los principales canales por el cual pueden cumplir con dicho inciso, se basa en la compra de obligaciones negociables que se encuentren incluidas en dicho régimen. Dado que existe una demanda insatisfecha de estos instrumentos, aquellos que logran formar parte del inciso “k”, acaparan la atención de muchos inversores permitiendo obtenerse tasas de corte iguales o negativas a la BADLAR. Las ON de INGACOT SA. fueron un ejemplo claro de esta situación. *Para mayor información, leer “Anexo I”.*

Por otro lado, respecto al uso efectivo que pudieron darle a esos fondos, lograron pagar la creación del segundo módulo contando actualmente con 1.100 madres, aspecto que les permitió duplicar su producción de carne porcina a 289.800 kg. Al mismo tiempo, el exceso de demanda existente les da la posibilidad de colocar toda su elaboración en los grandes frigoríficos, que sumado a los aumentos de precio del kg de carne por encima de la inflación (de \$9 a \$15), les ha permitido contar con un costo financiero aún menor.

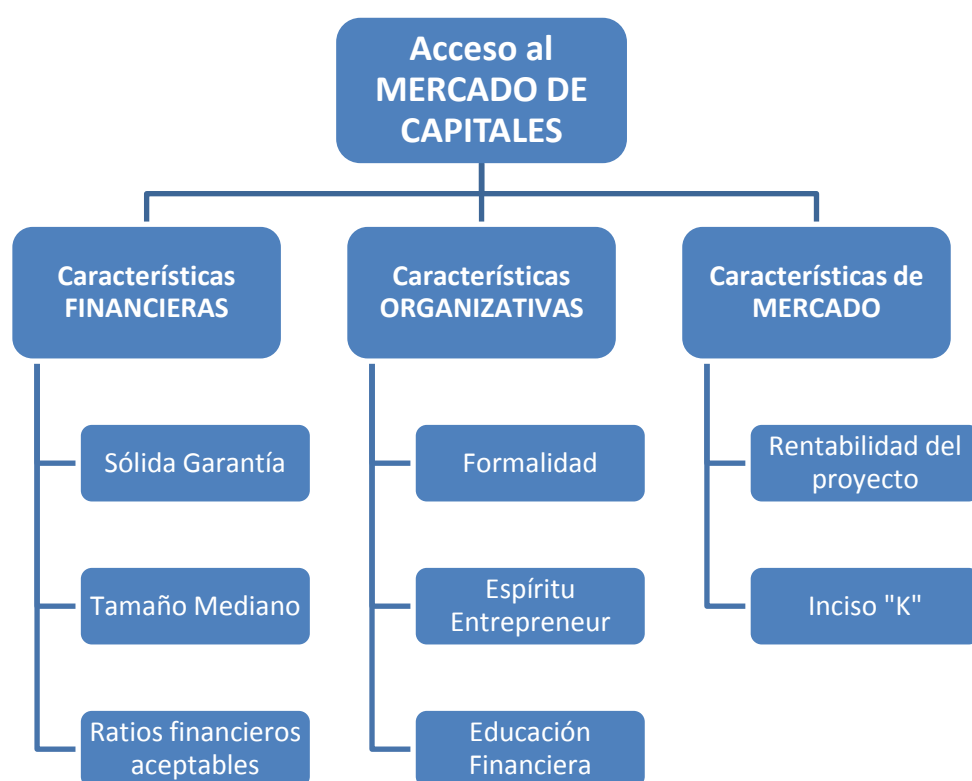
Un dato que vale la pena resaltar es que es un proceso que debe realizarse con cierta planificación en cuanto al tiempo, ya que por ejemplo, el periodo de adaptación por el que tuvo que pasar la empresa, les significó aproximadamente 8 meses demandándoles un mayor tiempo al esperado. Con dicho periodo de adaptación, nos referimos al proceso que incluyó armar el fideicomiso; convencer a los inversores; ser evaluados por la calificadora; tener auditorias de la C.N.V. y de la B.C.B.A; publicar edictos; etc.

Por último, un asunto muy importante de este proceso fueron las formaciones de estructuras: *“Una vez que entraste, ya tenés un reconocimiento por parte de los inversores, sociedades de bolsa, etc, pudiendo inclusive volver a emitir nuevas ON. antes de terminar de saldar el 100% las antiguas”* (Gabriel Vicente, entrevista personal, 24/09/14). De esta forma, los procesos resultantes de la adaptación de la empresa al régimen de bolsa (con su respectiva emisión de informes anuales y trimestrales), junto con buenos comportamientos con el resto de los participantes (en especial con los inversores), permite que se faciliten los preparativos, y hasta mejoren los plazos y tasas para próximas emisiones que la empresa desee realizar.

III.f Modelo resumen de factores determinantes del éxito

En carácter de resumir las principales características que llevaron a INGACOT SA. a tener éxito en la obtención de financiamiento para su proyecto de inversión a través de la colocación de O.N. en bolsa, podemos señalar el siguiente esquema. Inciso

Esquema 4. Factores determinantes del éxito de INGACOT SA.



Fuente: Elaboración propia.

Comenzando por el área de los aspectos financieros, pudimos ver la alta importancia que se le dio a la garantía. Para ello, se realizó una alta ingeniería financiera por parte de la empresa para entregar suficientes incentivos a los inversores de que ante un inoportuno inconveniente de pago, sus inversiones serían devueltas. Al mismo tiempo, contar con esta posibilidad de crear un fideicomiso basado en los flujos de fondos de otra empresa perteneciente al grupo, es una característica para nada común, y a la que muchas PyMES no logran acceder. En relación a esto, se encuentra el tamaño mediano de la empresa, que le permitió absorber de mejor manera el nivel de costos fijos que implica una operación de semejante amplitud. Por último, vale señalar que el análisis financiero realizado sobre las cuentas de la empresa denotó una situación aceptable, con indicadores para nada sobresalientes pero tampoco pésimos.

Respecto a sus características *organizativas*, un aspecto fundamental que recalcó el entrevistado fue la formalidad de los procesos administrativos al momento de satisfacer los requisitos bursátiles. A esto se les sumó el rol entrepreneur del propietario de la empresa, diversificando no sólo su producción, sino también sus herramientas financieras, aspecto clave que le permitiría posteriormente conocer a las obligaciones negociables. Por otro lado, en línea con el carácter entrepreneur del presidente, se puede mencionar la formación de un equipo altamente profesionalizado que le permitió fortalecer áreas, como por ejemplo las finanzas, gracias a la incorporación de nuestro entrevistado.

Para finalizar, respecto a las características del *mercado*, el proyecto de inversión de la empresa se vio beneficiado por un buen contexto nacional como internacional de demanda de porcinos. De esta forma, esta demanda insatisfecha de este producto, sumado al resto de ventajas competitivas (como por ejemplo, sus fuertes inversiones en tecnología para aumentar su productividad o encontrarse ubicados en una zona ideal para conversión de grano a carne) les permitieron contar con una mayor solidez en su proyecto. Por último, es relevante destacar la existencia del inciso “K”, que gracias a la necesidad de las aseguradoras por cumplir con la normativa, fue condicionante para que la empresa pudiera obtener tasas de corte negativas.

CAPITULO 4: CONCLUSIONES

Por medio de este trabajo hemos analizado el exitoso proceso de financiamiento en el mercado de capitales argentino de la mediana empresa marplatense INGACOT S.A., primera firma local que accede a la emisión de Obligaciones Negociables en el marco normativo del inciso “k” del Régimen General de la Actividad Aseguradora, aspecto que le permitió reducir el típico problema de “brecha financiera” que enfrentan compañías de sus dimensiones en su proceso de crecimiento.

De su estudio, y a la luz de la literatura disponible sobre el concepto de “brecha financiera” resumido en el Marco Teórico, es posible identificar características específicas que permiten el acceso de empresas PyMES al financiamiento bursátil por volúmenes significativos para ese rango de firmas.

En particular, consideramos que una de las principales razones por las cuales INGACOT logró tan buena aceptación en el mercado fueron el resultado de no sólo contar con indicadores que demostraran una aceptable condición de liquidez, solvencia y rentabilidad, sino características propias de la empresa, como son la existencia de estructuras administrativas transparentes y fuertes, que junto a sus procesos de administración y gestión adecuados les permitieron cumplir con los requisitos que demandan los regímenes de oferta pública. Como hemos visto en el marco teórico, uno de los aspectos condicionantes de la demanda de fondos es la falta de formalidad por parte de las empresas solicitantes de crédito, encontrándonos aquí con una empresa que desde sus primeros años se encargó del diseño de estados contables en línea con la actividad de la empresa y no sensiblemente subvaluados con tal de evadir impuestos y ahorrar gastos. En palabras del gerente financiero, *“Yo soy contador y hay 3 contadores más, siendo en total 8 miembros en la administración. Tenés que tener una base administrativa sólida. Tenés que ser prolijo, sino, no vas pasando los requisitos”*. De esta forma, esta preocupación de la empresa por contar con información contable permite reducir los problemas de asimetría de información al tener un historial conveniente para que los oferentes de créditos conozcan la evolución de la empresa a lo largo del tiempo.

Estos procesos de indagación en instrumentos financieros también son el resultado de la trayectoria de la empresa, que llegó a conocerlos dado su previa experiencia con la negociación de cheques con una SGR. Coincidiendo con Greiner (1972), los periodos de tensión, como fue conseguir financiamiento para tratar de terminar de construir el segundo

criadero, generan una presión para enfrentar el cambio e incorporar nuevas prácticas dentro de la empresa.

Otro aspecto relevante del acceso a esta financiación está vinculado con el *espíritu emprendedor* del propietario que diversificó su actividad agropecuaria de siembra, hacia la cría de porcinos en busca de un proyecto de inversión de mayor rentabilidad. Para ello, esta decisión implicó un estudio profundo del sector, sus potencialidades y del proyecto en sí mismo, optándose por una decisión estratégica basada en un “*liderazgo en costos*” (Porter, 1998). De esta forma, el propietario emprendió un proyecto con alta inversión en tecnología que le permitió alcanzar tasas de productividad propias de los principales criadores de cerdo del país. Otras ventajas competitivas utilizadas fueron por ejemplo, ser productores del 50% de sus insumos; encontrarse en una zona geográfica ideal para dedicarse a la cría de animales (Bolívar se encuentra alejada de los principales puertos, lo que reduce el costo de oportunidad por no exportar granos) y hallarse en un contexto tanto local como internacional de ascendente demanda en el consumo de carne de cerdo.

Siguiendo esta línea, se puede coincidir con Winborg y Lanstrom (1995) en que aquellas empresas que cuentan con mayor necesidad de fondos, (como por ejemplo financiar el proyecto del criadero de porcinos), tienen actitudes más positivas para buscar fuentes externas de conocimiento y asumir distintos niveles de riesgos en comparación a los empresarios que no necesitan capital adicional y optan por el autofinanciamiento con tal de no perder el control de la empresa con el ingreso de nuevos accionistas.

Este propietario con *espíritu emprendedor* también es el responsable de seleccionar un equipo de profesionales que contribuya a complementar las habilidades del propietario (Timmons, 1994), creando gerencias que se ocupen desde lo operativo-comercial hasta la gestión financiera (algo muy inusual para este tipo de empresas). La existencia de un gerente financiero con estudios académicos⁹ fue un aspecto de gran importancia ya que le permitió a la compañía contar con una visión más técnica al embarcarse en estos nuevos instrumentos contribuyendo a reducir así la brecha de conocimiento.

Por otro lado, un denominador común que se obtuvo de ambas experiencias (*la negociación de cheques por medio de una S.G.R. y la emisión de O.N.*) ha sido la importancia de las garantías, debiendo incorporarse las mismas en forma de fianzas, hipotecas, o en nuestro estudio de caso, fideicomisos. Respecto a este último, es notable subrayar que la pertenencia

⁹Gabriel Vicente, Gerente Financiero de INGACOT SA., es C.P.N. y Lic. en Administración

de la empresa al “Grupo INGACOT”, *-conformado por las cadenas de pinturerías-*, fue un factor determinante al que no todas las PyMES tienen acceso. Así es como gracias al importante flujo de fondos de estas empresas, se lo diseñó con el carácter de actuar como una garantía que protegiera los intereses de los inversores ante eventuales dificultades de la compañía para cumplir con los pagos comprometidos.

De esta manera, las garantías permiten otorgar incentivos al prestatario para cumplir su promesa de pago, combatiendo de esta forma los típicos problemas de riesgo moral y selección adversa. En el caso de las obligaciones negociables, el fideicomiso presentado, sumado al potencial del proyecto de inversión, fueron motivos suficientes para que los inversores decidiesen invertir. Repitiendo los conceptos vistos en el marco teórico, la ventaja del mercado de capitales es que las propias unidades superavitarias son las que deciden a quién prestarles y a quién no, asumiendo cada uno de ellos los riesgos por la operación (Erpen, 2010).

Al mismo tiempo, para combatir la falta de garantías, el uso de las S.G.R. otorga mayor flexibilidad a las empresas al no exigir más del 120% del monto a avalar, actuando por consiguiente como un elemento dinamizador del acceso PyME al mercado de capitales.

El inciso “k” del reglamento de las compañías aseguradoras ha sido otro importante responsable de los buenos resultados obtenidos, pudiendo las empresas que realicen oferta pública de valores aprovechar los beneficios de dicha normativa. Este exceso de demanda de instrumentos financieros que estén comprendidos dentro de dicho inciso, permite que ante proyectos que muestren seriedad y flujos de fondos con capacidad de repago se logren obtener importantes montos de financiación y a tasas mejores inclusive que grandes empresas.

Al mismo tiempo no debe dejarse de lado la consideración de la dimensión empresarial de INGACOT al evaluar el proceso, ya que el tamaño mediano de la empresa resulta claramente un aspecto relevante en el acceso al mercado de capitales por volúmenes de financiamiento significativos.

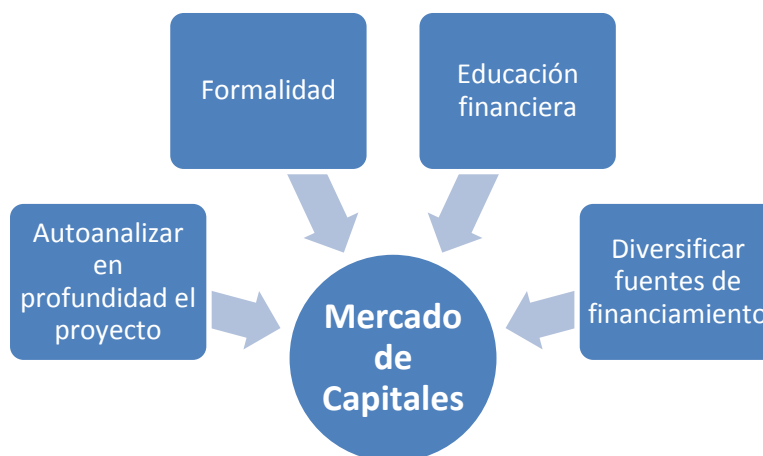
En este sentido, se observa que la facturación de la compañía no solo resulta un elemento importante a la hora de obtener el aval de una SGR, sino que permite avanzar hacia instrumentos más sofisticados que requieren, como en el caso de INGACOT, de la constitución de un fideicomiso de cuentas a cobrar. De esta forma, es que no resulta viable

económicamente para rangos de facturación reducidos debido a los costos fijos que supone ese tipo de estructuras.

Nuestra opinión es que esta clase de financiación puede ser considerada por un tipo de empresas con características particulares: propietarios con factor emprendedor, que tengan equipo económico, o al menos una educación financiera para conocer los instrumentos que se ofrecen en el mercado; tamaño mediano; trayectoria para alcanzar fuentes de información extra (recordemos que INGACOT emite ON a partir de la opinión de una SGR) y por último con bienes para ofrecer en garantía, (ya sean de la empresa o de sus propietarios). Por otra parte, deben intensificarse las vías de difusión de estos métodos de financiación y no sólo con páginas web con requisitos, sino con ejemplos de casos exitosos y terrenales como éste, logrando de forma tal que los empresarios puedan tomar conciencia del poder de esta herramienta.

A modo de cerrar este trabajo podemos enunciar algunas recomendaciones importantes para los empresarios PyME que busquen financiamiento para proyectos de inversión en el mercado bursátil.

Esquema 5. Recomendaciones para empresarios PyME



Fuente: Elaboración propia.

- *Aumentar los grados de formalidad* evitando la subfacturación de forma tal que se cuente con historiales que muestren la evolución económica y financiera de la empresa. Este accionar permite reducir los problemas de información asimétrica ya que los oferentes cuentan con mayor detalle del demandante del crédito. De este modo se genera una reducción de los errores de “Tipo I”, es decir aquellos proyectos que terminan siendo

exitosos pero que son rechazados por las instituciones crediticias debido a la falta de información.

- *Mejorar la educación financiera*, que no necesariamente debe ser de maneras sofisticadas creando gerencias financieras, sino al menos capacitándose al participar en cursos que permitan dar a conocer qué soluciones financieras existen más allá de los bancos. De esta forma, esta reducción en la brecha del conocimiento por medio de la innovación en herramientas financieras puede ser el responsable del éxito del proyecto de inversión.
- *Diversificar las fuentes de financiamiento del capital de trabajo*, haciendo uso del circuito bursátil y del sistema de Sociedades de Garantía Recíproca, lo que permite construir una imagen empresarial sólida y transparente que puede resultar, como en el caso estudiado, en el disparador para obtener fondos que financien proyectos de inversión en condiciones convenientes.
- *Autoanalizar en profundidad el proyecto* evaluando sus fortalezas y debilidades y la situación patrimonial de los socios teniendo en cuenta qué bienes se pueden utilizar en modo de garantía, pudiendo ser en el caso de la S.G.R. tanto de los propios dueños, como así también de un tercero que se preste.

BIBLIOGRAFÍA

Ayyagari, M; Beck, T; Demirgüç-Kunt, A. (2005). *"Small and Medium Enterprises across the Globe"* Banco Mundial Pág. 3

Recuperado de http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/84797-1114437274304/SME_globe.pdf

Bebczuk, R. (2010). *"Acceso al financiamiento de las PyMEs en la Argentina: Estado de situación y propuestas de política"*. CEPAL.

Recuperado de <http://www.eclac.org/publicaciones/xml/1/40841/lcl3241e.pdf>

Bolsa de Comercio de Buenos Aires. (2013). *"Régimen para PyMEs"*.

Recuperado de

<http://www.bcba.sba.com.ar/downloads/r%C3%A9gimen%20para%20PyMEs%20-%20mayo%202013.pdf>

Cesar Zanone (2012) *"Alternativas de financiamiento para las nuevas Pymes"*. UNNE.

Cuervo, Ribeiro y Roig (2006). *"Entrepreneurship: conceptos, teoría y perspectiva. Introducción"*. Universidad de Valencia.

Deakins, D ; Hussain, G (1994). *"Risk Assessment with Asymmetric Information"*, International Journal of Bank Marketing, Vol. 12.

Erpen, M. (2010). *"Mercado de capitales: manual para no especialistas"*. Temas Grupo Editorial.

Galán, L.; De Guisti, E.; Solari, E.; Nóbile, C. (2009). *"Financiamiento de las PyMEs Industriales – Los Programas Públicos como una Alternativa"*. UNLP. Publicado en "VI Encuentro Regional de Centros de Investigación en Administración y Disciplinas afines"

Gibb ; Ritchie (1982) *"Understanding the process of starting small business."* European Small Business Journal. Vol. 1.

González Fraga, J. (1999). *"Políticas para pequeñas y medianas empresas: Evaluación y propuestas"*, Instituto Argentino de Mercado de Capitales. Pág. 43-48

IAMC (2013); *"Anuario Bursátil 2013"*.

Kafka, Folke. (1996). *"Teoría Económica"*, Universidad del Pacífico. Pág. 339

Lapelle, Hernan (2007). *“Los obstáculos de acceso al financiamiento bancario de las PyMEs”*
Observatorio PyME.

http://www.observatorioPyME.org.ar/download/regionales/pub_2007_01.pdf

Levin, R.; Trevis, V. (1987). *“Small Company Finance: What the books don’t say”* Harvard Business Review.

McClelland, D.C. (1961). *“The achieving society”*. "Princeton, N. J., Van Nostrand"

McMahon R. (1993). *“Small Enterprise Financial Management: Theory & Practice”* Harcourt Brace

Miranda, Martin Luciano. (2012). *“Los problemas de Financiamiento en las PyMES”*. UNCuyo.

Mosqueira, Miguel Ángel. (2009). *“Fideicomiso Financiero: Una alternativa de financiamiento no tradicional, Argentina 2001-2008”*. UNMDP.

Myers, S. (1984) *“The Capital Structure Puzzle”*. Journal of Finance.

Observatorio PyME (2013). *“Informe Especial: Inversiones y Acceso al financiamiento de las PyME industriales”*.

Observatorio PyME (2013). *“Informe Especial: Acceso al crédito y crecimiento económico”*. 2- 7

Orlandi, P. (2006). *“Un análisis de las alternativas de financiamiento para PyMEs exportadoras”*. CEDEX. 3-8

Recuperado de <http://www.palermo.edu/cedex/pdf/CEDEXenero06PyMEsFin.pdf>

Porter, M. (1998) *“Competitive Strategy”*, Harvard Graduate School of Business Administration

Ricketts, Martin (1994). *“The economics of Business Enterprise”* London, Harvester Wheatsheaf. (PAPER)

Research for Traders (2014). *“El mercado argentino se prepara para nuevas emisiones “inciso K”*. Extraído de:

http://researchfortraders.com/wp-content/uploads/2014/01/140404_Informe_Economico.pdf

Rodríguez-Clare, A; Stein, E. (2005). *“Informe de Progreso económico y social en América Latina”*, Banco Interamericano de Desarrollo. 211-227

Recuperado de <http://www.iadb.org/res/ipes/2005/index.cfm?language=Spanish>

Salloum, C.; Vigier H. (1997). *“Los problemas de financiamiento de la pequeña y mediana empresa: Relación Bancos – PyMEs”*. Presentado en la AAEP. 2-7.

Sampieri, H; Fernández, C, Baptista Lucio, P. (2006). *“Metodología de la investigación”*. Mc Graw Hill. 8

Shapero A. y Sokol L. (1982). *“The social dimensions of entrepreneurship”*, The Encyclopedia of Entrepreneurship. Englewood Cliffs: PrenticeHall

Serrano, F. (2006). *“La política económica en tiempos de incertidumbre”*. Netbiblo. Pág. 54

Vargas, R. (2003). *“Información Asimétrica”*. FCE UBA. Recuperado de http://www.econ.uba.ar/www/departamentos/economia/plan97/finanzas/finanzas/Files/notas_inf_as.doc

Van Auken, H. (2001). *“Financing small technology-based companies: The relationship between familiarity with capital and ability to price and negotiate investment”*. Journal of Small Business Management.

Van Auken, H. ; Garcia Pérez de Lema (2003). *“Financial Strategies of Spanish Firms: A comparative analysis by size of firm”*. Journal of Small Business and Entrepreneurship.

Winborg, J. y Lanström, H. (1995). *“Small Business Managers’ Attitudes Towards and Use of Financial Sources”*. Frontiers of the Entrepreneurship Research. Babson College <http://fusionmx.babson.edu/entrep/fer/papers95/landstr.htm>

Winborg, J. y Lanström, H. (2001). *“Financial Bootstrapping in Small Business: Examining Small Business Managers’ Resource Acquisition Behavior”*. Journal of Business Venturing.

Timmons J.A., (1994). *“New Venture Creation: entrepreneurship for the 21st century”* Chicago, Irwin.

Legislación

Disposición SSEPyMEyDR N° 147/2006; 24/2001

Resolución. N° 21/2010; 50/2013

Ley 24.441

Ley 24.467

Ley 25.300

Decreto 386/2003

Decreto 1076/01

Decreto 1087/93

Resolución Nº 16.692/2011

Normas de la Comisión nacional de valores. 2001. Capítulo VI. Oferta Pública primaria.

Reglamento General de la Actividad Aseguradora.

Reglamento de Cotización de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Prospecto de Emisión de Obligaciones Negociables PyME. INGACOT (2013)

Sitios web

http://www.fogaba.com.ar/?page_id=7

http://www.bcba.sba.com.ar/PyMEs/instrumentos_PyMEs.php

<http://www.mecon.gov.ar/wp-content/uploads/2012/10/221012-Comunicado-inciso-k.pdf>

ANEXO

Anexo I. Detalle del Inciso “k”

A partir de noviembre del año 2012, se modificó el punto 35.8.1 inciso “k” de la ley que regula la actividad de las aseguradoras, ordenando que las mismas destinen determinados porcentaje de sus inversiones a financiar proyectos de infraestructura y producción de mediano y largo plazo.

Para que los instrumentos financieros puedan ser considerados como parte del inciso “k”, deben ser ingresados en la “*Superintendencia de Seguros de la Nación*” (SSN), donde la “*Unidad de Análisis y Seguimiento de Inversiones Productivas*” (UASIP) verifica que los *requisitos generales e información mínima* sean cumplidos. Por último, una vez que es aprobado el proyecto, el “*Comité de Elegibilidad de Inversiones Productivas*” es el encargado final de definir si el instrumento cataloga o no como parte de dicha categoría.

Para dar mayor precisión a los conceptos, según la Circular SSN Reg 195, por “*Requisitos Generales*” comprendemos que los fondos deben estar dirigidos a financiar proyectos productivos de la empresa. Esto se refiere a que no se consideran productivas aquellas emisiones que refinancien deuda, sino aquellas que se centren en el desarrollo de la economía real, como así fue el criadero de cerdos de nuestra empresa estudiada. Al mismo tiempo, debe estar autorizada la oferta pública de los valores por la C.N.V. y en el prospecto de emisión debe señalarse el destino de los fondos a obtener.

Respecto a la *información mínima*, la misma debe enviarse en carácter de DDJJ del presidente de la empresa la siguiente información:

- Nombre de la empresa emisora y empresa colocadora.
- Perfil de la empresa emisora.
- Resumen de la actividad realizada.
- Descripción de mercados en los que opera.
- Objetivo de la emisión y plan de afectación de los fondos.
- Términos y condiciones del proyecto propuesto.
- Resumen de la colocación.
- Prospecto de la emisión.

Así es como las compañías de seguro pasaron de invertir un 0,16% de su cartera (MECON; 2012) que representaba 88 millones de pesos, a un resultado de 10.903 millones de pesos para diciembre 2013, siendo las principales inversiones el sector petrolero, los Fondos Comunes de

Inversión de Infraestructura y los Fondos Comunes de Inversión PyMEs (Research for Traders;2014).

En Febrero del 2014, se realizó la última modificación de este inciso, debiendo las aseguradoras destinar una mayor proporción de sus carteras a la inversión de estos activos. Estos valores se encuentran en un mínimo de 18% para las compañías de seguros generales y de vida y reaseguradoras; 14% para las de retiro; y 8% para las ART. Esta situación provoca que se intensifique la demanda de instrumentos (actualmente existen 88), manteniéndose una tendencia de tasas de corte iguales o inclusive negativas a la BADLAR, como fue así el caso de INGACOT S.A. A modo de ejemplo, otro caso que confirma esta situación fue la emisión “XXIX” de YPF de Marzo de este año, donde obtuvo una sobresuscripción de un 86% (\$930 millones respecto a los \$500 millones que pretendía), provocando tal situación una sobretasa del 0%. Estos son aspectos que benefician a las empresas obteniendo financiación a muy bajo costo, pero que es realizado acosta de los intereses de las aseguradoras que deben invertir en títulos con rentabilidad menor a plazo fijo de 30 días.

Anexo II. Características del “Prospecto de Emisión” (Cesar Zanone ; 2012)

Las características necesarias para que el prospecto de emisión pueda ser considerado como tal deben ser las siguientes:

I. Información sobre la emisora

- Denominación, tipo societario y domicilio social.
- Fecha de constitución; plazo y datos de inscripción en el Registro Público de Comercio.
- Composición del Capital social.
- Datos sobre los miembros del órgano de Administración y de Fiscalización Interna.
- Nombre y domicilio del auditor.
- Objeto social.
- Breve reseña de las actividades de la sociedad. *En este apartado, INGACOT S.A. realizó no sólo una descripción de las actividades que venían realizando hasta ese entonces, sino también explicaciones de carácter técnico para entender la naturaleza del proyecto y el destino al que irían los fondos que se obtuviesen.*
- Descripción analítica de los activos y pasivos de la sociedad.

II. Información Contable

- Fecha de cierre del ejercicio
- Estados Contables Anuales del último ejercicio. Esto incluye el Estado de Situación Patrimonial; Estado de Resultados; Estado de Evolución del Patrimonio Neto y Estado de Flujo de Efectivo.
- Si hubiera transcurrido un semestre desde la fecha de cierre de los estados contables anuales, se debe presentar un informe contable respecto a los trimestres transcurridos.

III. Factores de riesgo

La intención de este apartado se centra en que la empresa señale a los potenciales inversores los riesgos que implica la inversión en títulos de su autoría. Se deben describir las amenazas que puedan perjudicar el desarrollo del proyecto y su posterior capacidad de repago.

Siguiendo el prospecto de INGACOT SA, podemos identificar que sus principales amenazas se concentran en la variación del precio de los commodities; la poca “seguridad jurídica” de la

Argentina, es decir la alta incertidumbre en el marco regulatorio y las restricciones en el suministro de energía; entre otros.

IV. Condiciones de emisión

- Autorización de la emisión por parte de la Asamblea General Ordinaria y el Directorio de la Emisora.
- Monto, moneda y valor nominal unitario.
- Régimen de amortización. *–Referido a cómo será la forma y de cuánto serán los pagos de capital; fecha de vencimiento de las ON; si existe año de gracia; etc.–*
- Tasa de interés. *–Cómo será su cálculo y su pago–.*
- Garantías otorgadas.
- Forma de representación de las ON. *–Sí son cartulares, se indicará si se emitirán láminas o certificados globales. En caso de escriturales, se indicará quién llevará su registro–.*
- Modalidad de adjudicación de las ON. *–Descripción de los agentes colocadores y los métodos para obtener los títulos por parte de los inversores calificados–*
- Destino de los fondos del préstamo.
- Precio de la oferta y de la suscripción.
- Calificación realizada por parte de la “Calificadora de Riesgo”.
- Eventos que pueden ser considerados como incumplimientos

Anexo III. Guía de entrevista

a) Entrevista a INGACOT SA

Datos generales de la empresa

- Año de inicio de actividades
- ¿Cuáles son sus principales actividades?
- ¿Se mantuvieron igual o fueron cambiando?

Financiamiento Antes del Mercado de Capitales

- ¿Tenían necesidades de financiamiento hasta ese entonces?
- ¿Qué métodos utilizaban?
- ¿Preferían hacerlo con fondos generados internamente (como por ejemplo, la reinversión de utilidades o aumento de los aportes de capital por parte de los dueños) más que con incorporación de capital por parte de nuevos socios?
- ¿Conocían algo del Mercado de Capitales antes de ingresar?
- ¿Siempre tuvieron una Gerencia Financiera?

Primer paso en el mercado de capitales: Sociedad de Garantía Recíproca

- ¿Por qué eligieron este tipo de mecanismos?
- ¿En qué situaciones las emplean?
- ¿Les pareció muy difícil el aprendizaje de las mismas?

Criadero de cerdos, obligaciones negociables y brecha financiera

- Factor entrepreneur y modelo de Sokol: ¿Por qué ocurrió la diversificación de actividades? ¿Cómo fueron los pasos desde la idea hasta la ejecución?
- ¿Realizaron cursos vinculados al análisis de proyectos de inversión?
- ¿Pudieron contar con financiación bancaria?, si no es así ¿Qué problemas tuvieron con las instituciones bancarias para financiar el proyecto?
- ¿La empresa ha contado con asesoría externa para evaluar el proyecto de financiamiento de terceros? Esta, ¿Sólo brindaba su servicio de información o se interiorizaban y entregaba sugerencias?
- ¿Cuán importante fue la formalidad contable y administrativa?
- Montos totales, objetivos y condiciones.

- ¿Qué estados contables, documentación y contragarantías presentaron?

b) Entrevista a la Sociedad de Garantía Recíproca

Datos generales de la empresa

- ¿Cuál es la función principal de las SGR?
- ¿Qué tipos de garantía pueden avalar?

Problemas de información asimétrica

- ¿Cómo combaten la asimetría de la información al momento de otorgar un aval?
- ¿Qué contragarantías solicitan? ¿Qué respaldo deben ofrecer los socios, además de poner como aval el patrimonio de la empresa?
- ¿Hasta qué montos pueden otorgarse en garantía?
- ¿Qué indicadores relevan al momento de aprobar o desaprobado una línea?

Anexo IV. Estados Contables INGACOT SA. 2006

ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL AL 31/08/2006 en moneda constante comparativo con el ejercicio anterior				
Denominación de la Sociedad : INGACOT S.A.		31/08/2006	31/08/2005	31/08/2006
ACTIVO ACTIVO CORRIENTE	Caja y Bancos (Notas 1.6.a y 2.1)	799,009.24	196,765.33	2,323,745.77
	Inversiones (Notas 1.6.b, 2.2 y Anexo IV)	582,318.19	0.00	558,867.73
	Créditos por ventas (Nota 2.3)	339,017.29	121,023.75	49,337.34
	Otros créditos (Notas 1.6. c y 2.4)	546,303.79	525,205.07	55,625.30
	Bienes de Cambio (Notas 1.5.e y 2.5)	1,888,146.85	1,182,597.48	148,127.43
TOTAL ACTIVO CORRIENTE		4,154,795.36	2,025,591.63	3,135,703.57
ACTIVO NO CORRIENTE	Inversiones (Notas 1.6.b, 2.2 y Anexo IV)	746,900.00	580,668.19	
	Otros créditos (Notas 1.6. c y 2.4)	7,495.00	0.00	
	Bienes de Uso (Nota 1.6.f y Anexo II)	1,347,257.06	1,259,359.83	49,583.39
	Activos Intangibles (Nota 1.6.g y Anexo III)	33,233.89	136,871.36	616,388.64
	TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	2,134,885.95	1,976,899.38	78,889.64
TOTAL ACTIVO		6,289,681.31	4,002,491.01	3,801,675.60
PASIVO PASIVO CORRIENTE	Cuentas por pagar (Nota 2.6)			2,323,745.77
	Préstamos (Nota 2.7)			558,867.73
	Remuneraciones y Cargas Sociales (Nota 2.8)			49,337.34
	Cargas Fiscales (Nota 2.9)			55,625.30
	Otros Pasivos (Nota 2.10)			148,127.43
TOTAL PASIVO CORRIENTE				3,135,703.57
PASIVO NO CORRIENTE	Préstamos (Nota 2.7)			49,583.39
	Otros Pasivos (Nota 2.10)			616,388.64
	TOTAL PASIVO NO CORRIENTE			78,889.64
	TOTAL PASIVO			3,801,675.60
	PATRIMONIO NETO (según Estado Respectivo)			2,488,005.71
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO		6,289,681.31	4,002,491.01	6,289,681.31

Las notas y anexos que se acompañan son parte integrante de este estado.
Informe del auditor por separado

INGACOT S.A.
CARLOS H. JOYAGNI
PRESIDENTE

FERNANDO FABIAN MARTINEZ
CONTADOR PUBLICO NACIONAL UNIDIP
T° 94 - P° 169 - LEG. 24244-8
C.P.C.E.P.B.A.
CUI: 20-2158523-5

Denominación de la Sociedad :

INGACOT S.A.

ESTADO DE RESULTADOS

Ejercicio anual finalizado el 31 de agosto de 2006 comparativo con el ejercicio anterior

en Moneda Constante

	31/08/2006	31/08/2005
Ingresos por Ventas y Servicios (Nota 2.11)	5.249.912,29	6.720.669,51
Costo de Mercaderías Vendidas y Servicios (Nota 1.7.b y Anexo VI)	-3.805.712,85	-4.888.244,10
Resultado Bruto por venta de Bienes y Servicios	1.444.199,44	1.832.425,41
Producción Agropecuaria	2.321.434,12	
Costo de producción agropecuaria	-1.913.220,67	
Resultado neto de la producción agropecuaria	408.213,45	
Ventas productos agropecuarios	2.689.803,30	
Costo de ventas productos agropecuarios	-2.286.332,81	
Resultado Bruto	403.470,49	
Ganancia por tenencia productos agropecuarios	588,48	
Resultado de producción y por tenencia bienes destinados a la venta	812.272,42	
SUB TOTAL	2.256.471,86	
Menos:		
Gastos de Administración (Anexo VII)	-101.951,31	-77.080,67
Gastos de Comercialización (Anexo VII)	-1.915.991,95	-1.234.710,46
SUB-TOTAL	238.528,60	520.634,28
Resultados Financieros y por Tenencia	-105.090,15	9.517,69
Otros ingresos y egresos (Nota 2.12)	50.743,20	26.609,50
Resultado antes de Impuesto a las Ganancias	184.181,65	556.761,47
Impuesto a las Ganancias (Nota 1.7.d)	-64.852,97	0,00
RESULTADO DEL EJERCICIO	119.328,68	556.761,47

Las notas y anexos que se acompañan son parte integrante de este estado.
Informe del auditor por separado.




Denominación de la Sociedad :
INGACOT S.A.

ANEXO VI. COSTOS

Ejercicio Finalizado el 31 de Agosto de 2006, comparativo con el ejercicio anterior.

en Moneda Constante

	31/08/2006	31/08/2005
Existencia Inicial Mercadería de Reventa	1.068.746,30	809.834,63
Existencia inicial de sementeras		105.869,13
Total existencia inicial	1.068.746,30	915.703,76
<u>más:</u>		
Compras de Mercaderías de Reventa	4.305.732,58	3.284.477,09
Gastos Agropecuarios	0,00	2.000.996,75
Costo de servicios prestados	214.706,05	
Inversiones en sementera	0,00	37.959,98
SUB TOTAL	5.589.184,93	6.239.137,58
<u>menos:</u>		
Descuentos Obtenidos	-233.684,06	-168.296,00
SUB- TOTAL	5.355.500,87	6.070.841,58
<u>menos:</u> Existencia Final de mercaderías	-1.549.788,02	-1.068.746,30
Existencia Final de sementeras		-37.959,98
Existencia Final de semillas soja		-74.624,00
Existencia Final Combustibles		-1.267,20
Total Existencia Final Bienes de cambio	-1.549.788,02	-1.182.597,48
COSTO DE MERCADERIAS VENDIDAS	3.805.712,85	4.888.244,10


INGACOT S.A.
CARLOS H. TOCAGNI
PRESIDENTE

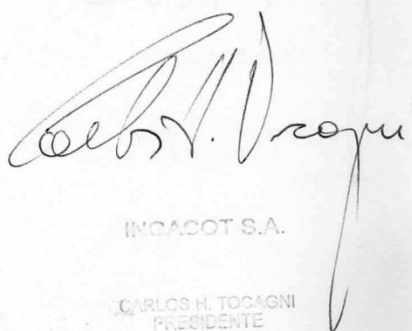

FERNANDO FABIAN MARTINEZ
CONTADOR PUBLICO NACIONAL UNMDP
T° 94 - F° 160 - LEG. 24244-6
C.P.C.E.P.B.A.
CUIT: 20-21586625-5.



INGACOT S.A.

Estados contables al 31 de agosto de 2006
NOTAS A LOS ESTADOS CONTABLES

		31/08/2006	31/08/2005
2.2 Inversiones			
Corriente			
	Bco. Pcia. de Bs.As. Cuenta Custodia Patacones B	168,19	0,00
	Acciones	2.150,00	0,00
	Garantizar SGR Fondo de Riesgo	580.000,00	0,00
		<u>582.318,19</u>	<u>0,00</u>
No Corriente			
	Bco. Pcia.Bs.As. Cuenta Custodia Patacones B	0,00	168,19
	Acciones	0,00	500,00
	Garantizar SGR Fondo de Riesgo	0,00	580.000,00
	Terrenos	746.900,00	0,00
		<u>746.900,00</u>	<u>580.668,19</u>
2.3 Créditos por ventas			
	Deudores por ventas pintura	202.244,40	92.271,52
	Deudores por ventas Agropecuarias	65.995,52	0,00
	Deudores por ventas Agro en Moneda Extranjera	10.644,09	0,00
	Tarjetas de crédito a cobrar	52.956,12	23.098,22
	Valores pendientes de acreditación	4.133,43	4.518,78
	Valores a recibir -MDP Bursatil Soc.Bolsa SA-	543,99	0,00
	Cupones Sindicato	2.499,74	1.135,23
		<u>339.017,29</u>	<u>121.023,75</u>
2.4 Otros créditos			
Corrientes			
	Deudores Varios	30,97	0,00
	I.V.A. Crédito Fiscal	2.468,17	1.207,21
	Percepciones I.V.A.	50,22	0,00
	Retenciones I.V.A.	14.706,29	0,00
	I.V.A. Saldo a Favor	20.739,78	6.597,09
	Retenciones Ingresos Brutos	2.464,56	0,00
	Percepciones Ingresos Brutos	1.633,50	0,00
	IIBB Saldo a favor	26.730,60	12.927,00
	Anticipos Impuesto a la Ganancia Mínima Presunta	22.473,71	0,00
	Pago a cuenta Impuesto a la Gcia.Mínima Presunta	29.174,73	160,67
	Saldo a favor Impuesto a las Ganancias	0,00	57.076,59
	Pago a Cuenta. Decreto 534 (Ley 25.413)	1.458,46	5.666,14
	ITC Pago a cuenta	900,00	6.205,50
	Crédito por Inversiones	20.819,98	0,00
	Depósito en garantía alquiler	550,00	0,00
	Seguros Pagados por Adelantado	4.386,04	0,00
	Arrendamientos pagados por adelantado	397.716,78	435.364,87
		<u>546.303,79</u>	<u>525.205,07</u>


INGACOT S.A.
CARLOS H. TOCAGNI
PRESIDENTE

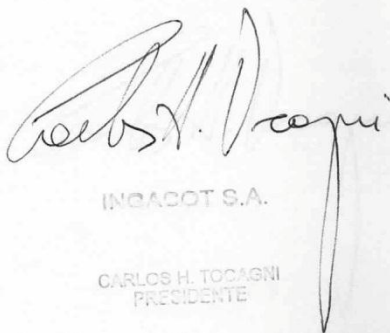

FERNANDO FABIAN MARTINEZ
CONTADOR PUBLICO NACIONAL UNIMDP
T° 94 - F° 160 - LEG. 24244-6
C.P.C.E.P.B.A.
CUIT: 20-2158625-5



INGACOT S.A.

Estados contables al 31 de agosto de 2006
NOTAS A LOS ESTADOS CONTABLES

No Corrientes		31/08/2006	31/08/2005
	Depósitos en Garantía Alquileres	7.495,00	0,00
		7.495,00	0,00
2.5 Bienes de Cambio			
	Mercaderías de reventa	1.549.788,02	1.068.746,30
	Activos biológicos y productos agropecuarios	325.658,83	112.583,98
	<i>Soja</i>	240.311,15	
	<i>Trigo</i>	6.694,03	
	<i>Sementeras</i>	78.653,65	
	Otros Bienes de cambio destinados a la producción	12.700,00	1.267,20
	<i>Combustibles</i>	12.700,00	
		1.888.146,85	1.182.597,48
2.6 Cuentas por pagar			
Corrientes			
	Proveedores	633.056,89	501.992,68
	Proveedores Agropecuarios	42.591,65	29.486,98
	Proveedores Varios	22.005,96	17.319,03
	Proveedores en Moneda Extranjera	106.767,70	77.063,02
	Honorarios a pagar	4.268,80	0,00
	Valores diferidos	1.475.783,97	448.241,84
	Tarjeta Rural a Pagar Bco. Galicia	39.270,80	0,00
		2.323.745,77	1.074.103,55
2.7 Préstamos			
Corriente			
	Préstamo Banco Provincia de Bs .As.	149.999,92	165.000,00
	<i>Capital</i>	158.522,37	
	<i>Intereses a devengar</i>	-8.522,45	
	Préstamo Banco Galicia	100.000,00	0,00
	Préstamo Banco Francés	200.000,00	0,00
	<i>Capital</i>	223.612,04	
	<i>Intereses a devengar</i>	-23.612,04	
	Banco en Moneda Extranjera HSBC	108.395,00	0,00
	Banco Bansud Adelanto en Cuenta Corriente	9,06	0,00
	Banco Río Adelanto en Cuenta Corriente	463,75	0,00
		558.867,73	165.000,00


 INGACOT S.A.
 CARLOS H. TOCAGNI
 PRESIDENTE

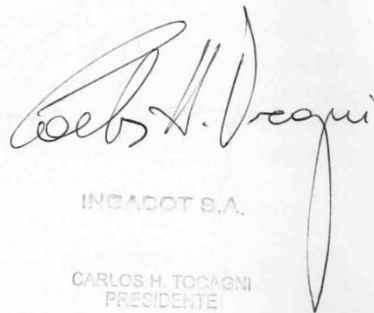

 FERNANDO FABIAN MARTINEZ
 CONTADOR PUBLICO NACIONAL UNMDP
 T° 94 - F° 160 - LEG. 24244-6
 C.P.C.E.P.B.A.
 CUIT: 20-21586625-5.



INGACOT S.A.

Estados contables al 31 de agosto de 2006
NOTAS A LOS ESTADOS CONTABLES

No Corriente		31/08/2006	31/08/2005
	Préstamo Banco Provincia de Bs. As.		
	<i>Capital</i>	49.583,39	65.000,00
	<i>Intereses a devengar</i>	50.669,46	
		-1.086,07	
2.8	Remuneraciones y Cargas Sociales	49.583,39	65.000,00
	Sueldos y Jornales a pagar	34.635,00	21.463,97
	Pasantías a Pagar	100,00	0,00
	S.U.S.S.a pagar	12.159,06	8.212,67
	A.R.T.a pagar	925,87	672,36
	FAECyS a pagar	154,53	118,78
	Sindicato Empleados de Comercio MDP a pagar	967,74	942,82
	Sindicato Empleados de Comercio Chascomús a pagar	41,65	36,11
	Sindicato Empleados de Comercio Pehuajó a pagar	25,83	0,00
	UATRE	16,87	27,44
	Fdo. Sepelio UATRE	12,65	20,60
	CCT Viajante 380/75 a Pagar	52,77	0,00
	FUVA a pagar	26,39	0,00
	Medifé a Pagar	218,98	205,74
		49.337,34	31.700,49
2.9	Cargas Fiscales		
	Corrientes		
	Tasa Seguridad e Higiene a pagar	2.240,67	1.529,43
	IVA a pagar	0,00	34.903,38
	Tasa por Publicidad y Propaganda a pagar	0,00	5.412,00
	Retenciones Ganancias a Depositar	3.236,65	6.996,81
	Retenciones IIBB a Depositar	2.029,50	235,95
	Percepciones IIBB a Depositar	3.581,20	1.928,80
	Publicidad y Propaganda Convenio Pago MGP	0,00	626,00
	AFIP - Régimen de Facilidades de pago	27.031,50	5.402,49
	<i>Plan de fac. de pago a pagar</i>	27.711,00	
	<i>Intereses a devengar</i>	-679,50	
	Impuesto a las Ganancias a pagar	17.505,78	0,00
	<i>Impuesto Determinado</i>	64.852,97	
	<i>Retenciones Impuesto a las Ganancias</i>	-47.347,19	
		55.625,30	57.034,86


INGACOT S.A.
CARLOS H. TOCAGNI
PRESIDENTE


FERNANDO FABIAN MARTINEZ
CONTADOR PUBLICO NACIONAL UNMDP
T° 94 - F° 160 - LEG. 24244-6
C.P.C.E.P.B.A.
CUIT: 20-21586625-5



INGACOT S.A.

Estados contables al 31 de agosto de 2006
NOTAS A LOS ESTADOS CONTABLES

2.10	Otros Pasivos		31/08/2006	31/08/2005
	Corrientes			
	Acreedores Varios		81.979,47	221.547,26
	Alquileres a Pagar		550,00	0,00
	Arrendamientos a Pagar		16.954,73	0,00
	Fondos en Garantía distribuidora		0,00	30.248,88
	Carlos Tocagni Cuenta Particular		13.512,06	210.146,25
	Héctor Tocagni Cuenta Particular		35.131,17	35.143,05
			<u>148.127,43</u>	<u>497.085,44</u>
	No Corrientes			
	Acreedores Varios		7.828,14	13.889,64
	Acreedores por compra de Inmuebles en Moneda extranjera		608.560,50	0,00
			<u>616.388,64</u>	<u>13.889,64</u>
2.11	Ingresos por ventas y servicios			
	Ventas de Mercaderías		5.100.174,79	4.095.196,12
	Ventas de Servicios Agropecuarios		149.737,50	0,00
			<u>5.249.912,29</u>	<u>4.095.196,12</u>
	Ingresos por ventas Actividad Agropecuaria			
	Ventas de Actividad Agropecuaria		2.689.803,30	2.625.473,39
			<u>2.689.803,30</u>	<u>2.625.473,39</u>
2.12	Otros ingresos y egresos			
	Otros Ingresos		208,11	2.635,05
	Ingreso por Inversiones		50.997,38	0,00
	Resultado por venta Bienes de Uso		-462,29	23.974,45
			<u>50.743,20</u>	<u>26.609,50</u>

NOTA N° 3 BIENES DE DISPONIBILIDAD RESTRINGIDA

Los siguientes activos se encuentran prendados:

Fiat uno van 1299	Dominio EEO411	Valor residual \$ 1.392,49	Pasivo vinculado	Acreedores Varios
Fiat uno van 1299	Dominio EKG496	Valor residual \$ 5.079,60	Pasivo vinculado	Acreedores Varios
Fiat uno van 1299	Dominio EF1965	Valor residual \$ 4.826,40	Pasivo vinculado	Acreedores Varios

INGACOT S.A.

CARLOS H. TOCAGNI
PRESIDENTE

FERNANDO FABIAN MARTINEZ
CONTADOR PUBLICO NACIONAL UNMDP
T° 94 - F° 160 - LEG. 24244-6
C.P.C.E.P.B.A.
CUIT: 20-21586825-5



Anexo V. Estados Contables INGACOT SA. 2012

ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL AL 31/08/2012 en moneda constante comparativo con el ejercicio anterior				
Denominación de la Sociedad : INGACOT S.A.	31/08/2012	31/08/2011	31/08/2012	31/08/2011
ACTIVO				
ACTIVO CORRIENTE				
Caja y Bancos (Notas 1.6.a y 2.1)	2.167.288,01	3.339.397,48		8.468.106,07
Inversiones (Notas 1.6.b, 2.2 y Anexo IV)	1.650,00	419.801,15		1.963.039,17
Créditos por ventas (Nota 2.3)	451.343,67	764.659,98		155.446,28
Otros créditos (Notas 1.6. c y 2.4)	2.433.079,69	2.349.654,15		479.389,33
Bienes de Cambio (Notas 1.5.e y 2.5)	3.658.823,74	10.417.162,09		4.761.893,88
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	8.712.185,11	17.290.674,85		15.827.874,73
ACTIVO NO CORRIENTE				
Otros créditos (Notas 1.6. c y 2.4)	0,00	9.938,00		
Bienes de Cambio (Notas 1.5.e y 2.5)	632.433,70	0,00		50.000,00
Bienes de Uso (Nota 1.6.f y Anexo II)	10.015.850,14	2.978.338,33		
Activos Intangibles	55.178,99	57.029,80		50.000,00
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	10.703.462,83	3.045.306,13		15.877.874,73
TOTAL ACTIVO	19.415.647,94	20.335.980,98		4.458.106,25
PASIVO				
PASIVO CORRIENTE				
Cuentas por pagar (Nota 2.6)			4.902.577,44	
Préstamos (Nota 2.7)			3.794.420,05	
Remuneraciones y Cargas Sociales (Nota 2.8)			98.016,77	
Cargas Fiscales (Nota 2.09)			41.385,19	
Otros Pasivos (Nota 1.6.h y 2.10)			1.692.620,01	
TOTAL PASIVO CORRIENTE			10.529.019,46	
PASIVO NO CORRIENTE				
Préstamos (Nota 2.7)			4.056.249,93	
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE			4.056.249,93	
TOTAL PASIVO			14.585.269,39	
PATRIMONIO NETO			4.830.378,55	
(según Estado Respectivo)				
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	19.415.647,94	20.335.980,98		20.335.980,98



FERNANDO FABIAN MARTINEZ
Contador Público Matriculado U.N.A.D.P.
C.P.C.E.P.B.A.
QUITI 20-3458822-8

CARLOS H. TOCAGNI
PRESIDENTE
INGACOT S.A.

Las notas y anexos que se acompañan son parte integrante de este estado.
Informe del auditor por separado

Denominación de la Sociedad :
INGACOT S.A.

ESTADO DE RESULTADOS

Ejercicio anual finalizado el 31 de agosto de 2012 comparativo con el ejercicio anterior

en Moneda Constante

	31/08/2012	31/08/2011
Ingresos por Ventas y Servicios (Nota 2.11)	17.654.478,17	31.538.113,31
Costo de Merc Vdas, Serv y Edificio (Nota 1.7.b y Anexo VI)	-12.561.360,59	-22.322.373,21
Resultado Bruto por venta de Bienes y Servicios	5.093.117,58	9.215.740,10
Producción Agropecuaria	12.921.690,36	6.643.385,04
Costo de producción agropecuaria	-9.807.319,90	-6.357.147,12
Resultado neto de la producción agropecuaria	3.114.370,46	286.237,92
Ventas productos agropecuarios	15.315.492,02	8.313.336,60
Costo de ventas productos agropecuarios	-11.791.907,55	-6.580.695,45
Resultado Bruto	3.523.584,47	1.732.641,15
Ganancia por tenencia productos agropecuarios	10.824,51	71.971,66
Resultado de producción y por tenencia bienes destinados a la venta	6.648.779,44	2.090.850,73
SUB TOTAL	11.741.897,02	11.306.590,83
Menos:		
Gastos de Administración (Anexo VII)	-770.329,47	-517.825,77
Gastos de Comercialización (Anexo VII)	-8.300.526,22	-8.137.052,59
SUB-TOTAL	2.671.041,33	2.651.712,47
Resultados Financieros y por Tenencia	-1.331.819,27	-737.360,91
Otros ingresos y egresos (Nota 2.12)	-6.605,09	-8.290,85
Resultado antes de Impuesto a las Ganancias	1.332.616,97	1.906.060,71
Impuesto a las Ganancias (Nota 2.9)	-360.344,67	-644.110,83
RESULTADO DEL EJERCICIO	<u>972.272,30</u>	<u>1.261.949,88</u>

Las notas y anexos que se acompañan son parte integrante de este estado.
Informe del auditor por separado.


CARLOS H. TOCAGNI
PRESIDENTE
INGACOT S.A.


FERNANDO FABIAN MARTINEZ
Contador Público
TO 84 PO 180 - LUGAR
C. P. C. E. P. B. A.
CUITI: 90-91566025-8

Denominación de la Sociedad :
INGACOT S.A.

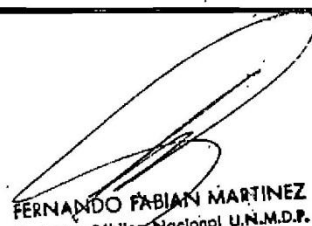
ANEXO VI. COSTOS

Ejercicio Finalizado el 31 de Agosto de 2012, comparativo con el ejercicio anterior.

en Moneda Constante

	31/08/2012	31/08/2011
Existencia Inicial Mercadería de Reventa	2.463.309,00	2.138.670,00
Existencia Inicial Bs. en Construcción	6.174.831,82	11.443.572,49
Total existencia inicial	8.638.140,82	13.582.242,49
<u>más:</u>		
Compras de Mercaderías de Reventa	6.008.478,56	11.920.569,60
Compras de Bienes en Construcción	341.181,48	6.428.589,83
Costo de servicios prestados (Anexo VII)	63.913,43	98.405,70
SUB TOTAL	15.051.714,29	32.029.807,62
<u>menos:</u>		
Descuentos Obtenidos	-711.510,66	-1.069.293,59
SUB- TOTAL	14.340.203,63	30.960.514,03
<u>menos:</u> Existencia Final de mercaderías	-653.668,09	-2.463.309,00
Existencia Final de Bienes en construcción	-1.125.174,95	-6.174.831,82
Total Existencia Final Bienes de cambio	-1.778.843,04	-8.638.140,82
COSTO DE MERCADERIAS VENDIDAS y SS	12.561.360,59	22.322.373,21


CARLOS H. TOCAGNI
PRESIDENTE
INGACOT S.A.


FERNANDO FABIAN MARTINEZ
Contador Público Nacional U.N.M.D.P.
Tº 64 Pº 180 - LEG. 24244/8
C. P. C. E. P. B. A.
QUITI 20-21586926-5



INGACOT SA
Estados contables al 31 de agosto de 2012
NOTAS A LOS ESTADOS CONTABLES

NOTA N° 2. COMPOSICIÓN DE LOS PRINCIPALES RUBROS

	31/08/2012	31/08/2011
2.1 Caja y Bancos		
Caja	18.765,83	47.712,52
Caja en Moneda Extranjera	1.562.230,27	10.400,00
Banco Francés Cuenta Corriente 481-590/9	838,92	2.912,74
Banco Provincia Cuenta Corriente 4200-50381/3	0,00	2.235,18
Banco Galicia Cta. Cte. 1973-2 166/2	183.617,69	210.052,95
Banco Galicia Cta. Cte. Esp. -975-0086-6-166/9	472,45	420,34
Banco Galicia Cta. Cte. 1973-2 166/4	849,70	74.099,94
Banco Galicia Cta. Cte. 3760-8 166/9	1.524,93	105,98
Banco HSBC 34741/7	443,41	1.212.655,43
Banco Macro Cta.Cte. 37620947751742	40.359,23	298,78
Banco Santander Río Cuenta Corriente \$ 067-105798	88.105,81	131.326,62
Banco Santander Río Cuenta Corriente U\$S 067-105804	9.971,96	35.117,59
Banco Patagonia Cta. Cte. 351002199	12.561,36	3.429,94
Banco Hipotecario Cta.Cte. 37572/4	150.079,51	0,00
Valores pendientes de acreditación	0,00	1.035.459,66
Valores en cartera	97.466,94	553.169,81
	2.167.288,01	3.339.397,48
2.2 Inversiones Corriente		
Plazo fijo	0,00	418.151,15
Acciones	1.650,00	1.650,00
	1.650,00	419.801,15
2.3 Créditos por ventas		
Deudores por ventas pintura	193.966,01	573.945,74
Deudores por ventas Agropecuarias	234.683,10	50.390,76
Tarjetas de crédito a cobrar	22.694,56	138.060,96
Cupones Sindicato	0,00	2.262,52
	451.343,67	764.659,98
2.4 Otros créditos Corrientes		
IVA Saldo a Favor	1.717.053,75	866.311,40
IIIBB Saldo a favor	25.482,34	30.213,70
Saldo a favor Impuesto a la Ganancia	256.691,87	101.324,81
Pago a Cta. Decreto 534 (L 25413)	28.622,84	4.729,98
ITC Pago a cuenta	4.116,00	4.116,00
Crédito por Inversiones	53.017,25	61.858,38
Depósito en garantía alquiler	5.520,00	11.295,00
Deudores Varios	0,00	42.820,50
Carlos Tocagni Cuenta Particular	72.540,81	0,00
Anticipo a Proveedores	0,00	2.738,39
Arrendamientos pagados por adelantado	270.034,83	224.197,88
	2.433.079,69	2.349.654,15
No Corrientes		
Depósitos en Garantía Alquileres	0,00	0,00

CARLOS H. TOCAGNI
PRESIDENTE
INGACOT S.A.

BERNABE FERRARI MARTINEZ
Comodoro en el Registro U.N.M.D.P.
T° 84 F° 238/00 LBO. 24844/6
C.P.C.E.F.B.A.
CUITI 20-21888888-8

INGACOT SA
Estados contables al 31 de agosto de 2012
NOTAS A LOS ESTADOS CONTABLES

31/08/2012 31/08/2011

2.5 Bienes de Cambio

Corriente

Mercaderías de reventa	653.668,09	2.463.309,00
Activos biológicos y productos agropecuarios	341.069,41	187.645,44
<i>Maiz</i>	341.069,41	
Otros Bienes de cambio destinados a la producción	1.538.911,29	1.591.375,83
<i>Semilla p/producción sembrera y porcinos</i>	1.105.032,76	
<i>Insumos</i>	266.226,89	
<i>Combustible</i>	167.651,64	
Terreno y Obra en construcción	1.125.174,95	6.174.831,82
	<u>3.658.823,74</u>	<u>10.417.162,09</u>

No Corriente

Activos biológicos y productos agropecuarios		
Cerdas	632.433,70	0,00
	<u>632.433,70</u>	<u>0,00</u>

2.6 Cuentas por pagar

Corrientes

Proveedores	2.826.996,42	4.187.393,73
Proveedores en Moneda Extranjera	0,00	1.133.597,17
Valores diferidos	2.005.591,26	2.949.455,69
Tarjeta Corporativa Banco HSBC a pagar	29,87	0,00
Tarjeta Corporativa Banco Provincia a pagar	3.082,70	0,00
Tarjeta Corporativa Banco Río a pagar	66.814,27	197.603,82
Tarjeta Rural a Pagar Banco Galicia	62,92	55,66
	<u>4.902.577,44</u>	<u>8.468.106,07</u>

2.7 Préstamos

Corriente

Adelantos en Cuenta corriente	40.669,95	121,73
Préstamo Banco Provincia	793.750,10	150.000,00
Préstamo Banco Patagonia	300.000,00	276.482,05
Préstamo Bco. Macro	140.000,00	276.435,39
Préstamos Bco. HSBC	1.350.000,00	1.260.000,00
Préstamo Bco. Santander Río	250.000,00	0,00
Préstamo Bco. Hipotecario	920.000,00	0,00
	<u>3.794.420,05</u>	<u>1.963.039,17</u>

No Corriente

Préstamo Banco Provincia	4.056.249,93	50.000,00
	<u>4.056.249,93</u>	<u>50.000,00</u>

2.8 Remuneraciones y Cargas Sociales

Sueldos y Jornales a pagar	67.915,40	94.852,00
S.U.S.S.a pagar	26.428,50	52.179,89
A.R.T.a pagar	1.090,34	2.277,89
FAECyS a pagar	219,54	240,60
Cuotas Sindicatos a Pagar	1.830,12	2.205,10
Fdos. De Sepelio a Pagar	370,54	151,32
INACAP a pagar	162,33	508,38
Embargo cuota Alimentaria a depositar	0,00	2.244,00
	<u>98.016,77</u>	<u>155.468,18</u>

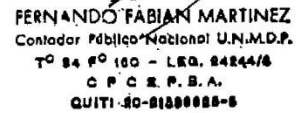

CARLOS H. TOCAGNI
PRESIDENTE
INGACOT S.A.


BERNARDINO MARTINEZ
Contador Público Nacional U.N.M.D.P.
Tº 84 Nº 260 - LEP 24844/8
C.P.O.E.S.A.
QUITI 20-8100000-0

INGACOT SA
Estados contables al 31 de agosto de 2012
NOTAS A LOS ESTADOS CONTABLES

	31/08/2012	31/08/2011
2.9 Cargas Fiscales		
Corrientes		
Tasa Seguridad e Higiene a pagar	2.257,52	8.064,39
IIBB a pagar	11.905,07	367.166,25
AFIP Plan de Pagos	8.924,95	58.081,03
<i>Total plan de pagos</i>	<i>11.410,95</i>	
<i>Intereses a devengar</i>	<i>-2.486,00</i>	
Retenciones Ganancias a Depositar	11.494,70	14.408,15
Retenciones IIBB a Depositar	3.862,81	18.616,10
Percepciones IIBB a Depositar	2.940,14	12.385,10
Retenciones SUSS a pagar	0,00	668,31
	<u>41.385,19</u>	<u>479.389,33</u>
2.10 Otros Pasivos		
Corrientes		
Acreedores Varios	1.291.819,69	6.062,03
Carlos Tocagni cuenta particular	0,00	252.211,40
Sefia preventa de inmuebles	400.800,32	3.978.620,45
Acreedores por compra de Inmuebles en Moneda extranjera	0,00	525.000,00
	<u>1.692.620,01</u>	<u>4.761.893,88</u>
2.11 Ingresos por ventas y servicios		
Ventas de Mercaderías	12.927.376,28	17.816.891,52
Ventas de Servicios Agropecuarios	99.472,44	122.385,00
Ventas de Departamento	4.627.629,45	13.598.836,79
	<u>17.654.478,17</u>	<u>31.538.113,31</u>
Ingresos por ventas Actividad Agropecuaria		
Ventas de Actividad Agropecuaria	<u>15.315.492,02</u>	<u>8.313.336,60</u>
	<u>15.315.492,02</u>	<u>8.313.336,60</u>
2.12 Otros ingresos y egresos		
Otros Ingresos	108,07	6.279,00
Resultado por venta Bienes de Uso	6.080,62	-13.785,50
Diferencias de Caja	0,00	-784,35
Pérdidas por siniestros	-12.793,78	0,00
	<u>-6.605,09</u>	<u>-8.290,85</u>


CARLOS H. TOCAGNI
PRESIDENTE
INGACOT SA


FERNANDO FABIAN MARTINEZ
Contador Público Nacional U.N.M.D.P.
Tº 84 Pº 160 - LEQ. 8484/8
C P C R. P. S. A.
QUITI - 80-8188888-5

