

Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Estudios de Posgrado

---

**MAESTRÍA EN FINANZAS**

---

**TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA**

Obligaciones Negociables: Evolución 2013 – 2015 y  
alternativa de financiamiento 2023 en Argentina

---

AUTOR: MACARENA BELÉN AMAYA

DIRECTOR: GERMÁN FUENTES

MARZO 2023

---

## INDICE

CAPÍTULO I.....	4
<b>1.1 Tipo de TFM Elegido.....</b>	<b>4</b>
<b>1.2 Justificación.....</b>	<b>4</b>
<b>1.3 Objetivos.....</b>	<b>5</b>
CAPÍTULO II .....	6
<b>2.1 Marco Referencial para el Abordaje Conceptual.....</b>	<b>6</b>
<b>2.1.1 Definición de los Objetos de Estudio .....</b>	<b>6</b>
<b>2.1.2 Estado del Arte y Análisis de los Antecedentes .....</b>	<b>6</b>
<b>2.1.3 Conceptos Centrales.....</b>	<b>9</b>
<b>2.1.3.1 Mercado Financiero, Bancario y de Capitales. Instrumentos Financieros .....</b>	<b>10</b>
<b>2.1.3.2 Elementos y Conceptos Atinentes de las Obligaciones Negociables y a los Préstamos Bancarios .....</b>	<b>14</b>
<b>2.1.3.2.1 Liquidez y Volatilidad en ON y Préstamos Bancarios. ....</b>	<b>14</b>
<b>2.1.3.2.2 Tipo de Tasa de Interés de la ON, Préstamos Bancarios y Costos de Endeudamiento.....</b>	<b>15</b>
<b>2.1.3.2.3 Flujo de Fondos ON y Préstamos Bancarios.....</b>	<b>16</b>
<b>2.1.4 Canje de Deuda ON .....</b>	<b>17</b>
<b>2.1.5 Marco Normativo ON.....</b>	<b>18</b>
<b>2.1.6 Perspectiva Analizada.....</b>	<b>18</b>
CAPÍTULO III .....	19
<b>3.1 Planteamiento del Tema/Problema .....</b>	<b>19</b>
<b>3.2 Dimensión Caso Particular .....</b>	<b>22</b>
CAPÍTULO IV .....	23
<b>4.1 Hipótesis.....</b>	<b>23</b>
<b>4.2 Metodología y Técnicas para Utilizar .....</b>	<b>23</b>
<b>4.3 Determinación Tasa Badlar y Cálculo de Intereses.....</b>	<b>26</b>
<b>4.4 Determinación Margen de Corte.....</b>	<b>28</b>
<b>4.5 Determinación Gastos ON.....</b>	<b>30</b>
<b>4.6 Determinación Tasa Préstamo Bancario .....</b>	<b>31</b>
<b>4.7 Desarrollo Flujo de la ON .....</b>	<b>32</b>
<b>4.7.1 Análisis Amortización y Periodo de Pago de Intereses .....</b>	<b>32</b>
<b>4.8 Desarrollo Flujo Préstamo Bancario.....</b>	<b>33</b>
<b>4.8.1 Análisis Amortización y Periodo de Pago de Intereses .....</b>	<b>33</b>
<b>4.9 Canje de Deuda .....</b>	<b>34</b>
<b>4.10 Matriz de Análisis .....</b>	<b>35</b>

<b>4.11 Análisis</b> .....	36
<b>CAPÍTULO V</b> .....	38
<b>5.1 Análisis ON y Préstamos Bancarios – Contexto Macroeconómico Observado</b> .....	38
<b>CAPÍTULO VI</b> .....	42
<b>6.1 Ahorro ON vs Préstamos Bancarios</b> .....	42
<b>CAPÍTULO VII</b> .....	43
<b>7.1 Conclusiones</b> .....	43
<b>CAPÍTULO VIII</b> .....	49
<b>8.1 Referencias Bibliográficas</b> .....	49

# CAPÍTULO I

## 1.1 Tipo de TFM Elegido

El presente trabajo se lleva a cabo en forma de Estudio de Caso. Para lograr la finalidad de este, se parte del análisis de ventajas y desventajas de la emisión de una Obligación Negociable y por lo tanto la inserción en el mercado de capitales de una empresa, dentro de un contexto macroeconómico determinado, para luego dar lugar al desarrollo práctico de la ON pudiendo observar los beneficios de la emisión y canje de deuda por sobre otras opciones de financiación como ser los Préstamos Bancarios a partir del estudio de caso de la presente empresa.

## 1.2 Justificación

Se define al mercado de capitales como el ámbito donde se encuentran presentes agentes con una necesidad de fondeo y agentes que tienen un superávit de fondos. Para llevar a cabo entonces una posible transacción, se recurre a los instrumentos financieros (Erpen, 2010).

La Fintech de la cual se desarrolla dicho trabajo, se dedica a brindar Préstamos personales al consumo de manera online y a través de comercios. Este es un segmento al que se dedica el 30% de las Compañías que se encuentran afiliadas a la Cámara Fintech, lo cual demuestra que es un sector que no está atendido de manera completa por el sector tradicional (Silvestrini, 2021). El presente trabajo se focaliza en analizar, los Préstamos Bancarios y las Obligaciones Negociables, dado que son las dos grandes fuentes de financiamiento de la empresa.

Además, busca encontrar una respuesta a las necesidades de financiamiento que tienen hoy por hoy las empresas de distintos sectores comparando Préstamos Bancarios y Obligaciones Negociables, teniendo en cuenta la totalidad de los costos de ambas opciones.

Una de las diferencias que se consideran más importantes entre estas opciones, es que luego de haber emitido una ON, la Compañía podría optar por efectuar un canje de deuda o refinanciación de una emisión anterior si es que quisiera despejar vencimientos en caso de que el país atravesara alguna crisis financiera o alguna situación macroeconómica complicada. Se desarrolla entonces, además de la emisión principal de una ON, una refinanciación de esa deuda, que al igual que la emisión

principal, permiten evidenciar una alternativa de financiamiento para aquellas empresas que aún no han hecho uso de esta opción.

Además, las ON tienen otras ventajas tales como, que pueden ser emitidas en otra moneda además de la local, que pueden extenderse a mayores plazos de los que suelen ofrecer los Préstamos Bancarios, además de que permiten la inserción en el mercado de capitales logrando captar un número de inversores considerable (*¿Cuáles son las 7 ventajas de financiarse con Mercado de Capitales?*, s.f.).

El campo de estudio de las Obligaciones Negociables, no se encuentra completamente desarrollado, y son pocos los estudios llevados a cabo que muestren cómo se conforman los flujos de fondos de una ON, y posteriormente cómo a partir de dicha situación se puede ejercer la opción de refinanciación de la deuda. Algunos de los trabajos como antecedentes que abordaron el tema son los de Speranzoni (2016), Fauda (2019), Duelli (2016), Borzakian y Moreno (2014), enfocados en empresas PYME.

### 1.3 Objetivos

El objetivo principal del presente trabajo es evaluar las ventajas y desventajas de la emisión de una Obligación Negociable frente a la alternativa de financiamiento de los Préstamos Bancarios para la compañía.

Como objetivos específicos se busca:

- ✚ Caracterizar y analizar las ventajas y desventajas de los Préstamos Bancarios y las Obligaciones Negociables mediante la empresa.
- ✚ Comparar los costos de financiamiento de un Préstamo Bancario frente al costo generado por la emisión de una Obligación Negociable para la empresa en 2023.
- ✚ Comparar los plazos de los flujos de fondos y el monto máximo que se puede solicitar para cada uno de estos instrumentos y caracterizar las diferencias de estos.
- ✚ Desarrollar un canje de deuda de la Obligación Negociable principal y comparar pagos y liquidez necesaria de la empresa para los plazos mencionados.
- ✚ Efectuar un análisis profundo de emisiones de ON en Argentina llevando adelante una relación entre tasas y plazos de este instrumento junto al Préstamo Bancario.

## CAPÍTULO II

### **2.1 Marco Referencial para el Abordaje Conceptual**

#### **2.1.1 Definición de los Objetos de Estudio**

El presente trabajo se rige por diversos conceptos que no son objeto principal del presente, pero de los cuales se requiere hacer mención junto a una interpretación de estos para luego poder entender el proceso, desarrollo y objetivo de este.

Estos conceptos se corresponden con otras formas de financiamiento que tiene la empresa, que si bien no son el objeto principal de estudio si permiten entender por qué para el presente se elige la comparación entre Obligaciones Negociables y Préstamos Bancarios.

Así como también la breve mención al marco normativo de las Obligaciones Negociables, que, si bien tampoco en el mismo se hará un profundo análisis, si corresponde llevar adelante la mención de la normativa que aborda a las Obligaciones Negociables, y entender que de ella se derivan los beneficios que la misma otorga a sus inversores y colocadores, así como su definición conceptual y proceso de desarrollo de emisión e implementación tanto como el canje de la deuda.

#### **2.1.2 Estado del Arte y Análisis de los Antecedentes**

En el presente trabajo se busca la emisión y refinanciación de una deuda original de Obligaciones Negociables, para despejar vencimientos y tener un alivio financiero en situaciones macroeconómicas de la Argentina complejas, denotando que, este instrumento tiene la gran ventaja de poder refinanciarse a diferencia de los Préstamos Bancarios, otorgando mayor flexibilidad para una Compañía.

Frente al contexto electoral en octubre del 2023 en Argentina, la empresa decidió llevar adelante para abril 2023 un refinanciamiento de la Obligación Negociable III que tenía emitida, para lograr darle un respiro a la empresa, y poder atravesar el contexto electoral de la mejor manera, dada la incertidumbre que se esperaba a tal momento.

Ahora bien, como ya fue mencionado, el campo de estudio de las Obligaciones Negociables, no se encuentra completamente desarrollado, y son pocos los estudios y trabajos llevados a cabo.

Alguno de los antecedentes encontrados tales como “Análisis Económico Financiero de Longvie SA a diciembre 2015 e Informe de situación para potenciales inversores y efectos de la colocación de Obligaciones Negociables con el objeto de

cancelar deuda bancaria durante 2016” de Spernanzoni Guillermo Leonel (2016), concluye que, si evaluamos comparativamente ambas fuentes de financiamiento, es notable la desventaja que lleva consigo un Préstamo Bancario a corto plazo a tasa de mercado resaltando que, la tasa del Préstamo Bancario a corto plazo en ese trabajo, normalmente seis meses a un año, compensa los costos asociados a la ON planteada con sus escenarios y no permite justificar al momento de fijar la tasa, elegir un Préstamo de corto plazo por encima de una ON. En las Obligaciones Negociables la tasa de interés varía, pero el diferencial entre la tasa badlar y la tasa de los bancos privados, es la que compensa estos costos y no permite elegir un Préstamos sobre una ON.

“Financiamiento para Pymes en el Mercado de Capitales, a través de Obligaciones Negociables” de Fauda, Virginia (2019), es otro de los antecedentes que también es de suma relevancia, la autora llega a la conclusión de la ventaja de la ON en cuanto al costo, ya que la Compañía obtiene el financiamiento que necesita de acuerdo con los flujos operativos, permite ir a mayores plazos y a tasas menores a las que ofrece el sistema bancario.

Otro antecedente de utilidad es el trabajo de Brunori Matías y Gallardo Inés, “Alternativas Financieras no tradicionales” (2015) que, a diferencia de los trabajos mencionados anteriormente, compara para la empresa en cuestión la opción de una emisión de ON que fue realizada por la empresa y un caso práctico de un Préstamo Bancario, y concluye que en este último caso en particular el supuesto de Préstamo Bancario es más conveniente por costo que la ON. Sin embargo, comenta que, al momento de financiarse no solo importa el costo financiero total, sino también otras cuestiones que otorga la ON tales como, que el mercado financiero ofrece mayor cantidad de inversores que el bancario, los plazos de la ON se suelen adaptar a la necesidad del emisor a diferencia del Préstamo, y que la alternativa conveniente es llevar adelante ambas opciones pero que también dependerá del tipo de empresa y sus características. Fauda sigue comentando que en cuanto a empresas Pymes, las ON permiten superar ciertos obstáculos que lleva consigo el sistema bancario, que tienen que ver con el acceso a los créditos, además de que permite obtener beneficios impositivos que no se logran con un Préstamos Bancario. Sin embargo, tiene desventajas asociadas a hacer pública su información, que, en el caso de un Préstamo Bancario, dicha información que se provee es exclusiva del banco sin ser divulgada en el mercado.

Existen otros antecedentes tales como “Financiamiento Externo: Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables” de Duelli Federico Martín (2016) que muestra como es el proceso de emisión de una Obligación Negociable, antecedente esencial para luego poder comprender los elementos que se utilizan para el análisis de los flujos de fondos y cálculo de costos y “Programa de Financiamiento a través de Obligaciones Negociables para Elyon S.A” de Borzakian Diego Alejandro y Moreno Leandro Javier (2014), que muestran cuestiones conceptuales para poder situar a la Obligación Negociable bajo la perspectiva que se le busca dar a este trabajo, junto al desarrollo de conceptos del mercado de capitales que son claves a la hora de interpretar en donde se ubican las ON y conceptos secundarios que hacen a la misma. En la mayoría de los trabajos, se trata a las emisiones de Obligaciones Negociables desde el lado de una Compañía PYME.

Dado que la Compañía tratada en este trabajo no se comporta como una empresa PYME, es de relevancia aportar mayor conocimiento a este campo a través de un caso real práctico con supuestos establecidos en un contexto macroeconómico de continua inestabilidad, que lleva a que las empresas busquen opciones de financiamiento para poder mantener su posicionamiento en el mercado. Por lo que, este trabajo busca aportar una mejor visión sobre las características y ventajas de las Obligaciones Negociables, como alternativa a la financiación tradicional bancaria.

Seguido de dichos antecedentes, parece relevante obtener la visión de países desarrollados acerca de la implementación de uno u otro instrumento. Los estudios tienen una mirada significativa tanto en EE.UU como en Europa luego de la pandemia 2020. Sin embargo, se evidencia de por sí, la diferencia en la composición de deuda en Europa en comparación con Estados Unidos. Las empresas estadounidenses son más dependientes del financiamiento del mercado y de los bonos en comparación con Europa (Darmouni y Papoutsi 2021).

Los hechos mencionados anteriormente no hacen que el panorama sea estático. Las empresas suelen utilizar ambas fuentes de financiamiento. Existen estudios que evidencian la creciente implementación de deuda con bonos en los Estados Unidos, pasando de 17% del PIB en 2008 al 21% en 2019, se entiende que esto puede deberse a cambios en las regulaciones bancarias más estrictas y consecuentemente una política monetaria más laxa. Sin embargo si lo comparamos con EE.UU, el crecimiento en financiación mediante bonos ha sido muchísimo mayor en Europa, por lo que la brecha entre préstamos y bonos se vio reducida en los últimos años.

Existen diversas implicancias por elegir un bono por sobre un préstamo; esto tiene que ver que mientras los préstamos se dan a través de relaciones bancarias el financiamiento mediante bonos se da a través de condiciones de plena competencia y dependen de información pública y de calificadoras de riesgo (Darmouni y Papoutsi 2021).

Darmouni y Papoutsi (2021), destacan que las empresas financiadas con bonos corporativos tienen mayor costo de dificultad en tiempos difíciles macroeconómicos, dado que tienden a estar en manos de muchos inversores y esto dificulta la renegociación. Entonces se plantea cual sería la razón de que una empresa elija la emisión de un bono por sobre un préstamo bancario, y la respuesta se focaliza en que el mercado puede ofrecer montos mayores y vencimientos más largos lo que permite dar lugar a que las empresas hagan inversiones a largo plazo. Esto trae aparejado un costo, dado que, si quien presta sufre un shock negativo que afecte la capacidad de pago, tal como se dio en la recesión provocada por la pandemia COVID 2020, en esta etapa la financiación con bonos se asoció a mayor riesgo.

Ahora ¿podrían los bonos corporativos reemplazar a los préstamos bancarios? La respuesta que nos otorga Darmouni y Papoutsi es que no es algo posible, dado que el fin de los préstamos está asociado a la ventaja de los bancos de otorgar provisión de liquidez, esto se relaciona con la actividad de captar depósitos y mencionan que Gatev y Strahan (2006) afirman que los fondos fluyen hacia los depósitos bancarios en momentos difíciles en busca de seguridad. Además, Kashyap, Rajan y Stein (2002) sostienen que los bancos acumulan dicha liquidez con el incentivo de hacer frente a salidas de depósitos y también se utilizan frente a retiros de línea de crédito, o frente a líneas de crédito por adelantado como seguro de liquidez, en cambio el mercado de bonos no puede efectuar dicho objetivo.

Los préstamos ocupan un papel fundamental en las empresas, pero su fin ha cambiado. Tienden a enfocarse más en proveer liquidez que en ser préstamos a plazo.

### **2.1.3 Conceptos Centrales**

Para responder a los objetivos planteados anteriormente se definen los conceptos que rigen el presente trabajo: Mercado Financiero, bancario y de capitales. Instrumentos financieros, Volatilidad y Liquidez de los Préstamos Bancarios y las ON, Tipo de tasa de interés de la ON y Préstamos Bancarios y costos de endeudamiento, Flujo de fondos ON y Préstamos Bancarios, Canje de deuda, Marco normativo ON.

### **2.1.3.1 Mercado Financiero, Bancario y de Capitales. Instrumentos Financieros**

Antes de dar comienzo a las definiciones de mercado financiero, bancario y de capitales, es importante mencionar brevemente el origen de las finanzas que luego deriva en la actualidad a lo que se conoce como mercado financiero y bancario.

Las primeras transacciones financieras comienzan con los créditos, hace más de 5000 años atrás. Como primer instrumento se encuentra al préstamo con interés que tiene su origen en el reino de Sumer y luego se expande al Oriente y al Mediterráneo. Si bien la práctica del préstamo se cree que es prehistórica, la novedad que se da en Sumer es el préstamo como actividad institucional, explícitamente se pacta acordar un interés por compensación junto a la devolución de lo prestado. Este instrumento surge en tal lugar por las civilizaciones agrarias y da paso a lo que se conoce como bancos de depósito que en aquel entonces recibían los granos, metales, cereales, entre otros para su posterior custodia. Posteriormente, en la Antigua Grecia y durante el imperio Romano, los prestamistas hacían empréstitos agregándose no solo la aceptación de depósitos sino además el cambio de dinero. Se evidencia también un dato interesante, dado que, aparece el concepto de seguros dentro del instrumento del préstamo, alrededor del año 1900 a.C. Así como también contratos que se estipulaban a futuro, conocido hoy como forwards.

La Mesopotamia luego desarrolla lo que hoy se conoce como empresas, dado que llevo adelante la prestación de soluciones organizacionales para obtener recursos de otros lugares y luego colocar sus productos, esto se produce en torno al año 1800 a.C. Ya para el año 1000 a.C. los fenicios llevan adelante acuerdos de las rutas comerciales y marítimas de Asia. Para el año 800 a.C. logran controlar el tráfico marítimo del Mediterráneo occidental extendiéndose hasta la península ibérica. Lo que se aporta en esta nueva etapa es el intercambio de nuevas tecnologías, lo que da origen a civilizaciones que compiten y cooperan para continuar con el flujo de transacciones. Para aquel entonces en Roma se forman autoridades que centralizan y organizan el trabajo, para lograr integración, que luego se romperá por las rigideces en la estructura, y se transformará en un sistema no tan estrictamente centralizado (Fornero, 2012).

En lo que respecta a la aparición del préstamo y con ello aparejado el interés, han surgido inconvenientes dando lugar a relaciones de abusos, por lo que para los milenios 2400 y 400 a.C. se combinaron distintos límites legales para encontrarle solución. La modalidad de deuda con interés se expande por la Mesopotamia, sin embargo, colapsan para el siglo XIII a.C. periodo conocido como Edad Oscura y para

el siglo VIII a.C. dichos préstamos con interés se introducen en el Occidente para luego expandirse a lo largo del mundo. Fue así que durante la Edad Media se profesionalizó el sistema quedando en manos de los conocidos banqueros y junto a la creación de los bancos comerciales en el siglo XVIII en Europa y luego en EE.UU se permitió el acceso a dicho instrumento. Si bien el concepto y la forma de utilizar dicho instrumento fue avanzando, mantiene su esencia fundamental (Fornero, 2012).

En cuanto al origen de los bonos corporativos conocidos como Obligaciones Negociables, se remonta a la antigua Roma donde se emitían certificados de deuda para financiar en aquel entonces, la construcción de infraestructura y el mantenimiento del ejército. Dado que los certificados eran negociables, podían ser transferidos a terceros y entonces así los inversionistas obtenían una rentabilidad sobre su inversión junto a beneficios por encima de ello (*¿Bonos, como nacieron y cuales son de mejor calidad?*, s.f.).

En el norte de Europa, los bonos tomaron otra forma, ya sea como anualidad o préstamos de lotería. En las anualidades se compraba una serie de pagos anuales por una cantidad fija, mientras que los préstamos de lotería eran una forma de invertir y generar un retorno. Estas formas se utilizaron en Holanda y Francia (*El mercado de bonos: cómo surgió y que impacto tiene*, s.f.).

Estos métodos además se extendieron por Gran Bretaña, al crearse el Banco de Inglaterra donde se emitían bonos del gobierno y se gestionaba la deuda (*El mercado de bonos: cómo surgió y que impacto tiene*, s.f.).

Por lo que se pueden definir a los instrumentos financieros en su generalidad, como aquellos nacidos en la edad media para posibilitar las transacciones comerciales, si bien existen diversos instrumentos financieros su fin primordial es facilitar la circulación de la riqueza a través de un documento que se rige en función a una normativa.

La banca y las finanzas permitieron la movilización de capital y la diversificación de los riesgos asociados junto a la evolución de instrumentos financieros, por lo que ambas son los cimientos del mercado de capitales porque proporcionan demanda y oferta de los activos financieros (*Historia del mercado de capitales, como comprender y aprender la evolución del mercado*, s.f.).

El mercado comúnmente conocido hoy, es aquel ámbito donde se encuentran compradores y vendedores de diversos productos. Al hablar de un mercado financiero

estos productos son conocidos como activos financieros. Este mercado se divide en dos; el primero es el mercado bancario que actúa como intermediario captando el superávit de un agente y otorgando a través de este, un crédito para el agente que tiene un déficit. El segundo, es el mercado de capitales que a su vez se encuentra subdividido en mercado primario y secundario. En el mercado primario se llevan adelante las operaciones de emisión y colocación de los instrumentos financieros. Y en el mercado secundario se negocian y cotizan esos instrumentos (Erpen, 2010).

Si bien el presente trabajo solo se centra en instrumentos de **renta fija**, es necesario conocer que también existen los instrumentos de **renta variable** de los cuales solo se mencionan algunos como ejemplos sin llevar adelante un desarrollo de estos.

Según Erpen (2010) “los instrumentos de renta fija tienen un flujo de fondos que ya está dado y el inversor toma conocimiento de ese flujo cuando accede al instrumento, tienen dos conceptos fundamentales: amortización y renta”. El primero de ellos, muestra de qué manera el inversor recibirá el capital invertido, que puede ser al vencimiento del instrumento o bien, en cuotas. El segundo concepto tiene que ver con la renta, que es la compensación que recibe el inversor por colocar su dinero en el instrumento (pp. 54). Alguno de ellos puede ser:

Los **títulos públicos**, “son instrumentos que emite el gobierno y pueden ser tanto nacionales, como provinciales o municipales” (*Títulos públicos*, s.f.).

En cuanto a las **obligaciones negociables** Erpen (2010) agrega que son un contrato entre la empresa emisora y el inversor. Estos instrumentos cuentan con un prospecto de emisión con la información detallada de la empresa la cual emite el instrumento, las condiciones que tendrá esa emisión y cuestiones referidas a intereses, moneda, amortización y garantías.

Las Obligaciones Negociables pueden ser simples, es decir pueden ser mantenidas hasta el vencimiento o negociadas en el mercado secundario, o bien convertibles. Estas últimas le permite al inversor canjear las ON por una determinada cantidad de acciones de la empresa que emite.

Una segunda clasificación es por la afectación de la garantía que ofrecen. Pueden ser simples, especiales, flotantes, prendarias, de fianza o aval. (pp. 55-56). Robinson (2004) agrega que, “este tipo de títulos traen aparejado un posible riesgo de default, por lo que, existen calificadoras de riesgo, que buscan evaluar al emisor y la posibilidad de cumplir con lo que se pacta en el prospecto de emisión” (pp. 13).

Aguilar (2022) señala que una **venta de cartera** es la venta de deuda de una empresa a un banco o a otra entidad financiera. Estas últimas llevarán a cabo un proceso de análisis de capacidad de endeudamiento y riesgo en el pago para determinar si es viable comprar dicha cartera.

Cuando se habla de **caución bursátil** se dice que es aquella operación donde la Compañía desea obtener un Préstamo y elige el tiempo en que la quiere realizar, señala que las más comunes son de un día, siete días o treinta días, y pone un precio; la otra parte que quiere colocar el dinero también pone a qué precio está dispuesto a prestarlo. El que desea obtener el Préstamo deberá otorgar en garantía títulos bursátiles y la parte que busca colocar el dinero, deberá tener la liquidez. (Rial, 2022).

Los **cheques de pago diferido** se utilizan como sistema de descuento en el mercado de capitales por el cual quien tiene el cheque (con un plazo máximo de negociación de 360 días) puede venderlo en el mercado obteniendo así el dinero antes del cobro, y quien posee la liquidez puede comprarlos recibiendo a cambio una tasa mucho más atractiva de interés (*Cheque de pago diferido*, s.f.).

Ahora bien, a diferencia de las restantes fuentes de financiamiento de la Compañía, las ON pueden ser emitidas sin necesidad de tener un Fideicomiso conformado como es el caso en que la empresa quisiera hacer ventas de cartera a otros inversores que no sean el Banco que la respalda, además no debe tener instrumentos que la respalden o pedírselos a otra entidad en alquiler como si sucede en el caso en que se toma caución bursátil y es menos volátil debido a las fluctuaciones que pueden sufrir los instrumentos que respaldan. Las ON suelen ir a plazos más largos que los cheques de pago diferido ya que si bien estos últimos tienen un límite de 360 días, la mayoría de los inversores no quiere ir a mayores plazos que 90 días debido a que por el contexto actual de la Argentina podrían estar fijando una tasa que quede muy por debajo de periodos futuros.

Como instrumentos de **renta variable** podemos nombrar a las acciones, los Certificados de Depósito Argentino, Certificados de Valores, Fideicomisos Financieros, Fondos de Inversión Cerrados y Fondos de Inversión Directa, entre otros. Estos tienen la particularidad de que los flujos de fondos no están predeterminados, el inversor no los conoce cuando invierte en el instrumento, dependerán del resultado que tenga el emisor en la actividad que desarrolle.

## 2.1.3.2 Elementos y Conceptos Atinentes de las Obligaciones Negociables y a los Préstamos Bancarios

**2.1.3.2.1 Liquidez y Volatilidad en ON y Préstamos Bancarios.** Los instrumentos financieros están sujetos al concepto de volatilidad y liquidez. El primero de ellos indica como oscila el instrumento durante un periodo de análisis. Este concepto sirve para gestionar el por qué, a mayor volatilidad de ese instrumento, mayor es el riesgo en la rentabilidad esperada.

Si bien frecuentemente se asocia a los instrumentos de renta variable como aquellos que son volátiles, los instrumentos de renta fija, también los son, pero en menor medida. En cuanto al segundo concepto se refiere a la facilidad que tiene el instrumento en convertirse en dinero en efectivo en un plazo relativamente corto de tiempo y sin muchas oscilaciones en su precio (*Conceptos financieros básicos de inversión: activos, liquidez y volatilidad*, 2021).

Que un mercado sea líquido implica que el número de transacciones es grande, lo que hace que sea sencillo vender el instrumento en el mercado.

Ahora bien, la liquidez y volatilidad varían en función al tipo de mercado en el que se esté trabajando. Si se habla de un mercado bancario, los instrumentos son de alta liquidez y baja volatilidad, porque el objetivo de las entidades bancarias es captar depósitos a la vista en el corto plazo, donde los bancos captan los ahorros de los ahorristas y luego lo prestan a las empresas, y entonces trabajan con un margen o diferencia de precio entre las tasas a los que toman los fondos y prestan, conocido como la tasa de interés (Elbaum, 2004).

Pero si se habla del mercado de capitales, Elbaum (2004) menciona que las instituciones clásicas que los componen que son las bolsas y mercados de valores, proveen liquidez a los activos en función a las preferencias que tengan quienes invierten y quienes emiten el instrumento.

Ahora bien, si no se desea mantener la Obligación Negociable hasta su vencimiento, el inversor puede decidir venderla en el mercado, pero, se deberá considerar antes de invertir en la misma, si cuenta con liquidez en el mismo, porque de no ser así y no negociarse frecuentemente, si el tenedor deseara venderla antes de la fecha de vencimiento, podría no encontrar comprador.

Esto puede ser muy frecuente debido a que, generalmente, el ánimo de quien invierte en una Obligación Negociables es mantenerla en el largo plazo sin intención

de retirar antes del vencimiento el capital, porque lo que buscan esperar a cobrar las rentas periódicamente (Pederzoli, 2022).

Si hablamos de la volatilidad de las Obligaciones Negociables, se puede decir que al ser un instrumento de renta fija donde se puede calcular aproximadamente la rentabilidad si se lo mantiene hasta el vencimiento, esto reduce la volatilidad y el riesgo, comparado con un instrumento de renta variable.

Las Obligaciones Negociables entonces otorgan bajo riesgo y poca volatilidad y no existe necesidad por parte del inversor de tener que desembolsar grandes cantidades de dinero (Rial, 2022).

**2.1.3.2.2 Tipo de Tasa de Interés de la ON, Préstamos Bancarios y Costos de Endeudamiento.** La tasa de interés en el mercado de capitales para emitir una ON puede ser Fija o Variable.

Fauda (2019) agrega que, la primera, “se establece por licitación pública, en función de las ofertas recibidas en el proceso en que se hace la colocación” (pp. 14).

La segunda, llamada tasa badlar, es aquella tasa que establece el BCRA y la misma se utiliza para los depósitos que superen el millón de pesos en un plazo de entre 30 y 35 días (*Principales variables, BADLAR en pesos de bancos privados*, s.f). Tiene la particularidad de superar a la tasa establecida para plazos fijos. Ahora bien, esta es utilizada como referencia para las operaciones bancarias y sus dos grandes usos son, el primero, calcular el retorno que el Banco le ofrece a sus clientes cuando se realiza un plazo fijo, y su segundo uso es ser la tasa mínima por pagar por parte de una empresa que emite una Obligación Negociable. Frecuentemente tiene el fin de referencia para intentar disminuir la inflación originada. (Castillo, 2022).

La tasa badlar utilizada como referencia para el presente trabajo es aquella que determina el costo del endeudamiento junto a un spread que se va a ofrecer por parte de la Compañía emisora y que luego deberá ser validado por los inversores.

En cuanto al spread mencionado anteriormente, que también es establecido por la empresa y que paga la Obligación Negociable junto a la tasa badlar, se denomina margen de corte y es el solicitado para la Obligación Negociable, donde según el Suplemento de Prospecto, debe ser expresado en porcentaje nominal anual sobre la base de 365 días, con no más de cuatro decimales, y tampoco podrá ser negativo. En el momento de presentar las órdenes de compra por parte de los inversores, se podrá

presentar más de una con distintos márgenes solicitados (*Suplemento de Prospecto*, 2022).

Ahora bien, de acuerdo con el *Suplemento de Prospecto* (2022) para determinar el margen diferencial de corte, una vez que finaliza el periodo de subasta, se ordenan las órdenes de compra en forma ascendente sobre la base del margen solicitado, y la empresa determinará el margen diferencial de corte en función al margen diferencial solicitado y los montos propuestos en las órdenes. El margen diferencial de corte es único para todas las órdenes de compra aceptadas de la Obligación Negociable. Por lo que, las órdenes de compra con margen solicitado superior al margen que se determinó de corte no serán adjudicadas. Este margen de corte es primordial porque a través de este la empresa determina el valor nominal de la ON a ser efectivamente emitido.

Ahora bien, está la tasa badlar junto al margen de corte son la que determina el costo principal, sin embargo, existen otros costos de acuerdo con el *Suplemento de Prospecto* (2022), que deben ser considerados al momento de emisión y que son, los aranceles cobrados por CNV para la autorización del programa que debe conformarse y el aumento del mismo; el arancel que cobra Caja de Valores, los costos de asesoramiento jurídico, los aranceles del Mercado Abierto Electrónico, los aranceles de la Calificadora de Riesgo, las comisiones a las entidades organizadoras de la emisión, a las entidades colocadoras de dinero, los honorarios de los Auditores para llevar adelante informes requeridos por la CNV, entre otros.

Los porcentajes de gastos que se establecen para los conceptos mencionados anteriormente varían en función a la empresa y a quienes la misma contrate como profesional que acompañen al proceso de la emisión. En el presente trabajo los porcentajes de gastos más importantes de la ON principal fueron los siguientes:

	% sobre monto de la emisión
Honorarios Profesionales (Asesores legales y Auditores)	0,02%
Honorarios Calificadora de Riesgo	0,06%
Comisión Agentes Colocadores – Cartera propia	0,75%
Comisión Agentes Colocadores – Mercado (*)	0,50%
Aranceles	0,04%
Publicaciones	0,02%

En cuanto a la tasa tomada como referencia para los Préstamos Bancarios, si bien la misma varía en función a la entidad bancaria y a las condiciones particulares de la empresa, para el caso en particular se considerarán las tasas activas del banco nación y el pago de estos se simulará mensualmente.

**2.1.3.2.3 Flujo de Fondos ON y Préstamos Bancarios.** Los flujos de fondos de una ON se conforman por la devolución del capital que puede efectuarse al final del

vencimiento o bien en cuotas, y además se le debe sumar el pago de intereses que se paga en cuotas en determinado plazo; la estructura de dichos pagos, al igual que el momento de devolución del capital, son establecidos en las condiciones de emisión.

En el presente trabajo la amortización del capital de la ON principal, es decir la devolución de este, se hace en tres pagos, mientras que la del Préstamo Bancario se hace al finalizar el mismo. En la ON el primer pago se hace en el mes 10 equivalente al 33% del valor nominal de la ON, el segundo pagadero en el mes 11 equivalente también al 33% del valor nominal y el tercero en el mes 12 equivalente al 34% del valor nominal. En caso de que ese día no sea hábil, será el inmediato posterior hábil al mismo (*Aviso de Resultados*, 2022).

En cuanto a los intereses, tanto en la emisión principal como también en el canje, los mismos se pagan en forma trimestral a partir de la fecha de emisión y se hace en las fechas de día idéntico a la fecha de emisión y liquidación, pero del mes en que corresponda, y si dicha fecha no fuese día hábil o no existiera en el calendario, será entonces el primer día hábil posterior.

Para el cálculo de devengamiento de intereses, el mismo se comprende entre la última fecha de pago de intereses que haya sido devengada y la fecha de pago de intereses inmediata posterior, se incluye el primer día y se excluye el último. La tasa utilizada para el pago de intereses es la mencionada anteriormente, más el margen de corte (*Aviso de Resultados*, 2022).

En cuanto al Préstamo Bancario, los flujos de fondos de intereses se calculan en función al monto solicitado con respecto a la tasa de interés calculada y los días en que el mismo se haya solicitado, considerando el pago de intereses mensual. Asimismo, el trabajo considera que la devolución del capital se hace al final a diferencia de la ON, para mostrar la realidad de las fuentes de financiamiento en la empresa.

#### **2.1.4 Canje de Deuda ON**

Cuando se habla de canje de deuda, se está mencionando la reestructuración o la correcta administración del endeudamiento de una Compañía y reprogramación de la deuda vigente. La normativa aprobada que encuadra dicho proceso corresponde a la Resolución General n° 849 aprobada el 7 de octubre del 2020, de la CNV y lo que busca hacer es reestructurar las deudas corporativas, permitiendo que parte de la deuda se convierta en ON con oferta pública.

En el presente trabajo la ON principal que se toma como ejemplo es la ON Serie III Clase 1 y luego se muestra un canje de deuda, para observar cuáles son los beneficios de una reestructuración (*La CNV reglamentó la refinanciación de deuda mediante canje*, 2020).

### **2.1.5 Marco Normativo ON**

El primer antecedente de origen de las ON fue mediante la Resolución General n° 85 de CNV que consideraba que los títulos que fueran emitidos de acuerdo con los art. 742, 744 y 745 del Código de Comercio, que reunieran características del art. 17 de la ley 17.811, que tuvieran la obligación de pagar una deuda a plazo, se llamarían Obligaciones Negociables (Camerini 2007).

En cuanto al marco legal, según Erpen (2010) en la Argentina la ley que regulan a las ON es la ley número 23.576 aunque en 1991 se le hicieron cambios a la norma y esto dio lugar a la ley número 23.962, siendo esta última ley la que otorgó los incentivos fiscales tales como la exención en IVA en los gastos de emisión y colocación para la Compañía emisora y la exención en Ganancias para los inversores. Además, también eliminó la obligatoriedad de que las empresas deban cotizar en Bolsa para poder financiarse con ON (Aprea 1998).

Sin embargo, existen otras normativas que acompañan al desarrollo y la implementación de las ON, tales como, La ley de Sociedades Comerciales para lo que es ON convertibles en acciones, Normativas y Disposiciones de la CNV para las ON con oferta pública y reglamento donde se negocien los títulos, Reglamentaciones del BCRA para lo que es obligaciones emitidas por entidades bajo su control y la Resolución General n° 849 de CNV para las cuestiones de canje de deuda (Paolantonio 2004).

### **2.1.6 Perspectiva Analizada**

En función a los antecedentes relevados anteriormente, el presente trabajo busca recrear el escenario de una emisión de ON y luego una refinanciación de esa deuda. A su vez en condiciones similares se busca recrear el escenario de solicitud de Préstamo Bancario con ciertos supuestos establecidos, dado que la información de tasas y plazos es información confidencial de la empresa y los bancos con los cuales la misma tiene relación. Para poder estimar la tasa y las condiciones, se tomaron como guía los antecedentes mencionados, readaptándolo a la empresa del presente trabajo,

considerando su rubro y sus condiciones crediticias y de solvencia a la hora de considerar montos otorgados y tasas.

Para ello se basa en los EECC para poder determinar montos aproximados que le son otorgados a la empresa como Préstamo, y para las tasas se utilizó como supuesto, la TNA del Banco Nación como referencia para todo acuerdo en descubierto previamente solicitado (Tasas activas del Banco Nación, s.f.).

En cuanto a la ON se establece el supuesto de que la refinanciación de la emisión original ocurre en un periodo dado y que la empresa solamente cuenta con una emisión, dado que en el caso original la Compañía tiene más de una emisión en el mercado, por lo que a la hora de refinanciar su deuda lo estaría haciendo por el total de lo adeudado.

Como fin, busca poder establecer el costo financiero de ambas fuentes y poder determinar cuál de ellos fue más beneficioso para este periodo y para esta Compañía en función al contexto macroeconómico.

Adicionalmente para lograr un cierre del trabajo a nivel global, se lleva adelante un análisis de las emisiones que se efectuaron en Argentina de Obligaciones Negociables desde el 2015 (período desde el cual se tiene información del mercado) hasta el 2023, enfocado en empresas financieras, que hayan realizado emisiones a tasa badlar y en pesos, para luego comparar dichas tasas promedio a las cuales han sido emitidas esas ON con las tasas promedio de un Préstamo Bancario, efectuando un análisis de la brecha entre ambas tasas en un mismo año y como en función a ello la emisión de ON aumenta o disminuye, interrelacionándose íntimamente con el contexto macroeconómico de inflación y suba del dólar, además de contextos presidenciales y cambio de perspectiva política en el país.

Finalmente se busca establecer por años un monto promedio de emisión y observar a través de gráficos el ahorro que se produce entre las ON y los Préstamos Bancarios.

## CAPÍTULO III

### 3.1 Planteamiento del Tema/Problema

El contexto macroeconómico de la Argentina se centra en las variables claves de crecimiento de PBI, desempeño de la actividad económica, e inflación, que permiten

establecer en que posición se encuentra el país. Luego de la pandemia, Argentina comenzó a recuperarse arrojando un aumento del 5,2% del PBI en el 2022 en comparación con el 2020 (*Argentina: Panorama General*, 2023).

En términos de inflación, en febrero 2023 se superó el 100% anual. En este contexto predominaron las altas tasas de inflación, junto con una caída en el crecimiento de la economía y entidades financieras que han estado junto al Estado para financiar el déficit público, lo cual llevó a reducir su participación en el mercado de capitales, y finalmente también problemas con la brecha cambiaria que continuaron avanzando (Di Stefano, 2023).

Como bien se conoce en octubre 2023 en Argentina tuvieron lugar las elecciones presidenciales. El IPC de marzo 2023 fue el más alto que se registró desde el 2002 y la inflación acumulada en el año alcanzó a 21,7%, ubicándose la interanual en 104,3%. Específicamente la inflación en marzo 2023 fue del 7,7%, la cifra informada por el INDEC (Carrió, 2023).

Para este periodo el BCRA elevó la tasa de interés de las Letras de Liquidez (LELIQ) en 3 puntos porcentuales llegando así a 78% con el fin de incentivar el ahorro en moneda local. En lo que respectó a depósitos a plazo fijo en pesos en el sector privado registró una expansión en términos reales. Finalmente, los FCI rotaron su cartera hacia lo que fue depósitos a plazo (*Informe monetario mensual. Marzo 2023*, 2023).

Frente a este contexto macroeconómico en marzo 2023 la empresa decidió llevar adelante para abril 2023 un refinanciamiento de la Obligación Negociable III que tenía emitida para lograr darle un respiro a la empresa, y poder atravesar un contexto electoral de mejor manera.

En cuanto a términos de PBI se contrajo 0,8% en el tercer trimestre del año 2023 en comparación con igual período de 2022. Lo que mostró una contracción del PBI en todo el 2023 del 2,5%. Para el cuarto trimestre ya se había proyectado una caída del 2% respecto al promedio de 2022 mejorando la perspectiva de los 0,8 p.p que hubo el tercer trimestre (Crecimiento: para el mercado el PBI caerá menos de lo esperado, 2023).

En cuanto a contexto internacional las tasas objetivo de los bancos centrales de los países desarrollados se incrementaron en más de 500 puntos básicos entre febrero de 2022 y septiembre de 2023, la tasa interés de la FED aumentó de 0,125% a 5,25%,

la del BoE de 0,25% a 5,25%, la del ECB de 0% a 4,5% mientras que la del BoC ascendió de 0,25% a 5% con el fin de controlar la inflación (*Annual economic report 2023*, 2023).

Durante el segundo trimestre de 2023, el crecimiento del PBI fue de 2,1% el más bajo de los últimos 12 meses, lo que indicaba que la FED buscaba conseguir desacelerar la economía, sin provocar una recesión.

Por una parte, la curva de rendimientos de los títulos de renta fija del gobierno americano tuvo incrementos a lo largo de los diferentes vencimientos; producido por las expectativas de aumento futuro de las tasas de interés para contrarrestar los fuertes niveles de inflación, esto se vio acompañado con un acto de resiliencia en lo que se refirió al nivel de producción y de empleo de la economía americana.

Por otro lado, los participantes en el mercado se encontraron alerta por un enfriamiento de la economía, caracterizado por la disminución del producto nacional y aumento en la tasa de desempleo, lo que podía traducirse en una recesión económica (*Annual economic report 2023*, 2023).

La Compañía no solo tiene como formas de financiamiento a los instrumentos que se desarrollan en este trabajo, sino que también en menor medida hace uso de venta de cartera al Banco que la respalda, toma de caución bursátil y cheque de pago diferido.

Ahora bien, el interés en este presente trabajo es analizar las Obligaciones Negociables como instrumento de renta fija que son emitidas por una empresa, donde lo que buscan es financiarse y establecer una promesa de pago a un determinado tipo de interés por el uso de ese dinero, con las condiciones explícitamente pactadas en el prospecto de emisión. Mientras que en un Préstamo Bancario la Compañía conforma el rol de prestataria y devuelve el capital más los intereses a la entidad que le haya otorgado el dinero que será quien establecerá los plazos de pago y la tasa.

Según Spornanzoni (2016) en una ON existe flexibilidad en la estructura de la emisión dado que se conforma de acuerdo con las necesidades del inversor, así como también la exención en IVA en cuanto a emisión, colocación y suscripción junto a la exención en ganancias para los inversores. Y como ventaja fundamental permite captar un número de inversores que no está limitado, reduciendo la dependencia de los Bancos sujeta a altas tasas de interés vigentes.

El emisor puede elegir la emisión en una moneda diferente a la local con la certeza de introducirse en el mercado de capitales con un instrumento por lo general líquido. Además, las ON pueden contar con calificaciones de riesgo, esto permite que el inversor pueda tener mayor seguridad en el instrumento el cual decide adquirir (*¿Que son las Obligaciones Negociables y por qué son una oportunidad para los inversores?*, s.f.).

Sin embargo, dada la situación que puede generarle a la Compañía asentada en la Argentina el mantener una financiación de ON en pesos a tasa badlar por el contexto macroeconómico presentado en el caso, es que se plantea la opción de llevar adelante un canje de deuda de las emisiones.

Por lo que a continuación se presentan las siguientes preguntas:

¿Cuáles son las ventajas y desventajas de las fuentes de financiamiento de Préstamos Bancarios y Obligaciones Negociables para la empresa?

¿Cuáles son los costos de financiamiento para la empresa al tomarse deuda bancaria frente a los costos generados por emitir una Obligación Negociable?

¿Cuáles son los flujos de fondos generados por el pago de intereses y amortización de capital de la Obligación Negociable originalmente emitida y para el de un Préstamo Bancario? ¿Cuál es el monto máximo que se puede solicitar para ambos instrumentos?

¿Cuáles son los nuevos flujos de fondos generados por la Obligación Negociable luego del canje de deuda en 2023? ¿Cuál fue el ahorro de fondos y qué ventajas se generan luego del canje de deuda?

¿Cuál es la evolución de las emisiones de ON y qué relación existe con las tasas de emisión y las tasas de los Préstamos Bancarios?

### **3.2 Dimensión Caso Particular**

El presente trabajo recrea los flujos de fondos de la ON serie III clase I, donde el volumen nominal ofertado fue de \$2.390.200.000 con un total de 36 ofertas recibidas, una duration de 8,96 meses y una duración de 12 meses. Con una fecha de emisión y liquidación el 24 de octubre 2022. Una amortización en 3 pagos, pagaderos el 24 de agosto 2023, 24 de septiembre 2023 y 24 octubre 2023. El margen de corte fue del 3%. Con un pago de intereses trimestral a periodo vencido en las fechas 24 de

enero 2023, 24 de abril 2023, 24 de julio 2023, y en la fecha de vencimiento del 24 de octubre 2023 (Aviso de Resultados, 2022).

El monto que se canjea equivaldrá a 650.000.000 vn.

Finalmente se busca recrear una comparación de emisiones de ON desde el año 2015 al 2023 a que tasa y plazos y comparar con los Préstamos Bancarios, buscando dar respuesta a la relación que existe entre unas y otras.

## CAPÍTULO IV

### 4.1 Hipótesis

Las Obligaciones Negociables son una mejor opción de financiación que los Préstamos Bancarios al ser más flexibles, tener un menor costo y mejores condiciones para el mercado argentino en el periodo 2023.

### 4.2 Metodología y Técnicas para Utilizar

Este estudio tiene la característica de un trabajo deductivo utilizando un enfoque cuantitativo. Este enfoque es secuencial y probatorio, parte de una idea, que deriva en objetivos y preguntas, para dar respuesta recolecta datos numéricos y busca así plantear hipótesis. Continúa determinando variables, analiza las mismas y luego realiza las mediciones de esas variables, diseñando un plan para poder dar respuesta a los objetivos planteados y probar las hipótesis (Sampieri, Collardo, Lucio 2010).

Este enfoque permite que quien investiga se aparte de lo que desea investigar para poder generar así el conocimiento, pero considerando que sus valores no deben influir en tal proceso (Sautu, 2005).

El presente trabajo tiene las características de un enfoque cuantitativo, ya que el análisis de costos, flujo de fondos y la interrelación entre tasas y plazos de las Obligaciones Negociables y Préstamos, se expresan en valores numéricos. Analiza el caso de una Compañía no Pyme y de la cual se efectúan los análisis de costos y flujo de fondos de las dos grandes fuentes de financiamiento que posee.

Además, el mismo tiene un diseño no experimental, exploratorio, explicativo, Sampieri, Collardo y Lucio (2010) señalan que, en la investigación no experimental, los hechos ya ocurrieron y lo que se hace es observar cómo interactúan las variables donde no hay intervención de quien investiga. Las variables ocurren, pero no es posible

manipularlas, no se pudo influir sobre ellas porque ya sucedieron. A su vez, el enfoque exploratorio busca llevar a cabo la investigación de un tema poco estudiado y con escasa información. Brinda ciertas dimensiones que permitan luego ser replicadas a otros casos similares (p. 79). El mismo luego deriva en un estudio explicativo dado que establece las causas de los fenómenos que se producen dependiendo del contexto macroeconómico atravesado en el país buscando agruparlas para ofrecer una comprensión global y responder al por qué del fenómeno. Tal como señalan Sampieri, Collardo y Lucio (2010), el alcance explicativo es más que describir los fenómenos y llevar a cabo relaciones entre variables, lo que se busca es responder a los eventos que se producen o bien el porqué de la relación de las variables (p. 83- 84).

Este enfoque explicativo busca que las variables puedan relacionarse entre sí, obteniendo datos relevados de la Compañía y exponiéndolos en una matriz de datos, para así poder comparar los costos y flujo de fondos de los Préstamos Bancarios y Obligaciones Negociables y el beneficio generado por el canje de deuda, permitiendo hacer uso de este caso de estudio para empresas similares en cuanto a objeto y llevando adelante una interrelación entre ambos instrumentos pudiendo observar la vinculación con los contextos macroeconómicos correspondientes al periodo analizado.

Además, en función al análisis de emisiones por año en Argentina de ON y su comparación entre plazos y tasas con los Préstamos Bancarios, se buscará poder determinar qué variables son las que determinan en la Argentina el crecimiento o la reducción de emisiones de Obligaciones Negociables y como ello va de la mano con la brecha entre tasas de Préstamos y ON.

Se lleva adelante una investigación de diseño tipo mixto, transversal en una primera parte ya que, los datos analizados corresponderán a un periodo de tiempo único que se corresponde al 2023, sobre el cual se busca interrelacionar las variables y como las mismas se comportan en ese periodo, efectuando en base a ese análisis proyecciones en los periodos posteriores para el pago de intereses y amortización de capital, así como también las proyecciones de los costos de Préstamos Bancarios para esos mismos periodos y del canje de deuda. Y longitudinal en una segunda parte, ya que los datos analizados corresponderán al periodo que abarca desde los años 2015 a 2023, ya que lo que se busca es el análisis de la evolución de las emisiones de

Obligaciones Negociables en función a la interrelación de variables macroeconómicas que impactaran en las tasas de emisión y plazos (Sampieri, Collardo y Lucio 2010).

En el presente trabajo la unidad de análisis es la empresa Fintech con información del periodo 2023 buscando efectuar un análisis de costos y flujo de fondos proyectados entre las dos fuentes de financiamiento. Y en una segunda instancia se efectúa un análisis desde los años 2015 a 2023 para poder determinar que variables macroeconómicas influyen en la emisión de Obligaciones Negociables y la relación con la brecha de tasas entre ambos instrumentos, en esta instancia, la unidad de análisis son distintas empresas del sector financiero que han emitido Obligaciones Negociables a tasa badlar y en pesos. Luego mediante gráficos se observan cuáles son los ahorros producidos por emisiones de ON con emisiones de Préstamos Bancarios.

El trabajo está delimitado en una primera parte, en el periodo 2023 con proyecciones a las fechas de pago de intereses y amortización de capital correspondientes y como se comentó anteriormente se exponen los resultados en una matriz de datos, donde las relaciones que se configuran se ordenan en filas y columnas. El segundo análisis está delimitado entre los años 2015 a 2023. El periodo de tiempo se mide en meses en el primer análisis y en el segundo se mide en años.

La unidad de información tomada como referencia es la misma empresa Fintech, unidad de análisis. Y en segunda instancia se toma como referencia aquellas empresas del sector financiero que han emitido ON a una tasa badlar y en pesos, es decir en las mismas condiciones que lo hace la empresa bajo análisis en este trabajo.

Las variables a estudiar de las unidades de análisis son los costos calculados, los flujos de fondos generados por los Préstamos Bancarios y ON, y las tasas y plazos de ambos instrumentos, las mismas son del tipo cuantitativo cociente continuas, asumen un resultado que está entre uno y otro valor y además son del tipo complejas ya que para construirlas se necesitara previamente analizar otras variables como: el contexto macroeconómico, la composición y posición de la Compañía, los montos objetivo a obtener, es decir, la relación de una variable con otras (Sampieri, Collardo, Lucio 2010).

El tipo de selección del caso es intencional ya que se determina que el factor que se busca analizar es la utilización e implementación de Obligaciones Negociables y Préstamos Bancarios en la Fintech (Sampieri, Collardo, Lucio 2010)

Se recopila la información de la base de datos de la Compañía. Es importante mencionar que los datos utilizados son los Estados Contables, Suplemento de prospecto, Avisos de pago y Aviso de Resultados, e informes de la Comisión Nacional de Valores, obtenidos de las webs de la CNV y de BYMA. Luego se utilizan ciertas variables del Banco Nación, del Banco Central de la República Argentina y datos de webs macroeconómicas para poder efectuar estimaciones de tasas de ON y Préstamos Bancarios y análisis macroeconómicos que buscan dar respuesta a la relación de estas dos fuentes de financiamiento.

La información provista es categorizada como dato secundario ya que los mismos fueron previamente relevados a este análisis por otro investigador y externos ya que la fuente es documentación confeccionada por el directorio y las áreas internas de la empresa para luego ser publicadas.

#### **4.3 Determinación Tasa Badlar y Cálculo de Intereses**

Como se ha mencionado anteriormente la tasa que se utiliza en el presente trabajo es la tasa badlar.

Para el caso correspondiente se muestra como ejemplo el primer cálculo de dicha tasa, ya que en un segundo apartado se muestra cómo queda formado el flujo de fondos de la ON con el cálculo de amortización y el resto de intereses; dado que la fecha de periodo de devengamiento de intereses comenzó el 24/10/2022 y finalizó el 24/01/2023, la fechas a considerar para el cálculo del promedio aritmético considerando siete días hábiles anteriores al comienzo de devengamiento será el 13/10/2022 y la fecha de cierre siete días hábiles anteriores al pago correspondiente será el 13/01/2023 como se mencionó anteriormente considerando el primero y excluyendo el último. La tasa badlar que resulta de llevar adelante dicho cálculo, fue del 69,1984% tasa que coincide con el Aviso de Resultados enunciado en CNV + 3% de margen de corte (*Aviso de Resultados*, 2022), logrando así una tasa del 72,1984%. El monto entonces correspondiente por pagar en el primer servicio de intereses fue de \$434.967.469,66 tal como se visualiza en el siguiente modelo (*Aviso de Pago*, 2023). Los días transcurridos entre el periodo de emisión y del primer pago de intereses fue de 92 días.

**ON Clase III Serie 1 a Tasa Variable con vencimiento a los 12 meses desde la Fecha de Emisión y Liquidación, por un valor nominal de \$2.390.200.000.**

Se comunica a los tenedores de Obligaciones negociables Clase III Serie 1 a Tasa Variable con vencimiento a los 12 meses desde la Fecha de Emisión y Liquidación por un valor nominal de \$2.390.200.000 (pesos dos mil trescientos noventa millones doscientos mil) de Credicuatras Consumo S.A. (las "**ON Clase III Serie 1**") que, de acuerdo con los términos y condiciones de su emisión, con fecha 24 de enero de 2023 se procederá a abonar el 1º servicio de intereses correspondiente al período comprendido entre el 24 de octubre de 2022 (inclusive) y el 24 de enero de 2023 (exclusive).

- a) **Moneda:** Pesos
- b) **Horario de Pago:** de 10 a 15 horas.
- c) **Fecha de Pago:** 24 de enero de 2023.
- d) **Concepto que se abona:** Intereses.
- e) **Cantidad de días del período:** 92 días
- f) **Tasa de Interés aplicable:** La tasa correspondiente al período a ser abonado es de 72,1984% (69,1984% + 3,0000%).
- g) **Monto total de intereses que se abona:** \$434.967.469,66.
- h) **Porcentaje de intereses del período sobre valor nominal inicial:** 18,1980%

A continuación se muestra el resumen de las fechas a considerar para el devengamiento de intereses de cada cuota, junto a la tasa badlar correspondiente y los días transcurridos entre periodos de devengamiento.

<b>FECHA COMIENZO INTERESES</b>	24/10/2022	24/1/2023	24/4/2023	24/7/2023
<b>FECHA VTO INTERESES</b>	24/1/2023	24/4/2023	24/7/2023	24/10/2023
<b>FECHA INICIO</b>	13/10/2022	13/1/2023	13/4/2023	13/7/2023
<b>FECHA FINAL</b>	13/1/2023	13/4/2023	13/7/2023	13/10/2023
<b>TASA BADLAR PROMEDIO</b>	69,1984%	70,4555%	88,2385%	106,2173%
<b>DIAS TRANSCURRIDOS</b>	92	90	91	92

En el siguiente cuadro se puede observar a modo de ejemplo, las tasas badlar para el primero periodo de devengamiento de intereses, en función a ellas es que se calcula el promedio de tasa que termina siendo de 69,18% para el primer periodo a modo de ejemplo.

Se observa que se considera desde el 13/10/2022 siete días hábiles antes del comienzo del devengamiento (24/10/2022) hasta el 12/01/2023 excluyendo el 13/1/2023 como se indicó anteriormente que es la fecha de pago de intereses.

FECHA	TASA BADLAR
13/10/2022	69,3750%
14/10/2022	68,7500%
17/10/2022	69,4375%
18/10/2022	68,2500%
19/10/2022	68,6875%
20/10/2022	68,6250%
21/10/2022	69,1250%
24/10/2022	69,1250%
25/10/2022	68,2500%
26/10/2022	69,2500%
27/10/2022	68,9375%
28/10/2022	68,8125%
31/10/2022	69,5000%
1/11/2022	69,1250%
2/11/2022	69,8125%
3/11/2022	68,7500%
4/11/2022	69,6250%
7/11/2022	69,4375%
8/11/2022	69,0625%
9/11/2022	68,4375%
10/11/2022	70,1250%
11/11/2022	70,0000%
14/11/2022	69,6875%

FECHA	TASA BADLAR
15/11/2022	68,6250%
16/11/2022	69,2500%
17/11/2022	68,6875%
18/11/2022	68,5625%
22/11/2022	69,6250%
23/11/2022	69,2500%
24/11/2022	68,3750%
25/11/2022	69,1875%
28/11/2022	69,3125%
29/11/2022	68,3125%
30/11/2022	69,5000%
1/12/2022	69,0625%
2/12/2022	69,0000%
5/12/2022	69,9375%
6/12/2022	69,1250%
7/12/2022	69,3750%
12/12/2022	70,2500%
13/12/2022	69,5625%
14/12/2022	69,5000%
15/12/2022	68,9375%
16/12/2022	69,5625%
19/12/2022	69,3750%
20/12/2022	69,0625%

FECHA	TASA BADLAR
21/12/2022	68,8750%
22/12/2022	69,6875%
23/12/2022	69,2500%
26/12/2022	69,5000%
27/12/2022	68,5000%
28/12/2022	69,2500%
29/12/2022	68,8125%
30/12/2022	69,3750%
2/1/2023	69,3750%
3/1/2023	68,5000%
4/1/2023	69,8125%
5/1/2023	69,3750%
6/1/2023	69,3125%
9/1/2023	69,3125%
10/1/2023	68,8125%
11/1/2023	70,1875%
12/1/2023	69,9375%

Por lo que, el primer pago de intereses arrojó un total a pagar de pesos \$434.967.469,66. A continuación, se muestra un cuadro resumen de monto de emisión, fecha de colocación, fecha de emisión, fecha de vencimiento, fecha de pago de intereses, y las tasas badlar promedio que se irán calculando para cada periodo de pago.

Serie	III CLASE I
Monto Emisión	\$ 2.390.200.000,00
Margen de corte	3,00%
Fecha de Colocación	20/10/2022
Fecha de Emisión	24/10/2022
Fecha de Vencimiento	24/10/2023
Fecha Intereses	24/1/2023
	24/4/2023
	24/7/2023
	24/10/2023
TIR	126,56%

BADLAR PROMEDIO	BADLAR + MARGEN
69,1984%	72,1984%
70,4555%	73,4555%
88,2385%	91,2385%
1,062173077	109,2173%

	24/10/2022	24/11/2022	24/12/2022	24/1/2023	24/4/2023	24/7/2023	24/8/2023	24/9/2023	24/10/2023
Capital	\$ 2.390.200.000,00						\$ -788.766.000,00	\$ -788.766.000,00	\$ -812.668.000,00
Gastos	\$ -32.745.740,00								
Interés				\$ -434.967.469,66	\$ -432.920.554,77	\$ -543.701.970,02			\$ -657.992.088,05
Capital + Interés	\$ 2.390.200.000,00			\$ -434.967.469,66	\$ -432.920.554,77	\$ -543.701.970,02	\$ -788.766.000,00	\$ -788.766.000,00	\$ -1.470.660.088,05
Total	\$ 2.357.454.260,00			\$ -434.967.469,66	\$ -432.920.554,77	\$ -543.701.970,02	\$ -788.766.000,00	\$ -788.766.000,00	\$ -1.470.660.088,05

La determinación del cálculo de interés surge del Suplemento de Prospecto de la Compañía (*Suplemento de Prospecto*, 2022).

$$Interés_{12} = \sum_{t=10,11,12} \frac{(C - AA_t) * i_{12} * (F_t - F_{t-1})}{365}$$

Donde,

C = Capital inicial

AA<sub>t</sub> = Amortización Acumulada al mes t

i<sub>12</sub> = tasa de interés nominal anual aplicable al periodo 12

F<sub>t</sub> = fecha de amortización o pago de intereses (el día de vencimiento de cada mes correspondiente).

#### 4.4 Determinación Margen de Corte

Las ON son colocadas en oferta pública en Argentina conforme a la normativa aplicable. Hay una parte organizadora y otra colocadora, esta última parte se obliga

ante la empresa emisora de la ON a realizar los mayores esfuerzos para colocar la misma en el mercado (*Suplemento de Prospecto*, 2022).

Aquellos inversores calificados quienes suscriban las ON deben presentar las órdenes de compra ante un sistema de MAE llamado SIOPEL.

Durante el periodo de subasta, los agentes colocadores les entregan a los posibles inversores los formularios de órdenes de compra y a cambio éstos, reciben ofertas de suscripción indicando un margen (*Suplemento de Prospecto*, 2022).

Una vez finalizado el periodo de subasta y de acuerdo con los datos del libro de órdenes de compra, se publica el Aviso de Resultados, en el sitio de MAE, SIOPEL, indicando los agentes colocadores la cantidad que se adjudica de ON y el importe a integrar. La fecha de emisión y liquidación es dentro del 3er día hábil posterior a que finalice el periodo de subasta informado en el Aviso de Resultados (*Suplemento de Prospecto*, 2022).

Al momento en que los inversores calificados presentan una o más órdenes de compra con distintos márgenes, aquellas órdenes con margen diferencial solicitado menor al margen diferencial de corte serán adjudicadas a un prorrateo entre órdenes de compra correspondientes al tramo competitivo. Aquellas con margen diferencial solicitado igual al de corte se adjudicarán al de corte en su totalidad, y si hay sobresuscripción ira a prorrata sobre la base del monto que se ha solicitado, sin excluir órdenes (*Suplemento de Prospecto*, 2022).

Aquellas con margen diferencial solicitado superior al de corte, no serán adjudicadas. Una vez que termina el periodo de subasta, se ordenan las órdenes de compra en forma ascendente en función a la base del margen ofrecido (*Suplemento de Prospecto*, 2022).

Según el *Suplemento de Prospecto* (2022), la emisora junto a los agentes colocadores determina cual es el margen diferencial en función al margen ofrecido y los montos propuestos en las órdenes. Este margen es de suma importancia ya que es el que utiliza la empresa emisora para determinar cuál es el monto efectivo para emitir. Una vez que se acepte el margen diferencial de corte, el mismo es único para todas las órdenes y se utilizará junto a la tasa de referencia badlar para determinar la tasa de interés aplicable para la ON serie III clase I.

En el proceso de adjudicación las ON le serán adjudicadas a todos aquellos oferentes cuyas órdenes de compra contengan un margen diferencial por debajo o igual al de corte. Si varios inversores calificados presentan órdenes de compra de igual margen y con un monto que supera el que la emisora desea emitir, se calcula prorrateando la cantidad de ON entre los oferentes de acuerdo con el valor nominal que ha sido solicitado (*Suplemento de Prospecto*, 2022).

#### 4.5 Determinación Gastos ON

Como se expuso anteriormente de acuerdo con el Suplemento de Prospecto los gastos de la emisión se estimaron en \$26.666.100 lo que representa el 0,9% del monto máximo de la emisión que era de \$3.000.000.000.

	% sobre monto de la emisión
Honorarios Profesionales (Asesores legales y Auditores)	0,02%
Honorarios Calificadora de Riesgo	0,06%
Comisión Agentes Colocadores – Cartera propia	0,75%
Comisión Agentes Colocadores – Mercado (*)	0,50%
Aranceles	0,04%

En función a los porcentajes que nos provee la empresa emisora y considerando que ya se tiene el monto efectivamente integrado, se lleva adelante los cálculos correspondientes para poder visualizar cuanto fue efectivamente el porcentaje de gastos por sobre el total emitido.

Considerando que los aranceles corresponden al 0,04% se está hablando de un total de \$956.080 por sobre el total emitido de la ON.

En cuanto a honorarios de asesoría legal y auditoria, considerando que la empresa estimo un 0,02% se está calculando un total de \$478.040 por sobre el total emitido de la ON.

Los honorarios de la calificadora de riesgo ascendieron al 0,06% lo que es igual a \$1.434.120 sobre el monto total emitido.

En cuanto a las comisiones por agente colocador cartera propia, con el 0,75% el monto al cual asciende es de \$17.926.500 sobre el monto total emitido.

Comisiones por agente colocador mercado, con el 0,50% el monto correspondiente es \$11.951.000

Lo que aproxima a un gasto de \$32.745.740 en total, lo que representa un 1,37% sobre el monto total de la emisión de \$2.390.200.000

#### 4.6 Determinación Tasa Préstamo Bancario

Para llevar adelante la simulación del Préstamo Bancario y luego efectuar la comparación con el costo total de la ON, primero se debe determinar la tasa que se utiliza para devengar los intereses y poder conformar el flujo de fondos.

Si bien la empresa solicita distintos Préstamos Bancarios a distintas tasas dependiendo la relación que se tenga con el Banco, dicha información corresponde a la empresa y es privada, por lo que para simular el Préstamo en el presente trabajo se utilizara la tasa activa del Banco Nación.

Se simula un pago de intereses de manera mensual con un pago de capital al finalizar el Préstamo, como es común en la empresa.

En primera instancia, para lograr el mismo monto de solicitud de Préstamos en cuanto a capital que la ON, se simulan distintos Préstamos, considerando un monto de capital solicitado que se tomara de los EE.CC de la empresa. Dado que los mismos detallan el monto en deuda que se tiene con algunas de las entidades bancarias con relación más los intereses devengados correspondientes, los mismos son de utilidad para poder tomar a modo de ejemplo el capital solicitado en cada uno de los Préstamos (*Empresas, s.f.*).

En la nota a los estados financieros, en la sección de deudas bancarias, se puede observar, en cualquiera de los EE.CC de la empresa cuáles son algunos de los montos de deuda que se tienen con algunas entidades bancarias en cuanto a sobregiros. Para este trabajo se toma como modelo los EE.CC anuales de marzo 2023 (*Empresas, s.f.*). A continuación, se muestra cuál es el detalle que otorga la empresa.

#### NOTAS A LOS ESTADOS FINANCIEROS AL 31 DE MARZO DE 2023

(Cifras expresadas en pesos)

	<u>31/03/2023</u>	<u>31/03/2022</u>
<b>h.1) Deudas financieras</b>		
<b>Sobregiros bancarios y acreedores comitentes</b>		
Banco Industrial	105.650.663	2.608.960.287
Banco Santander	296.354.034	163.860.048
Banco Bica	317.112.234	204.213.323
Banco Supervielle	249.065.780	306.140.118
Otros	1.367.748.621	1.559.691.597
<b>Total</b>	<u><b>2.335.931.332</b></u>	<u><b>4.842.865.373</b></u>

En base a dicha información se puede tomar a modo de ejemplo determinados montos de capital para simular la solicitud del Préstamo.

Dado que el capital de la ON fue de \$2.390.200.000 se simularán ocho Préstamos por mes de \$299.000.000 para igualar aproximadamente el capital de la ON, que paga intereses de manera mensual con la devolución de capital correspondiente, pudiendo la empresa refinanciar la devolución de capital a través de un nuevo Préstamo de manera mensual nuevamente.

Considerando que cada uno de ellos inician el 24/10/2022 al igual que la ON y el vencimiento, dado que la devolución de capital y pago de intereses se hace de manera mensual, finaliza el 24/11/2022 en una primera simulación, considerando que el pago de intereses se hace cada mes. Para llevar adelante el flujo de este se debe considerar la tasa activa del banco nación obtenida de la web de Ámbito Financiero para dicho periodo, la cantidad de días transcurridos, el capital solicitado y el IVA que se le agrega al mismo del 10,5%.

La tasa que existía al periodo 24/10/2022 era de 92%. Por lo que en un principio el flujo de fondos de un primer mes considerando solo un Préstamo en ese mes, quedaría de la siguiente manera:

24/10/2022	24/11/2022	\$ 299.000.000,00	25.816.069,59	Descubierto	92%
------------	------------	-------------------	---------------	-------------	-----

Además de considerar la tasa y los impuestos como el IVA, si bien existen otros costos que conformaron el CFT, no se consideran significativos a los efectos de llevar adelante el análisis de la comparación.

## **4.7 Desarrollo Flujo de la ON**

### **4.7.1 Análisis Amortización y Periodo de Pago de Intereses**

En cuanto a la amortización de la ON serie III la misma tiene un periodo de pago que se encuentra en los meses 10, 11 y 12 de la misma. Tanto los meses 10 como 11 constan de la amortización del 33% cada uno sobre el capital, lo que corresponde a \$788.766.000 y una última cuota en el mes 12 que equivale al 34% lo que corresponde a \$812.668.000.

La cuota 10 corresponde al periodo de vencimiento del 24/08/2023, 24/09/2023 y 24/10/2023.

En cuanto a los intereses los mismos tienen un periodo de pago trimestral que corresponde a las fechas del 24/01/2023, 24/04/2023, 24/07/2023 y 24/10/2023.

Las tasas badlar que corresponden a cada periodo son 69,19%, 70,45%, 88,23%, 106, 21% correspondientemente.

Las fechas que transcurren entre periodo de intereses corresponden a 92, 90, 91 y 92 días correspondientemente.

A continuación, se observa el flujo de intereses y amortización. En el primer periodo del 24/10/2022 cuando la ON comienza, se tiene además del capital el pago de gastos que fue calculado con anterioridad.

Serie	III CLASE I		
Monto Emisión	\$ 2.390.200.000,00		
Margen de corte	3,00%		
Fecha de Colocación	20/10/2022		
Fecha de Emisión	24/10/2022		
Fecha de Vencimiento	24/10/2023		
Fecha Intereses	24/1/2023	<b>BADLAR PROMEDIO</b>	<b>BADLAR + MARGEN</b>
	24/4/2023	69,1984%	72,1984%
	24/7/2023	70,4555%	73,4555%
	24/10/2023	88,2385%	91,2385%
		1,062173077	109,2173%
TIR	126,56%		

	24/10/2022	24/11/2022	24/12/2022	24/1/2023	24/4/2023	24/7/2023	24/8/2023	24/9/2023	24/10/2023
Capital	\$ 2.390.200.000,00						\$ -788.766.000,00	\$ -788.766.000,00	\$ -812.668.000,00
Gastos	\$ -32.745.740,00								
Interés				\$ -434.967.469,66	\$ -432.920.554,77	\$ -543.701.970,02			\$ -657.992.088,05
Capital + Interés	\$ 2.390.200.000,00			\$ -434.967.469,66	\$ -432.920.554,77	\$ -543.701.970,02	\$ -788.766.000,00	\$ -788.766.000,00	\$ -1.470.660.088,05
Total	\$ 2.357.454.260,00			\$ -434.967.469,66	\$ -432.920.554,77	\$ -543.701.970,02	\$ -788.766.000,00	\$ -788.766.000,00	\$ -1.470.660.088,05

Mediante el cálculo de TIR NO PER, obtenemos un CFT de 126, 55% para la ON.

Y la devolución que se debe hacer de capital más intereses equivale a \$4.459.782.082,50

## 4.8 Desarrollo Flujo Préstamo Bancario

### 4.8.1 Análisis Amortización y Periodo de Pago de Intereses

FECHA DE INICIO	FECHA DE VTO	CAPITAL	INTERESES	BANCO	DESCUBIERTO	TNA
24/10/2022	24/10/2022		\$ 2.390.200.000,00			
24/10/2022	24/11/2022	\$ 299.000.000,00	-\$ 206.528.556,71	xxx	Descubierto	92,00%
25/11/2022	25/12/2022	\$ 299.000.000,00	-\$ 206.383.726,03	xxx	Descubierto	95,00%
26/12/2022	24/1/2023	\$ 299.000.000,00	-\$ 199.504.268,49	xxx	Descubierto	95,00%
25/1/2023	24/2/2023	\$ 299.000.000,00	-\$ 206.383.726,03	xxx	Descubierto	95,00%
25/2/2023	26/3/2023	\$ 299.000.000,00	-\$ 199.504.268,49	xxx	Descubierto	95,00%
27/3/2023	24/4/2023	\$ 299.000.000,00	-\$ 198.707.699,73	xxx	Descubierto	98,00%
25/4/2023	24/5/2023	\$ 299.000.000,00	-\$ 214.204.583,01	xxx	Descubierto	102,00%
25/5/2023	28/6/2023	\$ 299.000.000,00	-\$ 290.530.353,97	xxx	Descubierto	118,00%
29/6/2023	24/7/2023	\$ 299.000.000,00	-\$ 213.625.260,27	xxx	Descubierto	118,00%
25/7/2023	24/8/2023	\$ 299.000.000,00	-\$ 256.350.312,33	xxx	Descubierto	118,00%
25/8/2023	24/9/2023	\$ 299.000.000,00	-\$ 301.971.978,08	xxx	Descubierto	139,00%
25/9/2023	24/10/2023	\$ 299.000.000,00	-\$ 2.682.106.245,48	xxx	Descubierto	139,00%

CFT

191,6774%

El capital se rollea y solamente se devuelve al finalizar el plazo el 24/10/2023

El Préstamo Bancario arroja un CFT de 191,67% .

Considerando que la empresa mantiene ocho prestamos de \$299.000.000 cada uno para igualar aproximadamente los \$2.390.200.000 que ingresan por la ON, la devolución de capital más intereses de los ocho prestamos, equivale a \$5.175.800.978,63.

#### 4.9 Canje de Deuda

En el apartado siguiente se busca un canje de deuda de la ON original que se mostró como flujo en los apartados anteriores.

El valor de la ON es de 2.390.200.000 vn y se plantea como supuesto una refinanciación de 650.000.000 vn, lo que nos lleva a un valor de 1.740.200.000 luego del canje. La deuda que se refinancia da origen a una nueva ON con nuevos plazos y condiciones.

Como se había mostrado anteriormente el flujo de fondos de la ON original era el siguiente:

Serie	III CLASE I		
Monto Emisión	\$ 2.390.200.000,00		
Margen de corte	3,00%		
Fecha de Colocación	20/10/2022		
Fecha de Emisión	24/10/2022		
Fecha de Vencimiento	24/10/2023		
Fecha Intereses	24/1/2023	<b>BADLAR PROMEDIO</b>	<b>BADLAR + MARGEN</b>
	24/4/2023	<b>69,1984%</b>	<b>72,1984%</b>
	24/7/2023	<b>70,4555%</b>	<b>73,4555%</b>
	24/10/2023	<b>88,2385%</b>	<b>91,2385%</b>
TIR	126,56%	<b>1,062173077</b>	<b>109,2173%</b>

	24/10/2022	24/11/2022	24/12/2022	24/1/2023	24/4/2023	24/7/2023	24/8/2023	24/9/2023	24/10/2023
Capital	\$ 2.390.200.000,00						\$ -788.766.000,00	\$ -788.766.000,00	\$ -812.668.000,00
Gastos	\$ -32.745.740,00								
Interés				\$ -434.967.469,66	\$ -432.920.554,77	\$ -543.701.970,02			\$ -657.992.088,05
Capital + Interés	\$ 2.390.200.000,00			\$ -434.967.469,66	\$ -432.920.554,77	\$ -543.701.970,02	\$ -788.766.000,00	\$ -788.766.000,00	\$ -1.470.660.088,05
Total	\$ 2.357.454.260,00			\$ -434.967.469,66	\$ -432.920.554,77	\$ -543.701.970,02	\$ -788.766.000,00	\$ -788.766.000,00	\$ -1.470.660.088,05

Luego del canje propuesto, el flujo de la ON queda de la siguiente manera, considerando que dicho canje se efectuó en el periodo de abril 2023:

POST CANJE	abr-23	jul-23	ago-23	sep-23	oct-23
ON III	\$ 315.190.506,82	\$ 395.845.606,32	\$ 574.266.000,00	\$ 574.266.000,00	\$ 1.070.723.205,00
Capital			\$ 574.266.000,00	\$ 574.266.000,00	\$ 591.668.000,00
Interés	\$ 315.190.506,82	\$ 395.845.606,32			\$ 479.055.205,00

A continuación, se observan las diferencias entre el capital de la ON original y el del canje y lo mismo para con los intereses. Luego se muestra el ahorro de fondos que se generó tanto por el capital como por los intereses de manera acumulada.

DIFERENCIAS	\$ 117.730.047,95	\$ 147.856.363,68	\$ 214.500.000,00	\$ 214.500.000,00	\$ 399.936.883,05
Capital			\$ 214.500.000,00	\$ 214.500.000,00	\$ 221.000.000,00
Interés	\$ 117.730.047,95	\$ 147.856.363,68			\$ 178.936.883,05

AHORRO DE FONDOS	\$ 117.730.047,95	\$ 265.586.411,63	\$ 480.086.411,63	\$ 694.586.411,63	\$ 1.094.523.294,68
Capital			\$ 214.500.000,00	\$ 429.000.000,00	\$ 650.000.000,00
Interés	\$ 117.730.047,95	\$ 265.586.411,63			\$ 444.523.294,68

#### 4.10 Matriz de Análisis

	PRESTAMO	ON
CFT	<b>191,6774%</b>	<b>126,5559%</b>

	PRESTAMO	ON
OTRAS VENTAJAS	<ul style="list-style-type: none"> <li>*No requiere montar una estructura para mantener los costos que requieren brindar información como si sucede en la ON.</li> <li>*No requiere hacer pública la información de la empresa.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*Flexibilidad en la modalidad de inversión permitiendo ajustarse a las necesidades del emisor e inversor.</li> <li>* Las tasas de interés son más beneficiosas. * En el caso que el emisor lo desee pueden convertirse luego en acciones .</li> <li>* Exención en IVA para los procesos de emisión, suscripción y colocación de la ON. Exención en Impuesto a los Sellos, y en Ganancias para los resultados provenientes de la compra, venta, permuta, conversión, así como intereses y actualizaciones.</li> <li>* Capacidad de captar un mayor número de inversores y crear relaciones con ellos.</li> <li>* Otorga transparencia dado que la introducción en el mercado de capitales exige hacer pública la información.</li> <li>* Tiene la posibilidad de hacer un refinanciamiento de la deuda.</li> <li>* Permite obtener mayor volumen de financiamiento dado que puede captar un gran número de inversores .</li> <li>* En principio, los prestamistas estarán más dispuestos a financiar a una empresa a una tasa más baja y a un mayor plazo.</li> </ul>

	PRESTAMO	ON
DESVENTAJAS	<ul style="list-style-type: none"> <li>*Las tasas son establecidas por la entidad bancaria y la relación solo es entre la Compañía y el banco, hay poca capacidad de negociación.</li> <li>*Las tasas suelen ser menos convenientes que con una ON.</li> <li>*No tiene los beneficios impositivos de una ON.</li> <li>*No permite refinanciamiento de la deuda como lo es en el caso de una ON. Las tasas de los préstamos bancarios suelen ser más altas que las de la ON, pese a que en el préstamo se fija la tasa por un período establecido y en la ON la tasa es variable. De todas maneras, compensa los costos de la ON y no se justifica elegir un préstamo sobre una ON. También se puede observar en los costos que se asocian a cada instrumento, dado que, los costos indirectos son mayores en el préstamo bancario que en la ON ya que en este último el costo tiene más independencia.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>*Si el país en el cual se emitió sufre alguna situación de estrés puede generar apalancamiento financiero.</li> <li>*La compañía debe presentar abundante información que se divulgará en el mercado.</li> <li>*Se requiere una estructura por parte de la empresa para proveer la información que requieren los organismos de control.</li> </ul>

#### 4.11 Análisis

En función a los resultados obtenidos, se puede observar que la mejor opción de financiamiento entre un Préstamo Bancario y una ON, es la Obligación Negociable dado que su Costo Financiero Total es menos costoso arrojando un CFT de 126,55% en comparación con el CFT de los Préstamos simulados que fue de 191,67%.

Sin embargo, la elección que hace una Compañía para elegir su financiamiento no solo se basa en los costos, dado que existen otras variables y factores que hacen que la empresa lleve a elegir un instrumento por sobre otro.

Como primera cuestión a comentar, es que una empresa debe optar por ambas fuentes de financiamiento e incluso incorporar otras, como es en el caso de la empresa presentada en este trabajo. La misma hace uso de ambos instrumentos, pero también de otros, lo que le permite tener diversificación.

Si bien como fue mostrado en la matriz de análisis, una Obligación Negociable cuenta con las ventajas de poder diseñarla en función a las necesidades del emisor, pero también pudiendo llevar adelante un diálogo con los inversores buscando condiciones que sean beneficiosas para ambas partes. Si bien la tasa que se utiliza en este caso es una tasa variable, en función a costos la misma resulta menos costoso que el de un Préstamo. Tiene grandes beneficios impositivos, lo que la hace atractiva ante los inversores, tanto para los impuestos de IVA, como de Sellos y Ganancias. El hecho de llevar adelante la emisión de una Obligación Negociable permite introducir a la empresa en el mercado de capitales y esto otorga transparencia y visibilidad ante otros actores de este, creando vínculos con ellos que, de otra manera, no recurriendo al mercado, no se podían dar. Además, dado que permite captar un número de inversores esto permite lograr mejores ingresos de capital que mediante un Préstamo Bancario, ya se observó en el presente trabajo que para lograr obtener mediante un Préstamo el mismo capital que lo que se logra con una ON, se necesitan aproximadamente ocho Préstamos, dado que aproximadamente \$300.000.000 es el máximo que se le otorga a la empresa en términos de capital, por lo que la Compañía no se ata al máximo capital de Préstamo que otorga el banco en la línea asignada. Y como última ventaja, se puede nombrar el refinanciamiento de esta; como se observó en este trabajo la Obligación Negociable tiene la posibilidad de llevar adelante un refinanciamiento de esta a través del diálogo con los inversores, logrando así un ahorro de fondos a desembolsar que

serán nuevamente acordados a un nuevo plazo de vencimiento dando así origen a una nueva Serie de esa emisión de ON.

Ahora bien, este instrumento posee grandes ventajas, así como también desventajas que podrían ser costosas para la empresa, es decir, si se tiene este instrumento como herramienta de financiamiento, dependiendo de cuestiones macroeconómicas que se atravesase en el país emisor de esta, podría generar una situación estrés en el apalancamiento financiero por eso se mencionó la posibilidad de llevar adelante un diálogo con los inversores logrando refinanciar parte de la deuda obtenida. Ahora bien, para llevar adelante la emisión de la ON, la Compañía debe tener una estructura mediana o grande, debido a que la misma trae aparejados costos no solo al momento de la emisión, sino costos que se dan a lo largo del proceso de la misma, es decir, al llevar adelante la información de manera pública y periódicamente dando respuesta ante los organismos de contralor como la CNV, o bien requisitos propios del mercado, esto hace que la empresa necesite tener cierta estructura que justifique los costos que se deberán ir desembolsando.

En cuanto al Préstamo Bancario en comparación con la ON, este tiene ventajas que tienen que ver con la falencia de una ON, por ejemplo, no requiere montar ningún tipo de estructura para llevarla adelante, solamente cumplir con pocos requerimientos que solicitará el banco para otorgar la línea de crédito y llevar adelante un análisis de la empresa. Además, toda esa información que solicita el banco para el análisis de la Compañía no es divulgada, es información que solo utiliza la entidad bancaria para analizar a la empresa y conocer qué potenciales riesgos de incobrabilidad podría llegar a sufrir.

Como desventajas se podrá nombrar, que no existe una capacidad de negociación, dado que en este tipo de instrumentos no se habla de una relación entre Compañía e inversor, simplemente es la entidad que requiere los fondos y el Banco que lleva adelante un profundo análisis de esta otorgando como resultado una línea de Préstamo. Se puede observar, además, que no existe una normativa que avale beneficios impositivos en el otorgamiento de un Préstamo, así como también que el cálculo del costo financiero total fue más alto que el de una ON, esto también se puede observar desde la relación de que los costos indirectos en un Préstamo suelen ser mayores. Finalmente se puede mencionar que, el Préstamo Bancario no permite un

diálogo para lograr un refinanciamiento de la deuda, como si lo permite la Obligación Negociable mediante la relación de canje y origen de una nueva deuda con nuevos plazos de vencimiento.

## CAPÍTULO V

### **5.1 Análisis ON y Préstamos Bancarios – Contexto Macroeconómico Observado**

Luego de poder observar las ventajas de ambos instrumentos, así como también sus desventajas, se procede a llevar adelante una comparación entre TNA históricas tanto de Obligaciones Negociables como de Préstamos Bancarios, adicionando al análisis una comparación entre plazos y estableciendo una relación entre ambos en función a la cantidad de ON emitidas por año. También para que el lector pueda efectuar un análisis más amplio, se efectuaron dos columnas de cotización de dólar contado con liquidación tomado como referencia (Dólar contado con liquidación histórico, s.f.) y datos inflacionarios de cada año, (*Calculadora de inflación acumulada en Argentina, s.f.*).

Se pueden observar las ON emitidas por mes en cada año, su sector, el plazo y la tasa a la que fue emitida inicialmente. Esta información es de utilidad para poder establecer premisas y relaciones entre la emisión de ON y solicitudes de Préstamos Bancarios (*Informe de mercado de capitales, s.f.*).

Para llevar adelante el análisis con los Préstamos Bancarios, se utilizan las tasas nominales anuales activas del Banco Nación para descubiertos en cuenta corriente previamente solicitados (Tasas activas del Banco Nación, s.f.).

En función a la información recabada se pudieron observar recuento de datos desde el año 2015. Para llevar adelante el análisis se hace foco en compañías que presten servicios financieros para poder brindar conclusiones de empresas similares a la tratada en el presente trabajo, considerando aquellas que se haya emitido con tasa badlar y en pesos, igual a la compañía en cuestión.

Para el año 2015, la cantidad de Obligaciones Negociables emitidas similares a la Compañía tratada en el respectivo trabajo fueron 35 (treinta y cinco) con un promedio de TNA inicial de 26,64% y un plazo promedio de 23,64 meses, mientras que el Préstamo Bancario para el mismo año arrojó una TNA promedio de 41%,

observando así una diferencia de 14,35% en la tasa del Préstamo por sobre las Obligaciones Negociable.

En cuanto al año 2016 se pudo observar una emisión de 96 ON, a una TNA inicial del 29,22% y un plazo promedio de 24,93 meses, mientras que el Préstamo Bancario para ese mismo año otorgó como resultado una TNA promedio de 45,64%, dejando como resultado una diferencia de 16,41% en la tasa del Préstamo por sobre la ON.

Para el año 2017, la emisión de ON alcanzó un total de 79, con una TNA promedio del 25,48% con un plazo promedio de 24,29 meses, a diferencia del Préstamo, que arrojó una TNA promedio de 37,5%, dejando como diferencia del Préstamo sobre la ON, un 12,01%.

En lo que fue el año 2018, se emitieron 25 ON, a una TNA promedio del 33,23% con un plazo promedio de 25,85 meses, mientras que la TNA promedio del Préstamo fue de 78,03% observando así una amplia diferencia del Préstamo en cuanto a tasa del 44,8% por sobre la ON.

Siguiendo con el análisis, en 2019 se emitieron 19 ON, a una TNA promedio del 49,73% en un plazo promedio de 13,77 meses. El Préstamo arrojó una TNA promedio de 90,26%, obteniendo así una diferencia de 40,56% de este último instrumento por sobre la ON.

Para el año 2020, se emitieron 18 ON, a una TNA promedio del 36,35% en plazo promedio de 14,37 meses. Mientras que el Préstamo Bancario arrojó una TNA promedio del 60,47%. Una diferencia de 24,11% sobre la ON.

En el 2021, la emisión de ON alcanzo a 29, su TNA promedio fue de 39,96% con plazo promedio de 16,47 meses. El Préstamo obtuvo una TNA promedio del 45%, observando así una diferencia del 5,03% de este último instrumento sobre la ON.

Llegando a los años más próximos al análisis del trabajo; en el 2022 la emisión de ON alcanzó un total de 40, con una TNA promedio del 57,91% y un plazo promedio de 20,36 meses. Mientras que el Préstamo Bancario obtuvo una TNA promedio del 69,09%, finalmente superando en un 11,18% a la tasa promedio de emisión de ON.

Para terminar, en el año 2023, la cantidad de ON emitidas fueron de 17, la TNA promedio fue de 94,79% y un plazo promedio de 12,73 meses. El Préstamo en cambio

arrojó una TNA promedio del 120,63%, otorgando así una diferencia de 25,83% sobre la ON.

En función a la información recabada y analizada se puede observar que la mayor emisión de ON se da en los años 2015, 2016, 2017 y 2022 donde los plazos promedio de emisión de dichas ON son mayores a los años restantes, y donde la brecha entre TNA de ON y Préstamos es menor.

Mientras que, en los años 2019, 2020, 2023, la emisión de ON fue menor a los años comentados en el párrafo anterior y en donde los plazos promedio de emisión fueron también menores coincidiendo con una brecha de TNA entre ambos instrumentos mayor.

Del anterior análisis se puede concluir que, cuando la brecha entre tasas de Préstamo y ON es menor, y los valores son un poco más aproximados unos con otro, la curva de tasas comienza a aplanarse, las tasas de largo no tendrían demasiada brecha con las de corto, lo que motivaría a los empresarios a tomar Préstamos con ON a plazos más largos ya que la tasa a la que se comprometen no es notoriamente mayor a la vigente en los Préstamos Bancarios.

De igual manera, al comenzar a aumentar la brecha entre tasas, siendo la de la ON menor, los empresarios claramente elegirán ir a largo plazo, considerando el beneficio de la tasa.

AÑO DE EMISION	CANTIDAD DE ON EMITIDAS	PLAZO PROMEDIO DE EMISION	PROMEDIO TNA ON	PROMEDIO TNA PRESTAMO	BRECHA TNA	CIERRE DICIEMBRE DÓLAR CCL	INFLACION
2015	35	24	26,6401%	41,0000%	-14,3599%	14,1400	27,8000%
2016	96	25	29,2202%	45,6400%	-16,4198%	15,8700	40,7000%
2017	79	24	25,4870%	37,5000%	-12,0130%	18,9300	24,8000%
2018	25	26	33,2319%	78,0380%	-44,8061%	38,5400	47,6000%
2019	19	14	49,7337%	90,2966%	-40,5629%	73,5500	53,8000%
2020	18	14	36,3529%	60,4717%	-24,1188%	140,2600	36,1000%
2021	29	16	39,9601%	45,0000%	-5,0399%	202,1300	50,9000%
2022	40	20	57,9117%	69,0982%	-11,1865%	344,1300	94,8000%
2023	17	13	94,7949%	120,6306%	-25,8358%	973,3100	211,4000%

Como se puede observar en el cuadro el año con mayor cantidad de ON con características parecidas a las presentadas a lo largo de este trabajo fueron los años 2016 y 2017 ya que, el auge de emisiones de ON fue de 96 y 79 emisiones respectivamente y lo más resaltante, en un país con tanta volatilidad de tasas, durante estos años únicamente la variación presentó una caída del -3,74%, pasando de un promedio de 29,22% contra los 25,48% del 2017. Por el otro lado, la tasa de descubierto varió un 8,14% pasó de 45,64% a 37,5%, si bien porcentualmente la caída

fue mayor, seguía siendo claramente una situación desfavorable la de utilizar el descubierto. Durante estos años en el país la variación del precio del dólar informal fue la menor desde 2012 y también la menor para sus años posteriores. La variación fue de 16,23% en 2016 y 14,63% en 2017, mostrando así la estabilidad económica que estos años mostraron y se vio reflejado en la cantidad de emisiones, (*Cotización del dólar*, s.f.). Como último dato alentador que se presentaron estos años, la tasa de inflación anual fue disminuyendo en 2016 fue de 40,7% y para el 2017 fue de 24,8% (*IPC Argentina*, s.f.). En resumen, durante estos años los datos económicos reflejaron confianza del mercado hacia las medidas tomadas por Macri, que luego perdería la confianza a partir del 2018.

Por el otro lado, los años donde menores emisiones analizaremos los años 2023 y 2019 con 17 y 19 emisiones respectivamente. En el 2023 la tasa promedio de las emisiones de ON pasó de 57,91% en 2022 a 94,79% en 2023 y en 2018 pasó de 33,23% al 49,73% en 2019; las tasas de descubierto en 2023 pasaron de 69,09% en 2022 a 120,63% y en el 2018 de 78,03% al 90,29% para el 2019. Estos dos años, no son casos aislados, sino que son ambos años electorales en donde la inestabilidad económica fue mucho más fuerte que en los años mencionados anteriormente. Además, en ambos años se presentaron cambios del partido en el poder (2019 del PRO al Frente de Todos y 2023 del Frente de Todos a La Libertad Avanza). Esta inestabilidad, no solo se ve reflejada en la variación de las tasas sino también en el promedio de plazo que se emitieron estas ON donde se puede ver que en los mejores años el plazo promedio fue superior a los 20 meses, y en los peores fue menor a los 15. El dólar informal en el 2023 sufrió una variación del 185,09% y en el 2019 había sido del 90,91% (*Cotización del dólar*, s.f.). Por último, la inflación fue de 53,8% en el 2019 (acompañando al crecimiento del dólar) y en el 2023 211,4% (*IPC Argentina*, s.f.).

Por lo tanto, el análisis de las emisiones de Obligaciones Negociables en Argentina revela patrones distintivos en diferentes períodos. Los años 2016 y 2017 destacan como un período de auge con altas emisiones y estabilidad económica, evidenciada por tasas relativamente constantes y menor volatilidad en el dólar. Por otro lado, los años 2019 y 2023, marcados por inestabilidad política y económica, muestran una disminución en las emisiones, tasas en aumento y mayor variabilidad en el mercado cambiario. La influencia política es evidente, especialmente en años

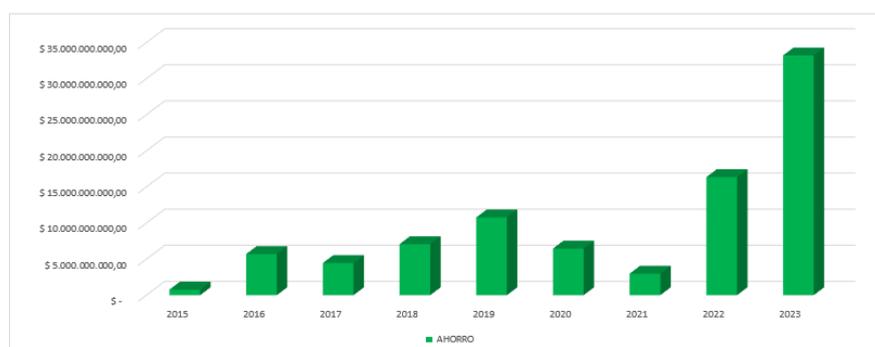
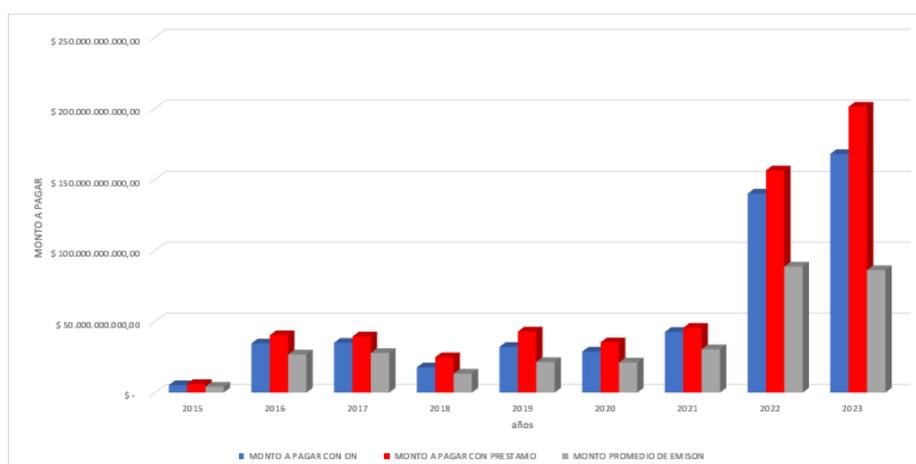
electorales, sugiriendo que la confianza del mercado y las decisiones financieras están estrechamente vinculadas a la estabilidad política.

## CAPÍTULO VI

### 6.1 Ahorro ON vs Préstamos Bancarios

El objetivo de los siguientes gráficos es poder observar como a partir de un monto promedio de emisión por año, datos provistos de la CNV, se visualiza que el Préstamo Bancario se encarece en comparación a la Obligación Negociable a fin de mostrar el ahorro que se produce entre ambos, año a año.

PERIODO (AÑOS)	MONTO PROMEDIO DE EMISION	MONTO A PAGAR CON ON	MONTO A PAGAR CON PRESTAMO	AHORRO
2015	\$ 4.153.939.913,00	\$ 5.260.553.659,76	\$ 6.035.882.390,58	\$ 775.328.730,82
2016	\$ 26.826.996.646,00	\$ 34.665.898.719,95	\$ 40.356.441.248,50	\$ 5.690.542.528,55
2017	\$ 27.930.986.558,00	\$ 35.049.757.102,04	\$ 39.504.889.112,97	\$ 4.455.132.010,93
2018	\$ 13.335.008.203,00	\$ 17.766.484.794,01	\$ 24.834.051.143,11	\$ 7.067.566.349,10
2019	\$ 21.519.276.027,00	\$ 32.221.608.208,44	\$ 42.990.723.956,68	\$ 10.769.115.748,24
2020	\$ 21.177.719.733,00	\$ 28.876.435.009,82	\$ 35.328.932.226,88	\$ 6.452.497.217,06
2021	\$ 30.512.128.778,00	\$ 42.704.805.949,82	\$ 45.684.284.812,86	\$ 2.979.478.863,04
2022	\$ 88.677.575.066,00	\$ 140.032.266.305,50	\$ 156.386.017.098,55	\$ 16.353.750.793,05
2023	\$ 86.245.359.117,00	\$ 168.001.561.046,60	\$ 201.207.674.180,37	\$ 33.206.113.133,76



Las TNA que se utilizan a los fines del cálculo son para la ON y para el Préstamo Bancario, las tasas promedio iniciales de emisión que han sido mostradas en el capítulo anterior.

Se considera para el cálculo del Préstamo el IVA correspondiente del 10,5%.

En cuanto a los montos promedio de emisión elegidos, se hacen en base a compañías financieras que prestan servicios similares a la empresa elegida para el presente trabajo con emisiones a tasa badlar y en pesos.

## CAPITULO VII

### 7.1 Conclusiones

Dados los análisis que se han llevado a cabo y la información que se ha analizado, se puede observar que el mercado de capitales es de suma importancia para el desarrollo de una empresa, dado que ofrece una amplia gama de productos financieros a los que no se puede acceder mediante el mercado bancario.

Dentro del mercado de capitales, se analizó y se comparó la importancia de hacer uso del instrumento de las Obligaciones Negociables, dado que junto al Préstamo Bancario conforman las dos grandes fuentes de financiamiento de la empresa tratada.

Entre otros de los elementos utilizados por la misma, se observaron la venta de cartera, la caución bursátil y los cheques de pago diferido.

A lo largo del trabajo se pudieron observar los beneficios o ventajas de la Obligación Negociable por sobre el Préstamo, se habló de la refinanciación de la deuda, de la emisión en otro tipo de moneda distinta a la local, del mayor volumen de capital que capta, de los mayores plazos de negociación, de la obtención de flujos de capital a tasas más bajas, y las exenciones impositivas en IVA y Ganancias, que hace que el instrumento sea atractivo tanto para inversores como para colocadores.

Pero también se pudieron observar ventajas de este instrumento por sobre las otras opciones de financiamiento que posee la empresa.

Como fue mencionado en el trabajo, la emisión de una Obligación Negociable no requiere tener por detrás la estructura de un Fideicomiso, como si se requiere si la empresa quisiera llevar a cabo ventas de cartera con otros inversores que no sean el Banco que actualmente la respalda. Tampoco mediante la ON es necesario tener

instrumentos que sirvan de garantía como si se requiere al momento de llevar a cabo una caución bursátil. Respecto a su comparación con los cheques de pago diferido, las ON pueden ir a más plazo que los cheques, extendiéndose a más de un año. Si bien el máximo plazo de negociación del cheque de pago diferido es de 360 días, por condiciones de contexto económico, en la Argentina, los inversores, no desean ir a plazos mayores a los 90 días debido a que la tasa que fijan puede quedar rápidamente por debajo de las actuales.

En cuanto a los conceptos básicos que rigen a los instrumentos financieros, las ON tienen un bajo riesgo y poca volatilidad, dado que no deja de ser un instrumento de renta fija donde se puede calcular la rentabilidad si es que se la mantiene hasta el vencimiento. En cuanto a liquidez, si bien puede ser vendida en el mercado secundario, la idea generalmente de quien invierte en una ON es mantenerla hasta el plazo de vencimiento, por lo que, si los objetivos al momento de adquirirla son otros, entonces el inversor deberá considerar si esa ON cuenta con liquidez en el mercado.

En cuanto al Préstamo Bancario, la liquidez es sumamente alta y la volatilidad es baja, dado que las instituciones bancarias captan los flujos de ahorristas y luego los colocan en las empresas, ganando a través de ellos un diferencial de interés.

Luego como segundo concepto se comentó que las ON podían ser emitidas a tasa fija o variable. La tasa variable es llamada BADLAR, aquella que es establecida por el BCRA y que busca disminuir la inflación. En el presente trabajo la tasa utilizada para el desarrollo de la ON fue BADLAR más un margen de corte establecido.

Se consideró que esta tasa y su margen no serán el único costo para la empresa, dado que, además, al momento de emisión se deben considerar diferentes gastos que son informados por la empresa en el Suplemento de Prospecto.

En cuanto al Préstamo, el costo en cambio se conformó para el presente trabajo, por las tasas activas del Banco Nación y los costos del IVA al momento de solicitarlo.

Como tercer concepto se definieron como se conforman los flujos de fondos de ambas fuentes de financiamiento. En cuanto a la ON se conformó por la devolución de capital en tres cuotas al finalizar la misma, mientras que en el Préstamo se hizo al momento del vencimiento. El pago de intereses en la ON fue de manera trimestral a

partir de la fecha de emisión y liquidación, mientras que para el Préstamo fue de manera mensual.

Finalmente se mencionó otra de sus ventajas en cuanto a la restructuración de la deuda, opción que no existe en un Préstamo Bancario, y cómo la misma se iba a llevar a cabo en el trabajo, luego de mostrar la emisión de una ON principal y comparar su flujo de fondos con el del Préstamo Bancario.

Si bien los antecedentes encontrados observaron que al momento de comparar ambas fuentes, el diferencial entre la tasa badlar y la de las entidades bancarias más que compensa costos y no permite que se elija por sobre ella un Préstamo, o que se evidencia en cuanto a costos que la ON otorga más capital, mejores tasas, mayores plazos que el sistema bancario, captando mayor cantidad de inversores, adaptándose a las necesidades del emisor y del inversor, superando así también ciertas trabas que existen frente al acceso a los créditos en muchas empresas obteniendo también sus beneficios impositivos; se decidió llevar adelante el planteo de la hipótesis afirmando que las ON son una mejor fuente de financiamiento que los Préstamos por su flexibilidad y menores costos para lo que fue el año 2023.

Para buscar dar respuesta a esa hipótesis, se comenzó recreando el escenario de emisión de una ON y el escenario de solicitud de un Préstamo Bancario. El monto de emisión de la ON, junto a la estimación de costos y del cálculo de tasa badlar y margen de corte, se llevó a cabo en función a la emisión de ON III de la empresa junto a la información que proveían los Suplementos de Prospecto y Aviso de Resultados y Pago. En cuanto al Préstamo, se utilizó información de los Estados Contables para calcular el monto aproximado que la empresa recibía en concepto de capital y se utilizaron las tasas activas del Banco Nación para acuerdo en descubierto previamente solicitado, para el cálculo de los intereses. Finalmente, luego de llevar a cabo eso, se determinaron los costos financieros totales, estableciendo cuales de ellos era más beneficioso.

Se llegó a la conclusión de dicho análisis de que el CFT del préstamo era igual al 191,67% mientras que el de la ON era de 126,55%. Notando que la devolución de capital más intereses en el Préstamo era igual a \$5.175.800.978,63 mientras que en la ON era de \$4.459.782.082,50. Por lo que en cuestiones de CFT la ON para el periodo 2023 era mucho más conveniente que el Préstamo Bancario.

Luego de eso, se llevó adelante un escenario de canje de deuda de esa emisión original de ON, suponiendo un monto de 650.000.000 de refinanciación de valores nominales, obteniendo finalmente un ahorro de fondos de \$1.094.523.294,68.

La decisión de mostrar un canje de deuda fue dado que, la compañía poseía durante todo el 2023 la deuda de la ON original, y ya que en octubre 2023 sucederían las elecciones presidenciales, se estimó que la empresa decidió llevar adelante un canje de deuda en el mes de abril 2023, porque ya para febrero 2023 se estaba superando el 100% de inflación anual, había una caída en el crecimiento de la economía y mayor amplitud de la brecha cambiaria. Ya para marzo 2023 el IPC que se registraba había sido el más alto desde el 2002 y la inflación acumulada ya era del 21,7% ubicándose interanualmente en 104,3%. El BCRA había elevado las tasas que pagaban las LELIQ llevándola a 78% para lograr el ahorro en moneda local.

Finalmente, en cuanto a PBI, el mismo se contrajo un 0,8 para el tercer trimestre del 2023 comparado con el del 2022, mostrando una contracción del PBI en el 2023 del 2,5% y ya para el cuarto trimestre la caída que se estimaba era del 2% en comparación con el promedio del 2022.

A las conclusiones que se llegaron a tal instancia del trabajo fue que, si bien en este análisis la mejor opción sería la emisión de una ON en cuanto a CFT y en cuanto a la opción de refinanciamiento de deuda que ofrece, en realidad también deben tenerse en cuenta otros aspectos a considerar. Algunos de ellos ya fueron a lo largo de esta conclusión, pero otros se corresponden con la posibilidad que otorga la ON de diseñar un flujo de fondos en función a las necesidad del emisor, de la posibilidad que otorga el mercado de capitales de poder hacer pública la información de una empresa otorgando así mayor reconocimiento en el mercado y mayor confiabilidad por la transparencia de la misma; mientras que con un Préstamo la empresa debe atarse a las condiciones impuestas por la entidad bancaria sin posibilidad de diálogo pero con el beneficio de no tener que hacer pública la información en el mercado ni montar una estructura de reporte diario que si es requerida cuando se emite una ON dado que el organismo de contralor, CNV, junto a BYMA y MAE requerirán continua información que la empresa deberá publicar.

En una segunda instancia se llevó a cabo un análisis de las emisiones de ON en Argentina desde el 2015 hasta el 2023, de las empresas financieras que emitían a tasa

badlar y en pesos. El fin de este análisis era observar la diferencia de tasas promedio en las emisiones por año en comparación con las tasas promedio que se otorgaban para los Prestamos y que relación había con las mayores o menores emisiones que se daban de ON en función al contexto macroeconómico atravesado por la inflación y el aumento de la brecha cambiaria.

En el presente trabajo se decidió analizar específicamente el periodo 2016 y 2017 por ser los años con mayor emisión de ON frente a los años 2019 y 2023 que fueron los años de menores emisiones. Llegando a las conclusiones de que en los años de mayores emisiones hubo más estabilidad económica, tasas constantes y menos variación del dólar, mientras que, en los años con menor emisión, había un contexto de inestabilidad política y económica, las tasas iban en aumento y la variabilidad del dólar era mayor. La influencia política entonces es altamente importante dado que, se puede observar cómo la misma pesa en años electorales, denotado que la confianza en los mercados y la toma de decisiones está estrechamente vinculada con la estabilidad política.

<b>Pregunta</b>	<b>Objetivos específicos</b>	<b>Fuente y tipo de datos</b>	<b>Metodología y técnicas de procesamiento/análisis</b>
¿Cuáles son las ventajas y desventajas de las fuentes de financiamiento de Préstamos Bancarios y Obligaciones Negociables de la empresa?	Caracterizar y analizar las ventajas y desventajas de los Préstamos Bancarios y las Obligaciones Negociables mediante la empresa.	Datos secundarios, externos, cuantitativos. Base de datos de la Compañía como Estados Contables, Suplemento del prospecto, Aviso de pago y Aviso de Resultados. Llevado a cabo Utilizando webs de CNV, Banco Nación, BCRA, y webs macroeconómicas.	Enfoque cuantitativo. Diseño exploratorio, explicativo. No experimental. Corte transversal. Se analiza la unidad de análisis: empresa Fintech y sus variables: costos y flujo de fondos de las ON y Préstamos Bancarios, y beneficios del canje de deuda de ON. La selección del caso es intencional.
¿Cuáles son los costos de financiamiento para la empresa en 2023 al tomarse deuda bancaria frente a los costos generados por emitir una Obligación Negociable?	Comparar los costos de financiamiento de un Préstamo Bancario frente al costo generado por la emisión de una Obligación Negociable para la empresa en 2023.	Datos secundarios, externos, cuantitativos. Base de datos de la Compañía como Estados Contables, Suplemento del prospecto, Aviso de pago y Aviso de Resultados. Llevado a cabo Utilizando webs de CNV, Banco	Enfoque cuantitativo. Diseño explicativo. No experimental. Corte transversal. Se analiza la unidad de análisis: empresa Fintech y sus variables: costos y de la ON y Préstamos Bancarios, y beneficios del canje de deuda

<p>¿Cuáles son los flujos de fondos generados por el pago de intereses y amortización de capital de la Obligación Negociable originalmente emitida y por el de un Préstamo Bancario? ¿Cuál es el monto máximo que se puede solicitar para ambos instrumentos?</p>	<p>Comparar los plazos de los flujos de fondos y el monto máximo que se puede solicitar para cada uno de estos instrumentos y caracterizar las diferencias de estos.</p>	<p>Nación, BCRA, y webs macroeconómicas.  Datos secundarios, externos, cuantitativos. Base de datos de la Compañía como Estados Contables, Suplemento del prospecto, Aviso de pago y Aviso de Resultados. Llevado a cabo Utilizando webs de CNV, Banco Nación, BCRA, y webs macroeconómicas.</p>	<p>de ON. La selección del caso es intencional.  Enfoque cuantitativo. Diseño explicativo. No experimental. Corte transversal.  Se analiza la unidad de análisis: empresa Fintech y sus variables: costos y flujo de fondos de las ON y Préstamos Bancarios, y beneficios del canje de deuda de ON. La selección del caso es intencional.</p>
<p>¿Cuáles son los nuevos flujos de fondos generados por la Obligación Negociable luego del canje de deuda en 2023? ¿Cuál fue el ahorro de fondos y que ventajas se generan luego del canje de deuda?</p>	<p>Desarrollar un canje de deuda de la Obligación Negociable principal y analizar los beneficios de este para el periodo 2023 para la empresa.</p>	<p>Datos secundarios, externos, cuantitativos. Base de datos de la Compañía como Estados Contables, Suplemento del prospecto, Aviso de pago y Aviso de Resultados. Llevado a cabo Utilizando webs de CNV, Banco Nación, BCRA, y webs macroeconómicas.</p>	<p>Enfoque cuantitativo. Diseño explicativo. No experimental. Corte transversal. Se analiza la unidad de análisis: empresa Fintech y sus variables: costos y flujo de fondos de las ON y Préstamos Bancarios, y beneficios de un canje de deuda de ON. La selección del caso es intencional.</p>
<p>¿Cuál es la evolución de las emisiones de ON y que relación existe con las tasas de emisión y las tasas de los Préstamos Bancarios?</p>	<p>Efectuar un análisis profundo de emisiones de ON en Argentina llevando adelante una relación entre tasas y plazos de este instrumento junto al Préstamo Bancario.</p>	<p>Informes de CNV de emisión de ON en Argentina, Listados de tasas nominales anuales del Banco Nación para acuerdos en descubierto previamente solicitados. Webs de datos macroeconómicos para establecer relaciones con los resultados obtenidos.</p>	<p>Enfoque cuantitativo. Diseño explicativo. No experimental. Corte longitudinal.  Se analiza la unidad de análisis: empresas financieras con emisiones de ON a tasa badlar en pesos desde periodos 2015 a 2023 y sus variables: TNA, plazos promedio de emisión, cantidad de emisiones, variables macroeconómicas que impactan. Préstamo Bancario, variables: TNA desde periodos 2015 a 2023, variables macroeconómicas que impactan.</p>

## 1 Cronograma

Se presentará un cuadro de doble entrada en el que se especificarán en las filas las actividades a realizar y en las columnas los períodos de tiempo (diagrama de Gantt.).

Actividad	Meses											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Antecedentes	x	X										
Búsqueda de Literatura para el marco teórico y metodología	x	x	X									
Análisis de la información seleccionada		x	x	x								
Realización del marco teórico y metodología			x	x	X	x						
Literatura para desarrollar el análisis		x	x	x	X	x						
Análisis de los datos						x	x	x	x	x	x	
Conclusiones											x	x
Revisión general del trabajo	x	x	x	x	X	x	x	x	x	x	x	x

## CAPÍTULO VIII

### 8.1 Referencias Bibliográficas

Aguilar, C. (16 de agosto de 2022). *Venta de cartera o descuento de documentos como opción de liquidez y sus implicancias fiscales*. SoyConta. <https://www.soyconta.com/venta-de-cartera-o-descuento-de-documentos-como-opcion-de-liquidez-y-sus-implicaciones-fiscales/>

*Annual economic report 2023*. (25 junio 2023). Bank of International Settlements. <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2023e.htm>

Aprada, R. (1998). *Obligaciones Negociables, bonos y opciones: un enfoque operativo para la capitalización de deuda interna y externa*. Buenos Aires: Club de Estudio.

*Argentina: Panorama General*. (4 abril de 2023). Banco Mundial. <https://www.bancomundial.org/es/country/argentina/overview>

*Aviso de Resultados*. \_\_\_\_ (20 octubre 2022). BYMA. <https://www.byma.com.ar/byma-primarias/2841-o-n-credicutas-consumo-serie-iii/>

*Aviso de Pago*. \_\_\_\_ (24 enero 2023). CNV. <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas/Empresa/30710911580?fdesde=30/8/20>

*Bonos, como nacieron y cuáles son los de mejor calidad.* (15 agosto 2023). Flip. <https://www.flipinversiones.com/bonos-como-nacieron-y-cuales-son-los-de-mejor-calidad/>

Borzakian D. A y Moreno, L. J. (2013). *Programa de financiamiento a través de Obligaciones Negociables para Elyon SA.* [Carrera de grado, Instituto Universitario Aeronáutico]. <https://rdu.iaa.edu.ar/handle/123456789/1042>

Brunori M. N y Gallardo, I. N. (2015). *Alternativas financieras no tradicionales.* [Carrera de grado, Instituto Universitario Aeronáutico]. <https://rdu.iaa.edu.ar/handle/123456789/1160?mode=full>

*Calculadora de inflación acumulada en Argentina.* (s.f.). Bloomberg. <https://www.bloomberglinea.com/mercados/argentina/calculadora-inflacion/>

Camerini, M. A. (2007). *La transparencia en el mercado de capitales.* ADHOC S.R.L.

Carrió, T. (14 abril 2023). *La inflación de marzo 2023 en Argentina llegó al 7,7%, el nivel más alto en dos décadas.* Bloomberg. <https://www.bloomberglinea.com/latinoamerica/argentina/la-inflacion-de-marzo-2023-en-argentina-llego-a-77-y-acumula-217-en-el-primer-trimestre/>

Castillo, G. A. (2022, 24 de enero). *Qué es la tasa de interés y por qué es importante: nominal anual y mensual, efectiva y tasa Badlar.* IProfesional. <https://www.iprofesional.com/finanzas/355951-que-es-la-tasa-de-interes-nominal-anual-mensual-y-tasa-badlar>

*Cheque de pago diferido.* (s.f.). Bolsa de Comercio de Buenos Aires <https://www.labolsa.com.ar/capacitacion/invertir/en-que-invertir/cheques-de-pago-diferido/>

*Conceptos financieros básicos de inversión: activos, liquidez y volatilidad.* (13 noviembre 2021). BBVA. <https://www.bbva.ch/noticia/conceptos-financieros-basicos-de-inversion-activos-liquidez-y-volatilidad/>

*Cotización del dólar.* (s.f.). Estudio del Amo. <https://estudiodelamo.com/cotizacion-historica-dolar-peso-argentina/>

*Crecimiento: para el mercado el PBI caerá menos de lo esperado.* (14 noviembre de 2023). *Ámbito.* <https://www.ambito.com/economia/crecimiento-el-mercado-el-pbi-caera-menos-lo-esperado-n5871945>

¿Cuáles son las 7 ventajas de financiarse con Mercado de Capitales? (s.f.). MatchFin. <https://matchfin.ar/cuales-son-las-7-ventajas-de-financiarse-en-el-mercado-de-capitales/>

Darmouni, O. y Siani, K. (2021, 27 de abril). *Corporate Bond Issuance and Bank Lending in the United States*. European Economy. <https://european-economy.eu/2021-1/corporate-bond-issuance-and-bank-lending-in-the-united-states/>

Di Stefano, S. (2023, 02 de febrero). ¿Cómo será la economía argentina 2023? *Ámbito*. <https://www.ambito.com/opiniones/dolar/como-sera-la-economia-argentina-del-2023-n5642583>

Dólar contado con liquidación histórico. (s.f.). *Ámbito*. <https://www.ambito.com/contenidos/dolar-cl-historico.html>

Duelli, F. M. (2016). *Financiamiento externo: Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables*. [Carrera de grado, Universidad Siglo 21]. <https://repositorio.21.edu.ar/bitstream/handle/ues21/12982/DUELLI,%20Federico%20Martin.pdf?sequence=1>

Elbaum, M. (2004). *Administración de Carteras de Inversión*. EDICIONES MACCHI. [file:///C:/Users/pc/Downloads/\(Marcelo%20Elbaum\)%20Administraci%C3%B3n%20de%20Carteras%20de%20Inversi%C3%B3n.pdf](file:///C:/Users/pc/Downloads/(Marcelo%20Elbaum)%20Administraci%C3%B3n%20de%20Carteras%20de%20Inversi%C3%B3n.pdf)

*El mercado de bonos: cómo surgió y que impacto tiene*. (12 mayo 2023). Cointelegraph. <https://es.cointelegraph.com/news/the-bond-market-how-it-came-about-and-what-impact-it-has>

*Empresas*. (s.f.). CNV. <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas/Empresa/30710911580?fdesde=21/10/2019>

Erpen, M. (2010). *Mercado de Capitales. Manual para no especialistas*. Grupo Editorial.

Fauda, V. (2019). *Financiamiento para Pymes en el Mercado de Capitales, a través de Obligaciones Negociables*. [Carrera de Postgrado, Especialización en Finanzas, Universidad Nacional de Rosario]. [https://repositoriosdigitales.mincyt.gov.ar/vufind/Record/RepHipUNR\\_cbebd82bd43dd182dc78768740939444](https://repositoriosdigitales.mincyt.gov.ar/vufind/Record/RepHipUNR_cbebd82bd43dd182dc78768740939444)

Fornero, R. A. (2012). *Cronología ilustrada de las finanzas*. [https://www.economicas.unsa.edu.ar/afinan/informacion\\_general/cronologia\\_finanzas/fornero-cronologia-ilustrada-finanzas-parte-i-v1de2.pdf](https://www.economicas.unsa.edu.ar/afinan/informacion_general/cronologia_finanzas/fornero-cronologia-ilustrada-finanzas-parte-i-v1de2.pdf)

Gatev, E. y Strahan, P.E. (2006). *Banks' advantage in hedging liquidity risk: Theory and evidence from the commercial paper market*. The Journal of Finance.

*Historia del mercado de capitales como comprender y aprender la evolución del mercado*. (13 abril 2024). Faster Capital. <https://fastercapital.com/es/contenido/Historia-del-mercado-de-capitales--como-comprender-y-aprender-de-la-evolucion-del-mercado.html>

Kashyap, A. K., Rajan, R., y Stein, J.C (2002). *Banks as liquidity providers: An explanation for the coexistence of lending and deposit-taking*. The Journal of Finance.

*Informe de mercado de capitales*. (s.f.). CNV.

<https://www.cnv.gov.ar/sitioWeb/Informes?columna=4>

*Informe monetario mensual. Marzo 2023*. (marzo 2023). BCRA. <https://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/IMM0323.asp>

*IPC Argentina*. (s.f.). Datos Macro. <https://datosmacro.expansion.com/>

*La CNV reglamentó la refinanciación de deuda mediante canje*. (07 octubre de 2020). Argentina.gob.ar. <https://www.argentina.gob.ar/noticias/la-cnv-reglamento-la-refinanciacion-de-deuda-mediante-canje>

Paolantonio, M. (2004). *Obligaciones Negociables*. Rubinzal – Culzoni Editores.

Pederzoli, M. I. (2022, 28 de agosto). *Obligaciones Negociables: que es, riesgos, cuanto pagan y cuando es mejor que un plazo fijo*. IProfesional. <https://www.iprofesional.com/finanzas/368169-obligaciones-negociables-que-es-riesgos-y-cuanto-pagan>

*Principales variables, BADLAR en pesos de bancos privados*. (s.f.). BCRA. [https://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales\\_variables\\_datos.asp?serie=1222&detalle=BADLAR%20en%20pesos%20de%20bancos%20privados%20\(en%20n.a.\)](https://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables_datos.asp?serie=1222&detalle=BADLAR%20en%20pesos%20de%20bancos%20privados%20(en%20n.a.))

*¿Que son las Obligaciones Negociables y por qué son una oportunidad para los inversores?* (s.f.). Banco Supervielle. <https://www.supervielle.com.ar/blog/educacion-financiera/que-son-las-obligaciones-negociables>

Rial, S. (2022, 12 de noviembre). *Obligaciones Negociables: de que se trata esta inversión que puede pagar una renta fija en dólares*. *Ámbito*.

<https://www.ambito.com/finanzas/obligaciones-negociables/que-se-trata-esta-inversion-que-puede-pagar-una-renta-fija-dolares-n5581779>

Rial, S. (2022, 4 de diciembre). Caución bursátil: que es y cómo funciona el instrumento que permite hacer un plazo fijo a 1 día. *Ámbito*.  
<https://www.ambito.com/finanzas/caucion/bursatil-que-es-y-como-funciona-el-instrumento-que-permite-hacer-un-plazo-fijo-1-dia-n5598748>

Robinson, J. (2004). *La Asimetría de la información y su relación con las decisiones de financiamiento*. [Trabajo de Licenciatura en Administración de Empresas, Universidad de San Andrés].  
<https://repositorio.live.udesa.edu.ar/items/c37a3856-964c-4206-81e2-b3dc01fcf051>

Sampieri Hernández, R., Collado Fernández, C., Lucio, P. B. (2010). *Metodología de la investigación*. México. Ed. McGraw – Hill.

Sautú, R. (2005). *Manual de metodología: Construcción del marco teórico, formulación de los objetivos y elección de la metodología*. Buenos Aires: Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales – CLACS

Silvestrini, J. (2021, 21 de enero). *Dirigió un Banco y vio que el sistema de préstamos no funcionaba: ahora los da en minutos y por WhatsApp*. Iproup.  
<https://www.iproup.com/startups/19962-prestamos-al-instante-y-por-whatsapp-la-historia-de-credicutas>

Speranzoni, G. L. (2016) *Análisis Económico Financiero de Longvie SA a diciembre 2015; informe de situación para potenciales inversores y efectos de la colocación de Obligaciones Negociables con el objeto de cancelar deuda bancaria durante 2016* [Proyecto Final de Grado, Universidad Siglo 21].  
<https://repositorio.21.edu.ar/handle/ues21/13913>

*Suplemento de Prospecto*.\_\_\_\_(17 octubre 2022). BYMA.  
<https://www.byma.com.ar/byma-primarias/2841-o-n-credicutas-consumo-serie-iii/>

Tasas activas del Banco Nación. (s.f.). *Ámbito*.  
<https://www.ambito.com/contenidos/tasas-activas-banco-nacion.html>

*Títulos públicos*. (s.f.). Bolsa de Comercio de Buenos Aires  
<https://www.labolsa.com.ar/capacitacion/invertir/en-que-invertir/titulos-publicos/>

<b>Solicitud de aprobación de PROYECTO DE TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA</b>	Código de la Maestría
Nombre y apellido del alumno Macarena Belen Amaya	Tipo y N° de documento de identidad. DNI: 40.729.410
Año de ingreso a la Maestría – Ciclo: 2022	
<b>Título del Trabajo Final (preliminar)</b> Obligaciones Negociables como alternativa de financiamiento 2023 en argentina.	
Conformidad del profesional propuesto como Director de Trabajo Final He revisado el proyecto y acepto la postulación como Director comprometiéndome a dirigir las tareas del alumno orientadas a elaborar su Trabajo Final de Maestría. Firma del Director de Trabajo Final  Aclaración: German Ariel Fuentes	
<b>Datos de contacto del postulante a Director</b>	
Correo electrónico: germanarielfuentes@hotmail.com	Teléfonos
Se adjunta a este formulario: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Proyecto de Trabajo Final de Maestría</li> <li>• CV del postulante a Director de Trabajo Final (si no fuera docente de la Maestría)</li> </ul>	
Fecha 25/10/2023	Firma del alumno
<b>Para uso exclusivo de la Dirección de la Maestría</b>	
Se solicita a la EEP elevar al Consejo Directivo de la FCE el pedido de aprobación de tema de Trabajo Final y designación de Director/a propuesto/a.	

**PRESENTAR EN LA RECEPCIÓN DE LA ESCUELA DE ESTUDIOS DE POSGRADO**

**Form. PTFM v0**