

TRABAJO FINAL DE GRADUACIÓN

PROYECTO DE APLICACIÓN PROFESIONAL

FINANCIAMIENTO EXTERNO: PROSPECTO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES
NEGOCIABLES

CONTADOR PÚBLICO



UNIVERSIDAD
SIGLO 21

DUELLI, FEDERICO MARTÍN

AÑO 2016

Resumen Ejecutivo

El presente Trabajo Final de Grado, tiene por objeto elaborar un prospecto de emisión de obligaciones negociables, con el fin de que la empresa bajo estudio, pueda recurrir y acceder al mercado de capitales. El prospecto de emisión, es un requisito exigido por Ley y Normativa, a la hora de emitir obligaciones negociables.

Se estudia un caso concreto de una empresa dedicada a la producción de envases plásticos en la provincia de Córdoba. Por decisión de los miembros de la firma de no hacer público sus datos, se decide nombrarla como La Empresa S.A. El nombre de los socios, contador, directores, etc. responden a nombres ficticios. Para poder darle formato al prospecto de emisión, se toma como referencia y modelo, un prospecto de otra empresa ya aprobado por la Comisión Nacional de Valores bajo régimen especial para Pymes.

En el desarrollo del trabajo se realizó un estudio y conocimiento del ente, requisito esencial y exigido por la Comisión Nacional de Valores. A su vez, se evaluaron las necesidades del futuro proyecto de logística de La Empresa S.A. para poder determinar la forma y el tipo de obligaciones a emitir. Además se ha realizado la proyección de estados contables de la firma, con el fin de demostrar la capacidad futura de cumplir con las obligaciones, y a su vez, generar confianza para poder captar los inversores. Por último, se muestra un análisis del tratamiento impositivo, por emitir obligaciones negociables bajo régimen especial para Pymes.

Respecto a la conclusión, se obtuvo el prospecto de emisión deseado por la empresa para poder ingresar al mercado de capitales. El mismo se logró en base a cinco pilares: se consiguió información relevante de la organización, se estudió la viabilidad del proyecto de

logística a poner en marcha, se adecuó a la firma a un régimen especial de emisión por ser considerada Pyme, se verificó la capacidad del ente de cumplir con las obligaciones a contraer a través de la proyección de sus estados contables, y por último, se concluyó el análisis del tratamiento impositivo de las obligaciones negociables.

Finalmente se expone a modo de recomendación profesional, el prospecto de emisión a presentar ante la Comisión Nacional de Valores.

Palabras clave:

Financiamiento, obligaciones negociables, prospecto de emisión, estados contables proyectados.

Abstract

This paper aims at developing a prospect for bond issuance so the company under study has access and obtains financing on the capital market. The prospect is required by the current regulation and law.

The company under study is located in the province of Córdoba and produces plastic containers. The company under study was named La Empresa S. A ; and partners, directors and accountant 's names are fictional as the members of the firm decided not to make said information public. To outline the prospect, I refer to a prospect already approved by the National Security and Exchange Commission under SME scheme.

In order to comply with the National Security and Exchange Commission requirements, I studied the company in depth. I analyzed the needs for the company's future logistic project so as to determine the type and shape of the bonds to be issued. Likewise, I performed a financial statement projection so as to show the future capacity to fulfill their obligations and gain trust from future investors. Finally, I show a tax analysis arising from the bond issuance under SME scheme.

In conclusion, the company obtained a desired prospect to have access to the capital market. The prospect was achieved thanks to five important contributions: a) Relevant information obtained about the company b) A feasibility analysis on the logistic project to be implemented. c) The company's adjustment to a bond issuance scheme for SME d) Verification of the company's capacity to meet obligations, thru a financial statement projection and e) A complete tax analysis of the issued bonds.

To conclude, this prospect performed under the requirements of The National Security and Exchange Commission is professionally recommended.

Key words:

Financing, bond issuance, prospect, projected financial statements.

Índice

1. Introducción.....	12
2. Justificación.....	13
3. Objetivos.....	14
3.1 Objetivo General.....	14
3.2 Objetivos Específicos.....	14
4. Marco Teórico.....	15
4.1. Fuentes de Financiación.....	15
4.2. Obligaciones Negociables.....	15
4.2.1. Marco normativo de las obligaciones negociables.....	17
4.2.2. Colocación privada de obligaciones negociables.....	17
4.2.3. Oferta pública de obligaciones negociables.....	18
4.3. Solicitud de autorización para emitir.....	19
4.4. Régimen especial para Pymes.....	20
4.5. Prospecto de emisión.....	22
4.5.1. Contenido del Prospecto de Emisión.....	23
4.6. Tipos de emisión de obligaciones negociables.....	24
4.7. Tipos de garantías de obligaciones negociables.....	25
4.8. Modalidades de emisión.....	26
4.9. Estados contables.....	27
4.9.1. Información contable a presentar en un prospecto de emisión.....	28
4.10. Estados contables proyectados.....	29

4.10.1.	Supuestos o premisas: base de la proyección	30
4.10.2.	Presupuestos.....	31
4.10.3.	Índices o ratios	33
4.10.4.	Estado de situación patrimonial proyectado	35
4.10.5.	Estado de resultados proyectado	36
4.11.	Tratamiento impositivo en la oferta pública de obligaciones negociables	37
4.11.1.	Impuesto de sellos.....	39
4.11.2.	Impuesto al Valor Agregado.....	39
4.11.3.	Impuesto a las Ganancias.....	39
4.11.4.	Impuesto sobre bienes Personales.....	40
4.11.5.	Impuesto a los Ingresos Brutos	40
5.	Metodología.....	41
5.1.	Mencionar autoridades y obtener información relevante de la empresa.....	41
5.2.	Describir el proyecto de la empresa que lleva a la búsqueda de capitales	42
5.3.	Establecer condiciones generales y tipo de emisión	43
5.4.	Elaborar un estado contable proyectado, que demuestre la capacidad futura de la empresa para cumplir con las obligaciones contraídas en dicha emisión.....	44
5.5.	Analizar el tratamiento impositivo de emitir obligaciones negociables	45
6.	Diagnóstico	46
6.1.	Contexto Macroeconómico	46
6.2.	Contexto económico de la industria.....	47
6.3.	Reseña Histórica.....	47

6.4. Características Generales de la empresa	48
6.5. Necesidad de la empresa y futuro proyecto	49
6.6. Conclusión diagnóstica	55
6.7. Análisis F.O.D.A.....	57
7. Desarrollo.....	58
7.1. Datos e información de la empresa	59
7.1.1. Historia y desarrollo de la empresa.....	60
7.1.2. Características de la empresa	60
7.1.3. Estructura organizativa de la empresa	61
7.2. Proyecto de La Empresa S.A.....	61
7.2.1. Introducción al proyecto	61
7.2.2. Beneficio de implementar el proyecto	62
7.3. Condiciones generales y tipo de emisión	62
7.3.1. Emisión bajo régimen especial de oferta pública	63
7.3.2. Desarrollo de términos y condiciones.....	64
7.4. Elaboración estado contable proyectado	66
7.4.1. Información preliminar: Ratios.....	67
7.4.2. Presupuestos para elaboración de supuestos.....	69
7.4.3. Proyección de estado de situación patrimonial.....	81
7.4.4. Proyección de estados de resultados	85
7.5. Análisis impositivo.....	87
7.5.1. Tratamiento impositivo especial	88

7.6. Propuesta	89
7.6.1. Prospecto de Emisión de Obligaciones Negociables	89
7.7. Procedimiento de aprobación, colocación en el mercado y captación de fondos ..	103
7.7.1. Presentación del prospecto de emisión	104
7.7.2. Autorización para emitir	104
7.7.3. Suscripción y colocación en el mercado	105
7.7.4. Captación de fondos por parte de la Empresa.....	105
8. Conclusión	107
9. Bibliografía	109
10. Anexos	112
Anexo N° 1: Encuesta	112
Anexo N° 2: Estado de Situación Patrimonial	117
Anexo N° 3: Estado de Resultados.	118
Anexo N° 4: Anexo de Gastos año 2013	119
Anexo N° 5: Anexo de Gastos 2012	120
Anexo N° 6: Presupuesto de adquisición de rodados	121
Anexo N° 7: Presupuesto departamento logística puesta en marcha	122

Tablas

Tabla 1. Comparación Utilidad Bruta con Costos de Transporte	50
--	----

Tabla 2. Presupuesto Incorporación Rodados	51
Tabla 3. Presupuesto Puesta en Marcha Proyecto	52
Tabla 4. Presupuesto Anual Departamento de Logística	53
Tabla 5. Ahorro Impositivo	54
Tabla 6. Análisis F.O.D.A.	57
Tabla 7. Presupuesto de Ventas	70
Tabla 8. Presupuesto de Financiación	72
Tabla 9. Presupuesto de Gastos de Producción	73
Tabla 10. Presupuesto de Producción	74
Tabla 11. Presupuesto de Gastos Comerciales	76
Tabla 12. Presupuesto de Administración	77
Tabla 13. Presupuesto Costo Mercadería Vendida	78
Tabla 14. Resumen Presupuestos Económicos	79
Tabla 15. Presupuesto Ingresos y Egresos	80
Tabla 16. Estado de Situación Patrimonial Proyectado al 31/10/2013	82
Tabla 17. Estado de Situación Patrimonial Proyectado al 31/10/2014	83
Tabla 18. Estado de Situación Patrimonial Proyectado al 31/10/2015	84
Tabla 19. Proyección Estado de Resultados	86
Tabla 20. Tratamiento impositivo	88

1. Introducción

Uno de los problemas principales de las pequeñas y medianas empresas es el de financiación, dado por la restricción al acceso de créditos y los altos costos de préstamos bancarios. Dicho impedimento genera a veces que las Pymes se encuentren en dificultades para su crecimiento. Una opción interesante para conseguir financiamiento es la de emitir obligaciones negociables, debido a que evita los costos de intermediación bancaria. Las Pymes gozan el beneficio de un régimen especial para poder acceder a la oferta pública, con menores requisitos y exigencias que el régimen general.

La empresa bajo estudio es una Pyme dedicada a la producción de envases plásticos, y con frecuencia recurre a préstamos de terceros para poder desarrollarse e ir creciendo. La Empresa S.A. se encuentra con la necesidad de recurrir al financiamiento externo, para incorporar una flota de camiones para transporte y comercialización de sus productos. Por dicho motivo se propone la emisión de obligaciones negociables. Los accionistas desconocen cómo lograr un prospecto emisión, requisito exigido por la C.N.V, y por tal motivo, el siguiente trabajo, apunta a la preparación del mismo, con el fin de que la firma pueda acceder al financiamiento para su proyecto.

A lo largo del siguiente Trabajo Final de Grado, mediante un estudio detallado de las necesidades de la firma y un análisis de contenidos, se pretende lograr el mejor prospecto de emisión posible, respetando las normativas y leyes vigentes. El mismo aspira a servir como base de atracción de capitales y acceso al financiamiento por parte de La Empresa S.A.

2. Justificación

El tema planteado se cree de importancia, ya que no se encuentra mucha información acerca de cómo lograr un prospecto de emisión, por lo cual el siguiente proyecto pretende servir como base para cualquier profesional, pyme o empresa que decida emitir obligaciones negociables.

Además, es de importancia debido a que a través de la preparación de un prospecto legal y atractivo, La Empresa S.A., puede captar inversores y acceder al financiamiento mediante la emisión de obligaciones negociables. Una vez atraídos los inversores, la firma podrá incorporar su nueva flota de camiones, para así disminuir los costos de comercialización y fabricación de productos.

3. Objetivos

3.1 Objetivo General

Elaborar un prospecto de emisión de obligaciones negociables al año 2014 para La Empresa S.A., dedicada a la producción de envases plásticos en la Provincia de Córdoba, con el objetivo de que pueda acceder al financiamiento de terceros

.

3.2 Objetivos Específicos

- Mencionar autoridades y obtener información relevante de la empresa.
- Describir el proyecto de la empresa que lleva a la búsqueda de capitales.
- Establecer condiciones generales y tipo de emisión.
- Elaborar un estado contable proyectado, que demuestre la capacidad futura de la empresa para cumplir con las obligaciones contraídas en dicha emisión.
- Analizar el tratamiento impositivo de emitir obligaciones negociables.

4. Marco Teórico

4.1. Fuentes de Financiación

Una de las principales fuentes de financiación de proyectos para poder crecer, es el aporte propio de sus socios. Estos apuestan al retorno sin tener que pagar intereses. Pero muchas veces, las empresas necesitan tomar deuda, ya que, en algunas ocasiones eleva los rendimientos. Entre las más utilizadas, encontramos el préstamo bancario o de terceros, cheques de pago diferido, cuenta corriente de proveedores, entre otros. Sin embargo, hay un tipo de deuda novedoso que otorga importantes beneficios para las empresas. Ellas son las obligaciones negociables y se caracterizan por una negociación directa entre el inversor y la empresa. Al carecer de intermediario, le permite al inversor percibir un interés mayor, y a su vez, reducir costos por parte de la empresa emisora. La emisión de obligaciones negociables también genera un ahorro impositivo, ya que contiene importantes beneficios fiscales con respecto a préstamos bancarios (Brealey y Myers, 1993).

4.2. Obligaciones Negociables

Es común encontrar empresas con escaso o restringido acceso al crédito, por lo cual, deben buscar diversas formas de obtener financiamiento. Una de ellas es la emisión de obligaciones negociables: que son títulos de renta o deuda privados, es decir, la persona o inversor que adquiere este título tiene un derecho acreedor sobre la emisora y le deben restituir el capital más los intereses, una vez transcurrido un cierto periodo de tiempo. También existe la posibilidad de emitir obligaciones convertibles, en las que el adquirente

puede optar por pasar de ser acreedor a socio, conforme se ejercite la opción (Alemandi y Gomez Bausela., 1991).

Las obligaciones negociables son la posibilidad que tiene una empresa de captar fondos directamente de los inversores. Paolantonio (2004) nos describe dos formas de colocar obligaciones:

- Obligaciones negociables a través de oferta pública: Es aquella que se realiza a través de bolsas e intermediarios financieros a un gran número de inversores. La actividad está regulada por la Comisión Nacional de Valores, que es la encargada de autorizar la emisión. Tiene incentivos fiscales este régimen y para ello exige una serie de requisitos.
- Obligaciones negociables a través de colocación privada: Es aquella que se realiza entre un número reducido de inversores o un potencial inversor. Es de relación contractual, por lo tanto el emisor como el inversor pueden pactar las condiciones que más conveniente sea para sus intereses. El emisor tiende a firmar un pagaré.

Como se puede observar hay diferentes maneras de emitir obligaciones negociables. Las emisiones privadas no están contenidas en una normativa especial, ni exigen requisitos específicos, sino más bien se rige según intereses y acuerdos entre particulares, aunque hay una ley que regula la actividad. Por otro lado se encuentra la oferta pública, impulsada por el Estado con sus beneficios fiscales, pero que además de la ley, se encuentra regulada por la Comisión Nacional de Valores y con determinadas exigencias. Es por esto que se debe profundizar aún más el conocimiento sobre ambas y así lograr el mejor prospecto de emisión posible de acuerdo a las necesidades de la empresa.

4.2.1. Marco normativo de las obligaciones negociables

Paolantonio (2004) toma como fuente primaria de regulación la Ley de Obligaciones Negociables N° 23.576 y modificada por la Ley 23.962. Además se encuentran otras normas de aplicación:

- Ley de Sociedades Comerciales, particularmente en materia de debentures y obligaciones negociables convertibles.
- Para el caso de oferta pública, las disposiciones de las Normas de la C.N.V. y eventualmente el reglamento de cotización donde se negocien los títulos.
- Regulaciones del Banco Central, para obligaciones emitidas por entidades bajo su control.

Aquí Paolantonio describe el ámbito legal y normativo que existen para la emisión de obligaciones negociables. Se debe atender a cada caso particular, para luego detectar qué ámbito legal es aplicable. El fin es adecuar el prospecto de emisión de la empresa a la normativa o ley vigente correspondiente.

4.2.2. Colocación privada de obligaciones negociables

En este tipo de colocación, la empresa no se encuentra obligada a solicitar autorización ante la C.N.V. Es un tipo de deuda negociada entre el ente y el prestamista; los costos de emisión son menores a los de oferta pública; y dicha emisión se puede realizar de acuerdo a necesidades de intervinientes.

Entre las desventajas, se encuentran que para el inversor no es fácil revender los títulos y que, a su vez, los prestamistas deben ser compensados por:

- correr un riesgo mayor,
- costes de investigación,
- negociación en que incurren.

Si bien la oferta pública ofrece beneficios fiscales, este es un método muy utilizado en el ámbito de Pymes. No se puede saber con certeza cuál es el volumen negociado de títulos de deuda privada, pero se estima que es relativamente alto (Brealey y Myers, 1993).

4.2.3. Oferta pública de obligaciones negociables

La oferta pública de obligaciones negociables esta fiscalizada por la Comisión Nacional de Valores y a su vez es regulada por la Ley de Obligaciones Negociables N° 23.576. Dicha ley establece algunas condiciones que se deben respetar para acceder al mercado de capitales y por ende es una actividad que esta reglada. La misma informa sujetos aptos, documentación a presentar, obligaciones, entre otras.

En este tipo de emisión hay dos tipos de mercados: uno primario donde se lleva a cabo la etapa de emisión de las obligaciones y por ende la empresa se realiza de fondos. Por otro, un mercado secundario, donde los títulos de deuda son renegociados ante un gran número de ahorristas e inversores. También se debe tener en cuenta que los costos de emisión son muy altos, tal como el administrativo, ya que involucran contadores, abogados, directivos, aseguradores y asesores con sus respectivos informes. También se debe satisfacer tasas de inscripción, costos de impresión y correo (Brealey y Myers, 1993).

Para poder emitir es fundamental ofrecer información a los potenciales inversores a fin de poder captar el ahorro. El objetivo es lograr convencer a los ahorristas de que es

beneficioso invertir en las obligaciones a emitir por la empresa. Un método que es utilizado y a su vez exigido por la C.N.V., es el prospecto de emisión, que constituye una declaración jurada acerca de la emisión a realizar. Los firmantes de dicho documento son responsables de la información contenida en el mismo, y se debe dar a conocer cualquier hecho relevante capaz de afectar la situación patrimonial, económica y financiera de la sociedad. La idea es evitar el fraude y lograr una información veraz (Paolantonio, 2004).

Además es importante el tipo de rendimiento que ofrece la obligación. Encontramos 2 tipos: el nominal y el real. El primero, es la tasa de a la que un ciudadano cambia dinero corriente por dinero futuro. El segundo, es el poder adquisitivo que adquiere el inversionista al recibir su retorno. Es por esto, que es muy importante tener en cuenta el factor inflación. A los inversionistas, por lo general les interesa el rendimiento real. (Gordon, 2003)

En base a lo descrito se destacan dos aspectos importantes: primero que no es sencillo ingresar a la oferta pública de obligaciones negociables, y segundo, en caso de hacerlo se somete al deber de información. Por ello es que se exige un prospecto de emisión y se cree que es fundamental tanto para la colocación privada como pública, ya que es el documento para atraer ahorristas e inversores. Un dato no menor, es que si se desea ir por la oferta pública, se deben tener en cuenta otras exigencias reguladas por la Ley de Obligaciones Negociables y por la Normativa de la C.N.V.

4.3. Solicitud de autorización para emitir

Para poder emitir por primera vez obligaciones negociables, el Capítulo V de la

Normativa de la Comisión Nacional de Valores año 2013 exige la presentación de una nota solicitando la autorización para ofertar. Dicha nota debe cumplir con tres requisitos generales: ser suscripta por representante legal; indicar el objeto del pedido; y por último contener información de la emisora. A su vez, la solicitud debe estar acompañada de:

- Copia del acta de asamblea.
- Prospecto de emisión confeccionado.
- Un facsímil del título a emitir.
- Documento que acredite la constitución de garantías.
- Plan de afectación de fondos.
- Informe de contador público independiente.

4.4. Régimen especial para Pymes

El Capítulo VI de la Normativa de la Comisión Nacional de Valores, le otorga la posibilidad a las Pymes a emitir obligaciones negociables bajo un régimen simplificado. El monto máximo a emitir por empresa asciende a \$15.000.000. y el monto mínimo a emitir de \$5.000. Las obligaciones deben ser colocadas y negociadas en el ámbito de bolsas de comercio con mercado de valores adheridos. Para que una empresa se considere Pyme debe encuadrar en la Resolución 50/2013 de la secretaria de la Pequeña y Mediana Empresa. No obstante, la resolución 582/2010 de la C.N.V. amplía montos para ser considerada Pyme, solo a los efectos bursátiles.

Las Pymes no necesitan constituir un órgano colegiado de fiscalización y los valores

pueden ser únicamente adquiridos por inversores calificados. Entre ellos se puede nombrar:

- El Estado Nacional, las Provincias y Municipalidades, sus Entidades Autárquicas, Bancos y Entidades Financieras Oficiales, Sociedades del Estado, Empresas del Estado y Personas Jurídicas de Derecho Público.
- Sociedades de responsabilidad limitada y sociedades por acciones.
- Sociedades cooperativas, entidades mutuales, obras sociales, asociaciones civiles, fundaciones y asociaciones sindicales.
- Agentes de negociación.
- Fondos Comunes de Inversión.
- Personas físicas con domicilio real en el país, con un patrimonio neto superior a \$700.000.
- En el caso de las sociedades de personas, dicho patrimonio neto mínimo se eleva a \$ 1.500.000.
- Personas jurídicas constituidas en el exterior y personas físicas con domicilio real fuera del país.
- Administración Nacional de Seguridad Social (ANSES).

Como se desarrolló anteriormente, se debe presentar una nota acompañada con la documentación correspondiente, que solicite la autorización para emitir obligaciones negociables ante la C.N.V. Dentro de la documentación exigida, se encuentra el prospecto de emisión como uno de los pilares, por lo cual se debe conocer sobre el mismo.

4.5. Prospecto de emisión

Se trata de un documento básico informativo a través del cual se realiza la oferta de obligaciones negociables. Debe presentar información veraz y suficiente, que pueda afectar la situación patrimonial, económica y financiera de la emisora que deba ser de conocimiento del público inversor. Para el caso de oferta pública, dicho prospecto debe ser publicado en las entidades autorreguladas en las que cotizarán los valores negociables. Este documento constituye una declaración jurada para el directorio y la sociedad (Paolantonio, 2004).

En otras palabras el prospecto, tiene similitudes a un contrato de emisión, que es un acuerdo entre la empresa y el acreedor, en el que se detallan las condiciones. Las mismas incluyen: términos, cantidad, descripción de la garantía, reembolso y protección de la deuda. La diferencia radica, en que el prospecto está sujeto a aprobación y es de acceso a todo público (Ross, 2006).

El fin por el cual se exige un prospecto es por el deber de información y como pieza fundamental de la captación del ahorro. En otras palabras, constituye un requisito fundamental exigido por la C.N.V. con el objetivo de evitar el fraude, ya que los inversores no pueden inspeccionar un negocio. A su vez, se muestra como principal estrategia de captación de ahorro (Paolantonio, 2004).

Este documento informativo, está contenido dentro del Capítulo IX de la Normativa de la Comisión Nacional de Valores año 2013. Es obligatorio para acceder a la oferta pública, pero también puede ser un elemento significativo para la colocación privada.

4.5.1. Contenido del Prospecto de Emisión

Dentro de la Normativa de la Comisión Nacional de Valores año 2013, en su Capítulo IX, Anexo 2, se detalla sobre el contenido que debe contener un prospecto en la oferta pública especial. A continuación se hace referencia a tal contenido:

- I) Leyenda
 - a) Sujetos responsables de la información.
 - b) Emisor y emisión registrados ante la C.N.V. una vez aprobada.
 - c) Mención de prohibir la adquisición de las obligaciones negociables para inversores no calificados.

- II) Emisor
 - a) Denominación y naturaleza.
 - b) Sede inscripta.
 - c) Inscripciones registrales.
 - d) Actividad principal.

- III) Valores negociables de deuda negociados al corto plazo
 - a) Valor nominal total de la emisión.
 - b) Denominación mínima de los valores.
 - c) Precio.
 - d) Fecha y lugar de integración del precio.
 - e) Fecha de pago capital.
 - f) Tasa de interés.
 - g) Fecha de pago de los intereses.

- h) Lugar de pago.
- i) Tipo y forma de representación de los valores. En el caso de certificados globales, indicación del respectivo agente de depósito colectivo donde se encuentran depositados.
- j) Mención referida a la acción ejecutiva.
- k) Ámbito de negociación.
- l) En su caso, calificación(es) de riesgo.
- IV) Información contable y financiera sobre el emisor, conforme estados contables anuales y auditados
- V) Otras emisiones de valores
- VI) Otra información suministrada por el emisor

Ya se ha descripto la importancia del deber de información, por lo que es fundamental adecuar las necesidades de la empresa en un prospecto de emisión para así poder acceder al financiamiento externo. Ya se tiene una noción, en base a la normativa de la C.N.V., acerca del contenido a incluir en un prospecto. Es por esto que se procede a investigar los tipos de obligaciones negociables existentes y sobre la información contable a presentar con el fin de diseñar el mejor prospecto de emisión posible y conveniente para la empresa.

4.6. Tipos de emisión de obligaciones negociables

- 1) Obligaciones negociables simples: Son aquellas que representan una deuda

para el emisor y un derecho a cobro por parte del inversor. Terminado un lapso de tiempo se debe restituir el capital más un interés.

2) Obligaciones negociables convertibles: También representan un derecho a cobro, pero a diferencia de las anteriores, otorgan la posibilidad de cancelar por anticipado la deuda, mediante la compra de acciones al precio que se haya pactado al momento de la emisión. Únicamente las sociedades por acciones son las habilitadas a emitir este tipo de obligación. El inversor puede cambiar su posición de acreedor a la de accionista (Brealey y Myers, 1993).

4.7. Tipos de garantías de obligaciones negociables

1) Obligación negociable con garantía común: La emisión está garantizada con el patrimonio del inversor. No hay privilegio para el cobro y todos los acreedores se encuentran en la misma condición.

2) Obligación negociable con garantía especial: Se afecta determinados bienes como garantía de emisión. Dichos bienes son susceptibles de hipoteca (ejemplo: un inmueble).

3) Obligación negociable con garantía flotante: Afecta a su pago todos los bienes muebles o inmuebles de la sociedad emisora, presentes y futuros. Otorga privilegios.

4) Obligación negociable con otras garantías: Prenda, fianza personal, aval, entidades financieras como garantes, entre otras (Paolantonio, 2004).

Ya se tiene una idea de los tipos de obligaciones con sus garantías, por lo que se

procede a conocer cuáles son las formas de emisión.

4.8. Modalidades de emisión

En el ámbito de la oferta pública, Paolantonio (2004) describe dos tipos de modalidades:

- Transacción única: Son aquellas que se realizan en una sola vez por el monto total emitido. Muchas veces este método no satisfacía a las empresas, ya que para las emisoras que demandaban recursos financieros, a menudo, le era costoso. Así mismo, tal vez para minimizar los costos de emisión, terminaban tomando deudas en exceso por lo que se vio la necesidad de implementar otra modalidad.
- Transacción múltiple: Éste consiste en que la Comisión Nacional de Valores autoriza un determinado monto de emisión cumpliéndose en ese momento el trámite administrativo. La C.N.V. autoriza a emitir por un monto determinado, y por un plazo máximo de cinco años, para que luego la empresa pueda emitir en una o más series en el momento que desee dentro del lapso quinquenal.

Este dato es no menor para el caso de una empresa emisora en oferta pública, ya que es la que requiere autorización y contiene altos costos para poder emitir. Ya se tiene una noción de lo que es un prospecto, tipo y modalidades de emisión, por lo que queda indagar respecto a la información contable a presentar y así poder lograr el prospecto más conveniente para La Empresa S.A.

4.9. Estados contables

Los estados contables son un requisito fundamental de información a la hora de realizar un prospecto de emisión de obligaciones negociables, según la normativa de la C.N.V. Es por esto que a grandes rasgos se procede a conocer sobre los mismos, ya que forman parte del prospecto de emisión de la empresa.

La Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (F.A.C.P.C.E.) emitió la Resolución Técnica N° 37, dentro de la cual establece en una definición respecto a los estados contables:

Presentación estructurada de información contable histórica, que incluye notas explicativas, cuya finalidad es la de informar sobre los recursos económicos y las obligaciones de una entidad en un momento determinado o sobre los cambios registrados en ellos en un período de tiempo, de conformidad con un marco de información contable.

Los estados contables son un medio de transmisión de datos económicos y financieros entre los usuarios de la información y el ente bajo estudio. Es por esto que deben ser presentados de manera adecuada y precisa, para que sea útil la información. Existen cuatro estados contables básicos según R.T. 8 y R.T. 9 de la F.A.C.P.C.E.:

a) Estado de Situación Patrimonial o Balance: refleja el activo, pasivo y patrimonio neto de la empresa.

b) Estado de Resultados: muestra los resultados de la sociedad y las causas que los motivaron.

c) Estado de Evolución del Patrimonio Neto: manifiesta las variaciones del capital social, como las reservas y resultados durante el ejercicio.

d) Estado de Flujo de Efectivo: demuestra el movimiento de fondos de la empresa durante el período (Seijas, 2010).

Ya se conoce a grandes rasgos de qué tratan los estados contables, requisito fundamental de información que exige la Comisión Nacional de Valores. Se debe prestar especial atención a que los mismos representan a la empresa en un momento determinado, generalmente histórico.

A continuación, se desea conocer cuál es la información contable exigida en un prospecto de emisión.

4.9.1. Información contable a presentar en un prospecto de emisión

Dentro del Capítulo IX de la normativa de la Comisión Nacional de Valores año 2013, que regula el prospecto de emisión, indica la información clave que se debe presentar:

a) Información contable y financiera: Sobre bases consolidadas, resumidas y comparativas se presenta una síntesis de resultados y de la situación patrimonial.

b) Indicadores: Se deben presentar los principales indicadores de los últimos dos periodos. Entre ellos se puede nombrar: liquidez, solvencia, inmovilización de capital y rentabilidad.

c) Razones para la oferta y destino de los fondos.

d) Factores de Riesgo: Se debe informar en forma destacada los factores de riesgo que son específicos para la emisora o actividad.

e) Informar si han ocurrido cambios significativos.

Ya se tiene una idea de la información que se debe presentar en un prospecto. Como

se mencionaba anteriormente, los estados contables representan a la empresa en un momento determinado, generalmente histórico. Es por esto que se cree que la mejor manera de presentar información contable es mediante la presentación de los últimos dos estados contables aprobados, y a su vez, los estados contables proyectados por el tiempo que dure la emisión. Esto le permite al inversor visualizar, en principio, cómo evolucionará la empresa para poder hacer frente a las obligaciones. Para un prospecto se requiere el estado de situación patrimonial y de resultados. A tal efecto, se considera importante conocer sobre ambos, y a su vez, la manera de proyectarlos.

4.10. Estados contables proyectados

Como se explicó anteriormente, se cree positiva la idea de presentar en el prospecto de emisión el estado situación patrimonial y de resultados de los últimos dos períodos, y a su vez, un tercer período proyectado de dichos estados. Con esta información un inversor puede evaluar cómo puede responder la empresa ante diferentes situaciones, con el fin de minimizar los riesgos de inversión.

A la hora de proyectar estados contables se deben tener dos aspectos en cuenta:

- Conocer las características del ente: Es de vital importancia estar informado sobre las características del ente para proyectar. Se debe estar al tanto de todo lo esencial en la operatoria habitual del ente. Esto es fundamental para poder proyectar con el máximo grado de realidad posible.
- Analizar la experiencia que posee el ente en este tipo de proyecciones: Si ya

realizó proyecciones, sólo se analiza cómo han reaccionado las premisas o supuestos en períodos anteriores. Si es nuevo en proyecciones, se pierde la posibilidad de esa información, pero se debe involucrar a los responsables de cada sector para lograr las premisas o supuestos lo más cercano a la realidad (Sánchez Brot, 2005).

Además de lo citado en el párrafo anterior, se debe prestar especial atención a los hechos posteriores al cierre del ejercicio de los estados a proyectar, y que puedan afectar la información contable proporcionada por la empresa. En otras palabras, se debe analizar si existen contingencias que puedan modificar los datos proporcionados a la fecha. Las contingencias son aquellas que pueden ocurrir o no en un futuro (Viegas; Fronti de Garcia; Chaves y Pahlen Acuña, 1996).

Toda esta información que se debe reunir, es para poder realizar premisas que sirvan como base de la proyección. A través de dichos supuestos, se puede explicar cómo puede llegar a comportarse la empresa a futuro. Esto es fundamental, ya que un buen estado contable proyectado, depende principalmente de que tan buenos y más cercanos a la realidad posible son los supuestos. A continuación se pretende conocer cómo armar un supuesto o premisa.

4.10.1. Supuestos o premisas: base de la proyección

Como se mencionó, los supuestos son la base de la proyección, ya que a través de ellos se intenta plasmar cómo evolucionará la empresa en un futuro. Según Sánchez Brot (2005) existen dos maneras de establecer supuestos:

- Presupuestos: A través de las cifras obtenidas de los diferentes presupuestos

de cada área, se pueden obtener explicaciones lógicas para poder estimar proyecciones. Los responsables de cada departamento o área se responsabilizan por la información contenida en las cifras. A la hora de realizar un presupuesto, cada responsable de área deberá tener en cuenta la integración con el sistema contable, utilizar criterios de devengado y percibido, darle el tratamiento impositivo correspondiente y, por último, tener en cuenta los componentes financieros implícitos.

- En base a índices o ratios: A partir de los estados contables proporcionados por la empresa, se obtienen coeficientes que pueden ser utilizados para hacer pronósticos con mayor rapidez. En esta situación no existen planes detallados y permite obtener directamente del estado contable la posición financiera de la empresa.

Ya se conocen cuáles son las formas de crear supuestos o premisas, por lo cual se cree necesario investigar más en detalle sobre cada una y, posteriormente, desarrollar cómo proyectar los estados exigidos por la C.N.V.

4.10.2. Presupuestos

A través de ellos se pueden realizar las diferentes premisas que servirán como base de la proyección. Según Sánchez Brot (2005) se hallan dos tipos de presupuestos: económicos y financieros. A continuación se desarrolla cada uno:

- 1) Presupuestos económicos: Se utiliza el criterio devengado. Se asignan ingresos y egresos por mes. Pretende determinar ganancias o pérdidas del período. Entre los tipos de presupuestos económicos se encuentra:

- Presupuesto de ventas: Considerado el presupuesto rector. El volumen de

ventas será el parámetro para la preparación de los restantes presupuestos del ente. Los sectores comerciales aportan datos necesarios para lograr la proyección en ventas. Entre ellos se puede nombrar: clientes, cantidades, precios, formas, entre otras.

- Presupuesto de producción: Surge de tres elementos fundamentales: materia prima, mano de obra y cargas sociales, y gastos generales de fabricación. Se pretende determinar la cantidad de unidades a producir y su costo. Se debe tener en cuenta las cifras de ventas obtenidas del presupuesto anterior, como así también, los stocks iniciales y finales, para luego determinar el nivel de producción a proyectar.

- Presupuesto de gastos comerciales: Realizado por los responsables del área comercial. El nivel del gasto depende de las ventas. También se deben tener en cuenta gastos que no generen salidas de fondos tales como amortización y porcentaje de incobrabilidad.

- Presupuesto de gastos de administración: Realizado por los responsables del área administrativa. Igual caso que el anterior, se deben tener en cuenta gastos que no generan egresos de fondos. Depende del nivel de ventas y tiene en cuenta sueldos, cargas sociales, movilidad, entre otras.

- Presupuesto de equipamiento de bienes de uso: Definido el nivel de actividad se requieren inversiones en activos fijos. Se debe realizar un presupuesto de compra de activos y sus condiciones de pagos. Las amortizaciones serán un gasto asignado a comercialización, producción o administración, dependiendo a quien corresponda.

- Presupuesto de gastos financieros: Surge del presupuesto financiero. La asignación mensual puede diferir del mes al que ocurre el gasto, pero los intereses se asignan al mes en que deban pagarse, sumado el impuesto al valor agregado. Se debe indicar en

detalle el préstamo utilizado, la tasa y las condiciones de pagos.

- Presupuesto del impuesto al valor agregado proyectada: Se recurre a cada uno de los presupuestos anteriores, para extraer los créditos y débitos fiscales y determinar si corresponde un egreso o no.

2) Presupuesto financiero: Se lleva a cabo por el criterio percibido. Se presenta exponiendo dos grandes grupos de partidas, una destinada al ingreso de fondos y otra al egreso de fondos, y se determinan los movimientos de caja por mes.

- Ingresos: Se detalla la proyección de cobranzas de ventas de cada uno de los meses y se debe detraer el impuesto al valor agregado. Tener en cuenta el porcentaje de incobrabilidad.

- Egresos: Se especifica la cantidad de gastos que generen salidas de fondos en los diferentes meses.

- Déficit/Superávit del mes: Al final de cada mes se deberá prestar atención al saldo que arroje. Y así determinar si hay sobrantes o faltantes de liquidez.

Ya se conoce como a través de presupuestos se pueden estimar supuestos. Ahora se intenta conocer ratios o índices que puedan servir como base de dichas premisas.

4.10.3. Índices o ratios

Existen gran cantidad de ratios capaces de otorgar información útil al profesional. A continuación se decide mencionar únicamente los exigidos por la C.N.V.

- Liquidez corriente: Es un índice que aporta datos de la capacidad que tiene la

empresa de cumplir con sus obligaciones en el corto plazo. Es una propuesta muy básica ya que no aporta demasiado, pero es un buen indicio para conocer si con activos disponibles, en principio pueden hacer frente a los pasivos. Mientras más alto sea el resultado del índice, mayor es la solvencia de la firma (Newton, 2002).

$$\text{Liquidez Corriente} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

- Endeudamiento: Las formas de financiar las actividades de una empresa puede ser mediante: aportes propios o de terceros. Esta razón indica, por cada peso invertido en la empresa, cuanto de capital de terceros se utilizó (Pérez, 2005).

$$\text{Endeudamiento} = \frac{\text{Pasivo}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

- Inmovilización: Esta medida permite conocer qué recursos no se pueden disponer en cualquier momento, ya que hay ciertos activos en el que su realización no es cercana.

$$\text{Inmovilización} = \frac{\text{Activo no Corriente}}{\text{Activo}}$$

No todos los activos no corrientes tienen la misma inflexibilidad. Tal como los créditos no corrientes, comparado con bienes de uso o activos intangibles. Por esto se cree que debe diferenciarse, por ejemplo, las inversiones en otras sociedades del activo no corriente, ya que en caso de problemas financieros pueden liquidarse (Pérez, 2005).

- Rentabilidad del patrimonio neto: En este caso se desea conocer la productividad de los fondos aportados por los dueños de la empresa, es decir, con recursos

propios de los socios.

$$\text{Rentabilidad del Patrimonio Neto} = \frac{\text{Ganancia del Ejercicio}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Ésta informa, por cada peso invertido como propietario, cuánto se gana o se pierde. Otras formas de llamarla es ROE o rentabilidad financiera (Pérez, 2005).

Los índices mencionados solo se exponen por disposición de la C.N.V. como contenido fundamental de información en un prospecto de emisión. A continuación se desarrolla la proyección de cada estado en base a los diferentes presupuestos.

4.10.4. Estado de situación patrimonial proyectado

A cada una de las cuentas que componen dicho estado, se las debe proyectar individualmente a través de explicaciones lógicas. Sánchez Brot (2005) brinda una idea de cómo proyectar cada cuenta, a través de los diferentes presupuestos anteriormente desarrollados:

- Caja y Bancos: Debe coincidir con el presupuesto financiero.
- Inversiones: Se extrae del presupuesto financiero. Si hay sobrantes, se debe conocer políticas de colocación financieras.
- Créditos por ventas: Se verán disminuidos por los ingresos presupuestados. El remanente formará parte de créditos por ventas del estado de situación patrimonial proyectado.
- Otros créditos: Tener en cuenta el presupuesto financiero y económico.
- Bienes de cambio: La existencia final que se expondrá en el estado proyectado

nace del resultado de la siguiente ecuación: Existencia inicial más producción proyectada del período menos costo de ventas proyectado.

- Inversiones permanentes: Realizar un presupuesto especial y tener en cuenta el presupuesto financiero.
- Bienes de uso: Tener en consideración el saldo inicial de bienes de uso, la proyección en activos fijos y la amortización de cada presupuesto.
- Bienes inmateriales: Ídem bienes de uso.
- Deudas comerciales: Se debe atender al presupuesto de administración, comercialización, producción.
- Deudas fiscales: Proyectarse en base al presupuesto de IVA, financiero y económico.
- Deudas no corrientes: Analizar todos los presupuestos.
- Patrimonio neto: Se proyectará en base al presupuesto económico. Considerar la ganancia proyectada y el saldo al inicio.

4.10.5. Estado de resultados proyectado

A continuación Sánchez Brot (2005) ofrece un indicio de cómo proyectar las diferentes cuentas del estado de resultados:

- Ventas: Se obtiene del presupuesto de ventas.
- Costo de ventas: Se consigue del presupuesto de producción y definida la existencia final de bienes de cambio en el estado de situación patrimonial.
- Gastos comerciales: Del presupuesto de comercialización.

- Gastos administrativos: Del presupuesto de gastos de administración.
- Gastos financieros: Del presupuesto de gastos por financiación.
- Resultados financieros: En base al análisis de las colocaciones financieras que se llevaran a cabo en el periodo proyectado.
- Impuestos a las ganancias: Se debe tener en cuenta la técnica del impuesto diferido.

Ya se tiene una noción de cómo proyectar los estados contables de la empresa. Es importante conocer el tratamiento impositivo especial que tiene a la hora de ingresar a la oferta pública de obligaciones negociables.

4.11. Tratamiento impositivo en la oferta pública de obligaciones negociables

La emisión está regulada por la Ley de Obligaciones Negociables N° 23.576, modificada por Ley N° 23.962, y entre los aspectos más importantes, se encuentra que las sociedades por acciones, cooperativas y asociaciones civiles son las habilitadas para emitir oferta pública de obligaciones negociables. Pueden emitirse diferentes clases de obligaciones negociables con derechos diferentes, aunque dentro de cada clase se deben otorgar los mismos derechos. Si se realiza oferta pública y se cumplen determinados requisitos, las obligaciones negociables tienen un tratamiento impositivo especial.

Según el Artículo 36 de la Ley N° 23.576, modificada por Ley N° 23.962, para poder acceder a los beneficios impositivos se deben cumplir los siguientes requisitos:

- Sean emisión de obligaciones negociables colocadas bajo oferta pública, con

la respectiva autorización de la Comisión Nacional de Valores.

- La emisora garantice la aplicación de los fondos a obtener mediante la colocación de las obligaciones negociables, a inversiones en activos físicos situados en el país, integración de capital de trabajo en el país o refinanciación de pasivos, a la integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas a la sociedad emisora cuyo producido se aplique exclusivamente a los destinos antes especificados, según se haya establecido en la resolución que disponga la emisión, y dado a conocer al público inversor a través del prospecto.

- La emisora deberá acreditar ante la Comisión Nacional de Valores, en el tiempo, forma y condiciones que ésta determine, que los fondos obtenidos fueron invertidos de acuerdo al plan aprobado.

- El plazo mínimo de amortización total de las obligaciones no podrá ser inferior a dos años. En el caso de emitirse con cláusula de amortización parcial deberán cumplirse las siguientes condiciones adicionales:

- a) La primera amortización no se efectuará hasta transcurridos seis meses, ni podrá ser superior al 25% de la emisión;

- b) La segunda amortización no se efectuará hasta transcurridos doce meses, ni podrá ser superior al 25% de la emisión;

- c) El total a amortizar dentro de los primeros dieciocho meses no podrá exceder del 75% del total de la emisión.

Los plazos se contarán a partir de la fecha en que comience la colocación de las obligaciones negociables. Cumplido los requisitos, el tratamiento impositivo a seguir se

detalla a continuación.

4.11.1. Impuesto de sellos

El Artículo 1 de la Ley N° 23.962 y en modificación al Artículo 35 de la Ley N° 23.576 de Obligaciones Negociables, otorga la exención del impuesto a los sellos en los actos, contratos, operaciones o constitución de garantías.

4.11.2. Impuesto al Valor Agregado

El Artículo 1 de la Ley N° 23.962, y en modificación al Artículo 36 bis de la Ley N° 23.576 de Obligaciones Negociables, otorga la exención en cuanto al Impuesto al Valor Agregado. Dicha exención corresponde en la emisión, suscripción, colocación, transferencia, amortización, intereses y cancelaciones de las obligaciones negociables y sus garantías.

4.11.3. Impuesto a las Ganancias

En el Artículo 36 bis de la Ley N° 23.576 modificada por Ley N° 23.962, se establece que están exentos del Impuesto a las Ganancias, los resultados provenientes de la compra, venta, cambio, permuta, conversión y disposición de obligaciones negociables, como así también los intereses, actualizaciones y ajustes de capital.

Si los beneficiarios de las obligaciones, son sociedades constituidas en el país, los beneficios se encuentran gravados. Por el contrario, si son sociedades constituidas en el exterior los resultados se encuentran exentos del gravamen.

A su vez, en el Artículo 37 de la Ley 23.576, modificada por Ley N°23.692, se le permite a la emisora deducir del impuesto a las ganancias, los intereses y actualizaciones

provenientes de la colocación de emisiones negociables.

4.11.4. Impuesto sobre bienes Personales

Se encuentran alcanzadas por la Ley 24.468, en el artículo 19, inciso I.

4.11.5. Impuesto a los Ingresos Brutos

En la provincia de Córdoba, según el Código Tributario Provincial artículo 239, se encuentran gravados los ingresos derivados de obligaciones negociables.

5. Metodología

Para emitir obligaciones negociables fue necesario evaluar tres aspectos fundamentales: necesidades económicas de la empresa, modalidades de colocación admitidas por la ley e información especial requerida. Toda esta información se plasmó en un prospecto de emisión. Las técnicas que se utilizaron para la obtención de datos fueron la observación, entrevista y análisis de contenidos.

El siguiente trabajo corresponde a un enfoque de tipo cuantitativo.

Se utilizaron fuentes primarias y secundarias de datos.

5.1. Mencionar autoridades y obtener información relevante de la empresa

Para poder conocer la operatoria y la composición de La Empresa S.A., con el fin de volcarlo en el prospecto, se utilizaron fuentes primarias y secundarias de datos.

Fuente primaria de datos

En primer lugar se recolectó información acerca de la operatoria del ente. Para ello, se utilizó como fuente primaria de datos, una entrevista realizada al socio Fernando Torres hijo. La misma se basó en preguntas concretas acerca de la operatoria de la firma, tales como:

- Cómo nace e historia de la empresa.
- Tipo de productos que fabrica. Tecnología empleada.
- Comercialización de productos.
- Características de la empresa.

Fuente secundaria de datos

Para conocer cómo estaba compuesta la sociedad, se realizó una revisión de las actas de directorio de la empresa; la misma fue proporcionada por el propio Director.

5.2. Describir el proyecto de la empresa que lleva a la búsqueda de capitales

Dicho objetivo fue quien le dio origen al prospecto, ya que es la razón que lleva a la búsqueda de fondos. Se compararon los altos costos de transporte que tenía la empresa con el ahorro de costos que obtenía si se incorporaba una flota de distribución de productos propia. Se buscó información de fuentes primarias y secundarias de datos.

Fuente primaria de datos

Entrevista con el socio de La Empresa S.A. Fernando Torres Hijo. La misma se basó en la obtención de datos relacionados al próximo proyecto de la compañía, tales como:

- Próximo proyecto de la empresa.
- Posibilidad de implementar obligaciones negociables al proyecto.
- Comercialización.
- Estrategia de ventas.
- Mercado actual y proyectado.
- Modo de implementación y estudio del proyecto.

Fuente secundaria de datos

Se ha realizado una revisión detallada de información contable del ente, en especial del estado de resultados y las respectivas notas. El mismo permitió identificar el verdadero costo de transporte tercerizado, para luego compararlo con el ahorro de costos que genera la incorporación de una flota de transporte propio.

A su vez, se llevó a cabo la lectura de los diferentes presupuestos. Entre ellos, el de adquisición de rodados, el presupuesto para poner el proyecto en marcha y el presupuesto anual de gastos del departamento de logística.

5.3. Establecer condiciones generales y tipo de emisión

Aquí se utilizó la técnica de análisis de contenidos y observación. De acuerdo al tipo de empresa y sus necesidades, se encuadró en el régimen que se consideró más conveniente para la misma. Para poder encuadrarla, se utilizaron fuentes secundarias de datos.

Fuente secundaria de datos

Para poder encuadrar a la organización bajo el régimen especial, se tuvo en cuenta la ley y la normativa legal y vigente en la República Argentina. Entre ellas se puede nombrar:

- Ley de Obligaciones Negociables 23.576. Modificada por Ley 23.692.
- Normativa Comisión Nacional de Valores Año 2013. Régimen Especial.
- Resolución 50/2013. Emitida por el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. Micro, Pequeña y Mediana Empresa.

Para poder establecer las condiciones y tipos de obligaciones a emitir, se realizó un análisis normativo y bibliográfico. Entre ellos se menciona:

- Normativa Comisión Nacional de Valores año 2013.
- Ley de Obligaciones Negociables 23.576. Modificada por Ley 23.692.
- Libro “Obligaciones Negociables” de Martín Paolantonio (Paolantonio, 2004).
- Libro “Fundamentos de Financiación Empresarial” de Brealey y Myers (Brealey y Myers, 1993).

5.4. Elaborar un estado contable proyectado, que demuestre la capacidad futura de la empresa para cumplir con las obligaciones contraídas en dicha emisión

Se utilizó la técnica del análisis de datos, análisis de contenidos y observación. La idea se basó en proyectar los estados contables de La Empresa S.A. mediante supuestos. Esos supuestos se elaboraron a través de presupuestos proporcionados por cada departamento. La idea de la proyección se basó en determinar, a la fecha, si la empresa puede asumir el compromiso o no, de cumplir con las obligaciones a contraer.

Fuente secundaria de datos

Para poder proyectar los estados contables de La Empresa S.A. se extrajo información de las siguientes fuentes:

- Estado de Situación Patrimonial de La Empresa S.A. al 2013.
- Estado de Resultados de La Empresa S.A. al 2013.
- Presupuestos elaborados por los diferentes departamentos: Ventas, Compras,

Producción, Finanzas y Administración.

A su vez se tuvo en cuenta el siguiente material bibliográfico para poder proyectar los estados contables:

- Libro “Análisis de Estados Contables” de Enrique F. Newton (Newton, 2002).
- Libro “Estados Contables Proyectados” de Luís E. Sánchez Brot (Sánchez Brot, 2005).
- Libro “Análisis de Estados Contables: un enfoque de gestión” de Jorge O. Pérez (Pérez, 2005).

5.5. Analizar el tratamiento impositivo de emitir obligaciones negociables

Fuente secundaria de datos

Para poder establecer el tratamiento impositivo de las obligaciones negociables, fue necesario hacer una revisión de la Ley. Entre ellos se puede nombrar:

- Ley de Obligaciones Negociables N°23.576, y su modificatoria Ley N°23.692.

Para el caso de impuesto a los sellos, impuesto al valor agregado y ganancias.

- Ley N°24.468 modificatoria de la Ley N°23.699, para el caso de impuestos personales.

- Código Tributario de la Provincia de Córdoba para el caso de impuesto de sellos e ingresos brutos.

6. Diagnóstico

6.1. Contexto Macroeconómico

Según informe del Instituto Argentino de Mercado de Capitales, durante el año 2013, las acciones de empresas en los Países desarrollados como la Eurozona y Estados Unidos, finalizaron el período con variaciones positivas. En Argentina, los mercados obtuvieron subas de un 42% y hasta un 61%, por lo cual también fue favorable. En otras palabras, la mayor parte de las acciones negociadas cotizaron en alza.

En cuanto al financiamiento externo de las empresas en el mercado interno, marcaron un record histórico. El financiamiento externo logrado por empresas fue un 34% superior a lo colocado en base al 2012. Del total del volumen, un 95% fue financiamiento genuino, mientras que el restante 5% fue para refinanciación o reestructuración de deudas. La mayor parte del financiamiento corresponde a empresas grandes, pero el de las Pymes creció un 17,3% con respecto al 2012 y también establecieron un record. Cabe destacar que el 32% del financiamiento externo de las empresas corresponden a obligaciones negociables, por lo cual, las mismas juegan un papel importante a la hora de tomar deuda.

Una mirada que presenta el Cronista es que las exportaciones Argentinas cayeron más de un 10% y la ubica como la peor de la región. Esto afecta la balanza comercial y los ingresos genuinos de dólares. El Gobierno Nacional adjudica a esta caída al contexto internacional y a la caída de crecimiento de sus principales socios. Esto se ve reflejado en una menor demanda de productos argentinos en el mundo.

Según iProfesional, la economía de la República Argentina creció un 3% en 2013, e informan los economistas que hay un proceso de desaceleración y estancamiento, y por ende,

un crecimiento en menor medida respecto de períodos anteriores. Como temas urgentes y preocupantes en el mundo empresario figuran: el déficit fiscal y por consiguiente la alta inflación, el control de cambios que dificultan la adquisición de insumos y el menor crecimiento.

6.2. Contexto económico de la industria

Según la cámara argentina de la industria plástica durante el 2012 el sector sufrió una caída del 5,1% respecto al 2011. Esta caída se explica por una caída en las importaciones del 15% y consecuentemente una caída en las exportaciones. También se observa una caída en la importación de bienes de capital. Si se toman datos desde el 2003 al 2013 la industria del plástico tuvo un gran crecimiento aumentando un 200% la producción y un 65% el empleo. Durante el año 2013 el consumo de plástico privado se vio aumentado en un 2.5% y la exportación en un 4%. La empresa del plástico fue uno de los que más creció en Argentina en los últimos 10 años.

Según el Instituto Argentino del Envase durante el 2013, el sector se mantuvo estable y creció un 0,8% con respecto a 2012. En 2012 el sector industrial del envase creció un 6%. El leve crecimiento se atribuye a un complejo escenario macroeconómico, pero igualmente se destaca la solidez de la industria. Se presenta para el sector dos desafíos y preocupaciones importantes a tratar a mediano plazo: la innovación de productos permanente y la preocupación por el impacto ambiental.

6.3. Reseña Histórica

La Empresa S.A. fue fundada por Fernando Torres Padre hace más de 60 años e inicialmente transitó el camino de la industria metalúrgica por más de 20 años. En los años

70, productos del Rodrigazo, la empresa decidió dar un giro de actividad y comenzó a dar los primeros pasos en la industria del plástico. En principio, se producían caños de PVC. Con el correr de los años, la empresa necesitaba terminar de asentarse en la industria del plástico y para esto fue necesaria la adquisición de una nueva planta fabril. La misma fue edificada en la Provincia de Córdoba. Una vez instalada ya por los años 90, se encontró un nicho en el mercado de envases plásticos. Para ello se tuvo que importar máquinas de Francia y Taiwán, ya que se necesitan tecnologías de alto nivel para poder satisfacer las necesidades de los clientes. En el 2006 hasta la actualidad, la empresa pasa a ser dirigida por Fernando Torres Hijo, quien decide desarrollar la comercialización de sus productos mediante la implementación de objetivos estratégicos.

6.4. Características Generales de la empresa

La empresa bajo estudio está dedicada a la producción, logística y comercialización de envases plásticos. La administración y planta está situada en el mismo sitio. La planta ocupa 5 mil metros cuadrados sobre una superficie de 1,5 hectáreas. Para la fabricación de envases poseen tecnologías nacionales e importadas de Francia y Taiwán.

Entre los productos que ofrecen se pueden mencionar: botellas, bidones, frascos, jarras, pulverizadores y dosificadores. Entre cada uno de estos tipos existen diferentes gamas de acuerdo a las necesidades del cliente.

Sus compras se realizan a proveedores nacionales, por lo que generalmente no poseen problemas o demoras de producción.

La empresa fabrica desde envases pequeños hasta tambores de 250 litros para

exportación de aceitunas. Su principal mercado se orienta hacia las Pymes, ya que las grandes compañías tienen su propia producción. Si bien se realizan trabajos para empresas grandes como Pepsi, se intenta perfilar por el lado de las Pymes buscando una diversificación de clientes

Poseen representantes en Buenos Aires, Formosa, Mendoza, Corrientes, Entre Ríos, Misiones y Chaco. A su vez poseen una sucursal en Córdoba Capital.

La actividad está regulada por el registro industrial de la Provincia de Córdoba. El sindicato con el que interactúan es con Unión Obrero y Empleados Plásticos adherido a la CGT (Confederación General del Trabajo).

6.5. Necesidad de la empresa y futuro proyecto

Como se menciona anteriormente, la firma apunta a una cartera diversificada de clientes y no a uno potencial. El objetivo es diversificar riesgos y evitar la caída de ventas. Dicha estrategia conlleva a un mayor recorrido para la entrega de productos, por lo cual encarece el costo de transporte.

Sus canales de distribución son en base a camiones contratados con terceros que trasladan productos a los diferentes puntos del País. La idea de aumentar las ventas en el País, encarece el costo de flete. Por este motivo su próximo objetivo a corto plazo, es crear un departamento propio de transporte y logística. Sus metas fundamentales se basan en la disminución de costos y la optimización de tiempos de entrega, mejorando la competitividad.

A continuación se refleja a través de un estudio detallado, la necesidad de internalizar el transporte:

Tabla 1. Comparación Utilidad Bruta con Costos de Transporte

Año	Utilidad bruta	Costo del transporte
2012	\$5.456.987	\$2.485.930
2013	\$8.390.060	\$3.781.330

Fuente: Estados Contables de La Empresa S.A.

El costo del transporte alcanza casi el 45% de la utilidad bruta para el año 2013 y el 45,5% durante el año 2012. Para poder comercializar a mayores destinos tales como el sur del país necesita una baja en los costos.

El costo del transporte es fundamental en este rubro, ya que está directamente ligado al precio de los envases plásticos. La demanda es elástica, ya que una variación en el precio puede influir en la venta de productos. Es por esto que ante un mercado tan sensible, se debe ofrecer productos a buen precio. La Empresa S.A., opta por políticas de no aumentar los precios y renunciar a utilidades con tal de no perder clientes. Es por esto que ve como una buena alternativa bajar los costos de transporte para así poder aumentar sus utilidades.

Mercado donde opera la Empresa S.A.

El mercado en que opera La Empresa S.A. es en la República Argentina. Comercializa sus productos en Mendoza, San Luis, Buenos Aires, Misiones, Chaco, Formosa, Córdoba, Corrientes y Entre Ríos. En otras palabras comercializa estratégicamente sus productos en centro y norte del país.

Con el abaratamiento de costos que pretende lograr, desea acceder a nuevos mercados en el sur del país, tales como Río Negro, Neuquén y Chubut. Al año 2013, es conveniente la compra de dichos productos a empresas del sur de Chile. A mediano plazo, el objetivo

principal es poder ser líder a nivel nacional en la venta de envases plásticos. A largo plazo lograr imponer sus productos en los países del Mercosur.

A final del ejercicio 2013, la empresa trabaja con un servicio de logística tercerizada. La empresa de logística externa, pone a disposición de la firma cinco camiones para que pueda comercializar sus productos y comprar insumos.

Desarrollo del proyecto

Con el objetivo de disminuir los costos de flete, se busca incorporar una flota de seis camiones que transporten los productos a las diferentes partes del país y así poder eliminar la contratación con terceros para el mismo. Inicialmente la distribución estratégica es de utilizar dos rodados al centro del país, dos para el norte, uno para el sur y uno dedicado específicamente para el retiro de insumos para producción. A continuación se presenta el presupuesto proporcionado por Iveco Argentina S.A. para incorporar seis camiones ya listos para poner en marcha:

Tabla 2. Presupuesto Incorporación Rodados

Cantidad	Modelo	Precio unitario	Total
6	Nuevo Tector Atacó	\$610.000	\$3.660.000
Por compra de contado 10% descuento			\$3.294.000

Fuente: Presupuesto proporcionado por Iveco Argentina S.A.

El valor de cada camión ya listo para transportar, ronda en \$610.000. Lo cual por la adquisición de los seis rodados la inversión total sería de \$3.660.000. Pero por un pago de contado la bonificación obtenida es del 10%. Por lo cual el monto total a pagar es de \$3.294.000. Además de la incorporación de camiones, se necesita una inversión adicional

para poner en marcha el proyecto:

Tabla 3. Presupuesto Puesta en Marcha Proyecto

Presupuesto	Presupuesto total
Capacitación de personal	\$80.000
Departamento de logística	\$150.000
Sistema de control y seguimiento	\$200.000
Trámites	\$50.000
Total	\$480.000

Fuente: Elaboración propia.

Para el nuevo servicio de logística propia se necesitan aproximadamente \$480.000 en conceptos de capacitación de personal, creación de un área a cargo, gastos de trámites e incorporación de controles. En dichos controles se prevé incorporar tecnologías que permitan hacer el seguimiento de los rodados para optimizar tiempos de entrega. Por lo cual el monto total para implementar el servicio de logística asciende a un total de \$3.774.000.

Haciendo una evaluación de las necesidades para poner en marcha el proyecto, inicialmente La Empresa S.A. necesita captar de los inversores \$3.800.000.

Beneficios de implementar el proyecto

Implementar una flota de transporte propio, se estima que genera un ahorro de costos del 50% de lo que se gasta en conceptos de flete. A pesar de que una vez que se cuente con logística propia no va a corresponder pagar transportes de terceros, seguramente se elevarán algunos otros costos para mantener en operatividad el servicio. En otras palabras, se crea un nuevo presupuesto para el departamento de logística, que igualmente se estima un 50%

inferior a lo que se paga actualmente a terceros. A continuación se presenta el presupuesto anual del departamento de logística:

Tabla 4. Presupuesto Anual Departamento de Logística

Gasto	Cantidad	Gasto por unidad	Total anual
Choferes	8	\$12.000	\$1.152.000
Empleado adm.	1	\$9.000	\$108.000
SAC			\$105.000
Seguridad Social (Obra Social. Jubilación. ART: Asignación Universal. Seguro de Vida. Fondo Nacional de Empleo)			\$500.000
Combustible	44.000 litros.	\$14	\$616.000
Mantenimiento y service.			\$80.000
Total de Incremento en Gastos			\$2.561.000

Fuente: Elaboración propia.

A principio no parece tanta diferencia, pero en este caso se debe tener en cuenta que ahora la empresa va a disponer de un camión adicional para buscar nuevos mercados y ventas, comparado a la contratación con terceros. En otras palabras, por cinco camiones tercerizados La Empresa S.A. abona un total de \$756.266 por año y por cada camión. En cambio, por tener logística propia y con seis camiones, la empresa pasaría a tener egresos de \$426.833 por cada camión al año. En fin el ahorro total anual, teniendo en cuenta que se dispone una unidad adicional es de \$1.220.330.

Otro aspecto a tener en cuenta, es que por disponer de transportes propios obtendrá

un ahorro impositivo debido a la amortización. Se recuerda que la amortización es un gasto que no genera egresos de dinero. El mismo es conveniente para la empresa, ya que le disminuye el importe a abonar en concepto de impuesto a las ganancias y sin tener que desenvolver dinero. A continuación se demuestra el ahorro impositivo.

Tabla 5. Ahorro Impositivo

Rodado	Total	Amortización	Ahorro Impositivo
Camiones	\$3.294.000	\$658.800	\$230.580

Fuente: Elaboración propia.

La inversión total alcanza los \$3.294.000 en rodados. Se estima una vida de útil de cinco años, por lo cual la depreciación anual asciende a un 20%. El valor de la amortización es de \$658.800. Ese no es el ahorro, ya que la tasa del impuesto es del 35%, por lo cual el ahorro impositivo se calcula sobre el valor de depreciación anual. En fin, el ahorro impositivo asciende a \$230.580.

Concluyendo, la empresa genera un ahorro o beneficio de \$1.450.910. El mismo es la suma del ahorro de costos más el ahorro impositivo. En otras palabras, La Empresa S.A. estaría alcanzando un ahorro de costos y egresos de 38,37% anuales con una unidad adicional.

6.6. Conclusión diagnóstica

En base a datos extraídos, se encuentra ante un escenario optimista en cuanto a la emisión de obligaciones negociables. El volumen de deuda en la actividad bursátil refleja un crecimiento, por lo cual, es viable la atracción de inversores por parte de la Empresa S.A.

En cuanto a la situación macroeconómica, se presenta un escenario complejo. Vale destacar que La Empresa no importa insumos del exterior, por lo cual el control de cambios no es un problema en el corto plazo. Las preocupaciones de la firma actualmente son la tasa inflacionaria y las economías regionales. Este último es porque La Empresa apunta a una cartera diversificada de clientes y que el más grande no supere el 15% o 20% de su producción. Esto implica que no depende de un potencial comprador, sino de muchas pequeñas o medianas empresas, que se ven afectadas por economías regionales.

Pese a la situación macroeconómica, La Empresa S.A, apuesta al crecimiento e innovación. La firma ya incorporo tecnología para mejorar la capacidad de producción y la calidad de sus productos. Ahora proyecta mejoras en los canales de distribución. Esto motiva a la captación de deuda para implementar un proyecto que favorezca la productividad, la optimización de costos y la comercialización.

Apuntar a una cartera diversificada de clientes eleva los costos de transporte, y es por esto, que la empresa desea incorporar una flota de camiones propia con el fin de minimizar costos y optimizar tiempos de entrega. Anteriormente se reflejó la necesidad de internalizar el transporte y ahora para poder implementar el proyecto deseado, se necesita del financiamiento externo.

Por último se recomienda emitir obligaciones negociables para tomar deuda. Por lo

anteriormente mencionado, la firma recurre a que le elaboren un prospecto de emisión.

6.7. Análisis F.O.D.A.

Tabla 6. Análisis F.O.D.A.

Variables Internas	Variables Externas
<u>Fortalezas</u>	<u>Oportunidades</u>
<ul style="list-style-type: none"> • Buena ubicación, con fácil acceso a autopistas y rutas. • Experiencia en producción y comercialización. • Buena relación con clientes. • Buena relación con proveedores. • Buen clima laboral. • Cartera diversificada de clientes. 	<ul style="list-style-type: none"> • Mercado en desarrollo en América Latina. • Demanda en aumento de plásticos y descartables. • Escasa necesidad de importación. • Producto económico respecto a los demás.
<u>Debilidades</u>	<u>Amenazas</u>
<ul style="list-style-type: none"> • Falta de delegación de tareas. • Falta de capacitaciones. • Altos costos de transporte y comercialización. • Actualización constante de tecnologías ya que cambian las necesidades. 	<ul style="list-style-type: none"> • Restringido acceso al crédito. • Inflación. • Altos costos impositivos. • Impacto Ambiental.

Fuente: Elaboración propia.

7. Desarrollo

Decisión de implementar el proyecto

La empresa toma la decisión de implementar el proyecto de transporte y de recurrir al financiamiento externo. Es por esto que en principio, se realiza un análisis previo que justifique porque es conveniente emitir obligaciones, en comparación con créditos de entidades financieras:

Ventajas

- Negociación directa con los inversores, ya que carece de intermediario. Esto implica que se puede negociar deuda a una tasa menor que la que cobra un banco, y a su vez, el inversor puede percibir una tasa mayor a la que paga un ente bancario.
- No posee tantas restricciones como el crédito bancario, sino que su colocación depende de la capacidad de atraer inversiones y de la aprobación de la C.N.V.
- Beneficios impositivos.
- La empresa encuadra bajo régimen especial, por lo cual posee beneficios en cuanto a la información contable a brindar.

Desventajas

- Deber de información. La empresa debe informar el avance de evolución del negocio, que a veces prefiere mantener en privado.
- Crear una estructura para producir los reportes de información, elevando costos administrativos.

Se deduce que la firma no posee un alza en los costos administrativos por poseer una estructura contable consolidada. En cuanto el deber de información no es preocupante, ya que, encuadra en régimen especial y su deber de información es más acotado. Finalmente se destaca la relevancia de ingresar a la actividad bursátil, con la posibilidad de realizar futuras emisiones, para futuros proyectos que tiene en mente la firma y por montos elevados.

Luego de evaluar las ventajas y desventajas de emitir obligaciones, se aconseja la emisión de deuda. A continuación se intenta recopilar información importante para lograr el prospecto de emisión, y así poder colocar obligaciones negociables. Se recuerda que este trabajo apunta a conocer los puntos importantes y el razonamiento lógico para el armado de un prospecto de emisión de obligaciones negociables, por lo cual, cualquier profesional puede tomarlo como base para volcarlo a las necesidades de una empresa determinada. A modo de ejemplo, se recolectan datos e información importante, que luego se plasman en el prospecto de emisión definitivo.

7.1. Datos e información de la empresa

Con el objetivo de solicitar autorización ante la C.N.V. y de poder colocar las obligaciones negociables, se pretende conocer mediante entrevistas, a qué se dedica y cómo está constituida la empresa. Esto es de fundamental importancia para el profesional a cargo del prospecto, ya que la autorización del mismo depende de un régimen de información transparente para evitar el fraude y, a su vez, le permite al inversor evaluar dónde coloca su dinero. En otras palabras, dicha información es esencial en cualquier prospecto de emisión,

ya que si no está contenida en él, la Comisión Nacional de Valores, que es el ente de contralor, niega la emisión de obligaciones negociables.

7.1.1. Historia y desarrollo de la empresa

Este tema ya fue abordado en el diagnóstico y lo más relevante para destacar es que La Empresa S.A. fue y es un proyecto familiar que se perfecciona con el correr de los años. Debido a los escasos accesos a créditos que existen en el país, fue más dificultoso poder crecer. En la actualidad se tiene la visión de asentarse en Argentina y poder ingresar en el Mercosur con toda la gama de productos. Es por esto que para poder seguir creciendo, la empresa necesita acceder a créditos favorables que impulsen su desarrollo.

7.1.2. Características de la empresa

Este concepto también fue abordado en el diagnóstico, por lo cual se pretende agregar algunas aclaraciones.

La firma bajo análisis es una sociedad anónima regularmente constituida en la República Argentina. Se considera Pyme y está ubicada en la provincia de Córdoba. Está registrada en el Registro Público de Comercio de la Provincia de Córdoba.

El ente posee más de 60 años de experiencia productiva y más de 30 años en la industria del plástico. Se encuentra sobre Ruta Nacional y posee excelentes accesos para la comercialización de sus productos. Apunta a una cartera diversificada de clientes por lo que posee una amplia gama en las diferentes provincias de Argentina, generando un aspecto positivo y otro negativo: el positivo es que no genera dependencia de un único o pocos

clientes grandes, ya que los mismos en un futuro tienden a incorporar maquinaria para producir sus propios envases. Esto le da mayor estabilidad e independencia en el ramo. El lado negativo, es que las distancias y diferentes puntos de ventas elevan los costos de transporte. Los mismos hoy alcanzan casi el 50% de la utilidad bruta.

7.1.3. Estructura organizativa de la empresa

La compañía está conformada por tres socios: Fernando Torres padre y Fernando Torres hijo, accionistas mayoritarios, y José Muro, accionista minoritario. El presidente de la Empresa es Fernando Torres hijo y el Vicepresidente José Muro. El ámbito de administración está a cargo del director Pablo Pérez y la directora suplente Cristina Santinelli.

7.2. Proyecto de La Empresa S.A.

Este punto es importante ya que es el que determina la necesidad que tiene la firma y es el principal motivo por el cual se recurre a la búsqueda de capitales. En el diagnóstico se hizo un estudio detallado del proyecto, y es importante aclarar que en el prospecto debe estar descripto en forma breve y clara. Se recuerda que tal prospecto es una herramienta fundamental para captar inversores, por lo cual debe ser lo más estratégico y atractivo posible. En forma breve y sencilla se explica el proyecto desarrollado en el diagnóstico.

7.2.1. Introducción al proyecto

En 2013 La Empresa S.A. se encuentra en pleno crecimiento, ya que viene

aumentando su producción y comercialización de productos en los últimos años. Por este motivo fue agrandando su capacidad productiva. La idea de los directivos es implementar una unidad de transporte y logística propia, que le permita reducir costos y a su vez mejorar las conexiones de comercialización. Además se desea mejorar la llegada de productos a planta y así evitar demoras en producción.

El costo de transporte en contratación con terceros, alcanzo durante 2012 el 45,5% de la utilidad bruta y el 45% durante 2013. Es importante la baja en los costos, ya que permite competir con el precio en la venta. La demanda es elástica, ya que una variación en los precios influye en las ventas inversamente. La empresa mantiene la política de no aumentar precios si no es necesario, y de una búsqueda constante en la optimización de costos.

Con la internalización del transporte, se desea mejorar los canales de comercialización y tiempos de producción. Es decir se intenta optimizar tiempos de entrega para compras y ventas.

Por último, con el proyecto de transporte propio, se desea ingresar al mercado del Sur del País. Al 2013, las empresas chilenas son las abastecedoras de dicho mercado.

7.2.2. Beneficio de implementar el proyecto

Al implementar el proyecto la empresa genera un ahorro de costos cercano al 50%, con la posibilidad de contar con un camión adicional. Esto genera que mejoren las relaciones comerciales con proveedores y clientes.

7.3. Condiciones generales y tipo de emisión

El profesional en base al proyecto e información relevante, debe evaluar cuáles son las necesidades de la empresa, para así poder encuadrar dichas necesidades en el tipo de

obligación y las condiciones más convenientes para la misma. Este tipo de información es fundamental en el prospecto, ya que es la que permite al inversor evaluar los riesgos, las condiciones y la rentabilidad al adquirir las obligaciones negociables.

La empresa, al ser una sociedad por acción, cumple con la condición para realizar oferta pública, exigida en la Ley 23.576, modificada por Ley 23.962. A continuación se establecen las condiciones y tipo de emisión que se cree más conveniente para La Empresa S.A.

7.3.1. Emisión bajo régimen especial de oferta pública

Para encuadrar en dicho régimen, hay que tener en cuenta algunos parámetros que La Empresa S.A. si cumple. Es por esto que las obligaciones negociables a emitir se registrarán por régimen especial.

En primer lugar, la sociedad encuadra en la Resolución 50/2013 emitida por el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas. Dicha resolución informa parámetros y condiciones para ser considerada Pyme, y la misma establece que la facturación anual no puede exceder los 250 millones de pesos de facturación anual. Los ingresos de La Empresa S.A. son bastante inferiores al parámetro. En el último período 2013, la facturación ascendió a \$63.459.886.

En este régimen especial, la empresa no requiere necesariamente órgano colegiado de fiscalización. A su vez, busca un potencial inversor o pocos inversores calificados, que se hagan de las obligaciones negociables de la Empresa S.A. Califican como potencial inversor y pueden acceder a las obligaciones de la firma, los inversores que cumplen con las

condiciones ya descriptas en el marco teórico. Ejemplo: persona física con domicilio real en el País y un patrimonio superior a \$700.000

Por último La Empresa S.A. también encuadra en los montos mínimos y máximos para emitir bajo régimen especial. Ellos son no menor a \$5.000 y no mayor a \$15.000.000. El monto total a emitir es por \$3.800.000.

7.3.2. Desarrollo de términos y condiciones

Para establecer los términos y condiciones de emisión, se tomó como referencia en cuanto al orden, prospectos de emisión de Pymes que ya fueron autorizados por la Comisión Nacional de Valores

- a) Emisora: La Empresa S.A.
- b) Agente: La Mega Bursátil S.A.
- c) Mercado: Bolsa de Comercio de Córdoba.
- d) Tipo: Obligación negociable simple, no convertibles en acciones.
- e) Monto: Pesos Argentinos 3.800.000 (\$3.800.000).
- f) Valor Nominal obligación Negociable: Pesos diez (\$10) cada una.
- g) Plazo: 24 Meses.
- h) Tasa de Interés: 28% nominal anual.
- i) Pago de los intereses: El tenedor de deuda devengara intereses cada 6 meses.
- j) Amortización: El 25% del capital a los 12 meses. El 25% a los 18 meses y el 50% a los 24 meses.
- k) Gastos de emisión: Los mismos corren por cuenta de la emisora.

- l) Período de Suscripción: 5 días hábiles.
- m) Precio de Colocación: Será el del último día del período de suscripción.
- n) Forma: Las obligaciones estarán documentadas en certificado global permanente y definitivo de acuerdo a disposiciones legales. El mismo será objeto de depósito en La Caja de Valores S.A. como así dispone la ley. Resultará de aplicación el régimen de depósito colectivo, en el cual se acreditarán las obligaciones en la subcuenta comitente correspondiente a cada inversor. Los pagos serán efectuados por la emisora, a los obligacionistas que figuren registrados en la Caja de Valores a la fecha de vencimiento correspondiente, previa publicación en el Boletín Oficial de la Bolsa de Comercio de Córdoba.
- o) Moneda y denominación de pago: Las obligaciones negociables estarán denominadas y los pagos serán efectuados en pesos argentinos. Los intereses serán efectuados bajo la misma moneda.
- p) Cotización Bursátil: Las obligaciones cotizarán en la Bolsa de Comercio de Córdoba. La unidad mínima de cotización será de \$5.000 (Pesos cinco mil).
- q) Tratamiento impositivo: Los pagos serán efectuados sin retención o deducción impositiva respecto de ningún impuesto. Las obligaciones están sujetas al régimen fiscal regulado por Artículos 35, 36 y 36 bis de la ley 23.576.
- r) Auditoria Externa: La misma la llevara a cabo el Contador Público Nacional Felipe Santinelli MP. 000000.
- s) Garantía: Es de tipo especial. Se hipotecarán tres inmuebles de la ciudad de Córdoba. Los mismos consisten en tres departamentos ubicados en el barrio de Nueva

Córdoba, tasados en Pesos un millón trescientos mil (\$1.300.000) cada uno.

t) Declaración de tenedores de obligaciones negociables: Los tenedores de obligaciones negociables, deberán realizar una declaración jurada donde afirman calificar como inversor y que han llevado a cabo los análisis correspondientes como inversores.

u) Jurisdicción: Conforme a las leyes de la República Argentina. El Tribunal de Arbitraje de la Bolsa de Comercio de Córdoba tendrá jurisdicción para atender a cualquier acción, demanda o procedimiento que pudiera surgir. También se puede recurrir a los Tribunales Ordinarios de la Ciudad de Córdoba.

v) Domicilio: Se fija domicilio especial para cualquier notificación, en la calle 27 de Abril 247 de la Ciudad de Córdoba.

7.4. Elaboración estado contable proyectado

En esta etapa final, se intenta elaborar un estado contable proyectado que le permita al inversor realizar una lectura, acerca de la capacidad futura de la empresa de cumplir con sus obligaciones. De esta manera el inversor puede realizar un análisis de los riesgos que tiene optar o no por dicha inversión.

Se recuerda que La Empresa S.A. realiza la oferta a un principal o, a pocos inversores, con gran capacidad financiera y experiencia en inversiones bursátiles. Lo óptimo es intentar lograr una proyección lo más cercana a la realidad posible. A veces esto no resulta sencillo, porque la proyección se basa en algo futuro e incierto, por lo que hay muchas variables que a la fecha de confección de los estados proyectados se desconocen. A

continuación, a través de presupuestos se proyectan los estados contables de La Empresa S.A.

7.4.1. Información preliminar: Ratios

La Empresa S.A. nunca realizó un estado contable proyectado, por lo cual ésta es la primera ocasión. Otro dato importante es que no prevén variaciones significativas para la actividad a la fecha 2013, por lo que pretenden seguir consolidándose como empresa y apostar al crecimiento mediante la captación de deuda, motivo por el cual lleva a la emisión de obligaciones negociables. Además cabe destacar que la demanda de productos viene en alza en los últimos períodos. Una explicación lógica que deduce el departamento de ventas, es que la firma está bajo una constante búsqueda de baja de costos, manteniendo la calidad.

A continuación se pretende extraer información contable relevante en base a ratios o índices. Se interpretan cuatro índices comparativos pertenecientes al 31/10/2012 y al 31/10/2013. Los mismos son exigidos por las Comisión Nacional de Valores, y además, sirven como aporte a la proyección de los estados contables proyectados. Los índices son:

Liquidez corriente:

Liquidez corriente 2013		
Activo corriente	\$25.921.881	1,90
Pasivo corriente	\$13.652.489	

Liquidez corriente 2012		
Activo corriente	\$16.624.873	1,65
Pasivo corriente	\$10.050.059	

El mismo informa, en principio, que la empresa no presenta problemas de liquidez en

un futuro cercano, y por ende, no existe a simple vista dificultades para emitir obligaciones negociables.

Endeudamiento:

Endeudamiento 2013		
Pasivo	\$27.379.577	2,99
Patrimonio neto	\$9.156.252	

Endeudamiento 2012		
Pasivo	\$16.675.847	2,19
Patrimonio neto	\$7.598.448	

Del mismo se concluye que la empresa posee un alto grado de endeudamiento. Es política de la firma crecer en base a créditos. Se cree internamente que mejora los rendimientos y permite el crecimiento exponencial.

Inmovilización:

Inmovilización 2013		
Activo no corriente	\$10.613.948	0,29
Activo	\$36.535.829	

Inmovilización 2012		
Activo no corriente	\$7.649.422	0,32
Activo	\$24.274.295	

Estos ratios demuestran que en principio no se presentan problemas de liquidez a corto plazo. Es decir, la mayor parte del activo es exigible en el próximo período, lo cual facilita poder cumplir con las obligaciones en principio.

Rentabilidad patrimonio neto:

Rentabilidad del patrimonio neto 2013		
Ganancia ejercicio	\$1.763.804	0,19
Patrimonio neto	\$9.156.252	

Rentabilidad del patrimonio neto 2012		
Ganancia ejercicio	\$1.180.973	0,16
Patrimonio neto	\$7.598.448	

Se concluye que los resultados oscilan entre un 15% y un 20% por cada peso invertido en la firma. A simple vista, la rentabilidad parece ser inferior a la inflación por lo cual es un tema relevante a analizar.

7.4.2. Presupuestos para elaboración de supuestos

Aquí se presentan de dos tipos de presupuestos: los económicos y los financieros. Los mismos sirven de base para elaborar los supuestos que justifican la variación de cada una de las cuentas que componen los diferentes estados contables.

Hay un departamento encargado por cada presupuesto y los mismos son responsables por la veracidad de las afirmaciones. Esto ayuda acercarse un poco más a la realidad, ya que, cada departamento proyecta de acuerdo a las necesidades que pre visualiza para los próximos períodos. A continuación se presentan los presupuestos:

7.4.2.1. Presupuestos económicos

Para poder realizar el presupuesto económico cada departamento realiza su presupuesto para 2014 y 2015, que son los períodos a proyectar. Los mismos explican causas

de aumento o disminuciones, y evalúa sus necesidades de cara al 2014 y 2015. A continuación se presentan seis presupuestos económicos para determinar supuestos y luego proyectar los estados contables.

Presupuesto de Ventas

Tabla 7. Presupuesto de Ventas

Datos	Histórico		Proyección	
	2012	2013	2014	2015
Año				
Total ventas	\$46.080.291	\$63.459.886	\$87.394.351	\$129.343.640
Total variación		38 %	38 %	48 %
Responsable	Departamento de Ventas			

Fuente: Elaboración propia.

Supuestos presupuestario:

- Según el Instituto Argentino del Envase, pronostica un crecimiento de entre el 3% y el 5% para el año 2014 a nivel regional. Si bien se presenta un leve crecimiento del 1% durante 2013, destaca una mayor inversión industrial por parte de las empresas del sector y mejores condiciones para 2014.
- El porcentaje real de ventas del 15% para 2014 se proyecta de la siguiente manera: hasta un 11% por el cumplimiento de demanda no cubierta durante el 2013 con Empresas del Norte del País. Los mismos son tambores de aceitunas. Se incorporó maquinaria durante 2013 y el contrato para cubrir la demanda con las mismas se cumplió en un 30%. El restante 4% se proyecta en un crecimiento del sector pronosticado por el Instituto Argentino del Envase.
- El porcentaje real de ventas del 25% para el 2015 se proyecta en base a los siguientes

supuestos: al 2013 la Empresa tiene la posibilidad de generar dos nuevos acuerdos para comercializar sus productos con empresas del Sur del País y una firma ubicada en la Provincia de Buenos Aires. El acuerdo se pretende cerrar a finales de 2014 o principios de 2015, una vez que este asentado el transporte propio. Para poder acordar precios y tiempos de entrega con estos tres futuros acuerdos, es necesario optimizar la logística. Los nuevos contratos proyectan aumentar ventas en un 22% con respecto al 2014. El 3% restante, es el crecimiento sostenido que proyecta el sector.

- Un detalle para aportar, es que la CEPAL nos informa que la industria alimenticia y de bebidas comenzaron una recuperación durante el 2013, y pronostican crecimiento sostenido hacia 2014. Este dato es importante, ya que las ventas de La Empresa están ligadas al sector alimenticio y de bebidas.
- La inflación es un tema relativo en la sociedad Argentina debido a la gran disparidad en la información proporcionada. El INDEC (Instituto Nacional de Estadística y Censos) informó en 2013 una inflación anual del 10%. Las consultoras privadas junto al Congreso de la Nación Argentina informaron una inflación cercana al 29%. Otras consultoras privadas informaron acerca de un 31%. La empresa decide tomar una inflación promedio anual entre las 3 anteriormente informadas. El mismo es del 23% redondeando.
- Las variaciones hasta el 23% se deben a variaciones en el índice de precios, el excedente se da por crecimiento en términos reales.

Presupuesto de Financiación

Tabla 8. Presupuesto de Financiación

Concepto	2013	2014	2015
Intereses bancarios	\$310.447	\$256.777	\$192.435
Gastos indirectos	\$3.816	\$4.961	\$6.449
Intereses obligaciones negociables	\$0	\$1.064.000	\$665.000
Totales	\$314.263	\$1.325.738	\$863.884
Responsable	Departamento de Finanzas		

Fuente: Elaboración propia.

Supuestos presupuestario:

- Los intereses bancarios van disminuyendo para el año 2014 y 2015 debido a que se van amortizando los créditos.
- Los intereses de las Obligaciones Negociables se amortizan semestralmente a una razón del 28% durante 2014 y 2015. El capital se amortiza a los 12 meses en un 25%, a los 18 meses otro 25% y el 50% restante a los 24 meses. Los intereses se devengan semestralmente.

Presupuesto de Gastos de Producción

Tabla 9. Presupuesto de Gastos de Producción

Concepto	2013	2014	2015
Sueldos y jornales	\$727.143	\$1.756.743	\$2.248.631
Mantenimiento y reparación bs. Uso	\$1.005.142	\$1.236.325	\$1.520.680
Fletes	\$1.890.665	\$0	\$0
Alquileres pagados	\$165.782	\$0	\$0
Seguros pagados	\$170.463	\$243.763	\$299.828
Cargas sociales	\$280.513	\$659.057	\$843.593
Combustibles y lubricantes	\$324.916	\$1.015.647	\$1.249.246
Energía eléctrica	\$1.511.574	\$1.859.236	\$2.286.860
Otros servicios públicos	\$1.990	\$0	\$0
Subcontratación CARO sueldos y cs. ss.	\$7.758.073	\$9.542.430	\$11.737.189
Gastos indirectos	\$5.120.395	\$6.298.086	\$7.746.645
Amortizaciones bs. Uso	\$1.338.621	\$1.668.021	\$1.668.021
Totales	\$20.295.279	\$24.279.308	\$29.600.694
Responsable	Departamento de Producción		

Fuente: Elaboración propia.

Supuestos presupuestario:

- En sueldos y cargas sociales de gastos de producción se proyecta un incremento anual de paritarias de 28% en favor de los empleados. A su vez, el resto del incremento se da por el aumento en la cantidad de empleados que se contratan para el departamento de logística. Entre ellos, administradores, supervisores de seguimiento y control, choferes, entre otros.
- Desde la agencia de seguros, informan que el aumento de la prima de seguros es equivalente al 20% con respecto al 2013. El mismo aumenta por adquirir cobertura en

logística además de planta. Como se prevé inflación del 23% el incremento anual del seguro, se proyecta en un 43% para 2014. Para 2015 solo se incrementa la inflación, proyectada al 23%, ya que, el aumento de la prima solo ocurre en 2014, luego solo varía por la variación en los precios.

- El aumento de combustibles se da en parte por inflación y en parte por el aumento de consumo de litros por parte de los camiones.
- La amortización aumenta debido a la incorporación de camiones, con una depreciación a 5 años a una razón del 20% anual.

Presupuesto de Producción

Tabla 10. Presupuesto de Producción

Producto	2013			2014			2015		
	Q	P	Costo	Q	P	Costo	Q	P	Costo
Jarras	122.000	2,12	\$237.440	134.400	2,61	\$350.461	174.720	3,21	\$560.388
Frascos	130.000	2,66	\$345.800	156.000	3,27	\$510.401	202.800	4,02	\$816.131
Bidones	800.000	3,75	\$3.000.000	960.000	4,61	\$4.428.000	1.248.000	5,67	\$7.080.372
Botellas	1.250.000	2,14	\$2.675.000	1.500.000	2,63	\$3.948.300	1.950.000	3,24	\$6.313.332
Tambores	333.000	91,33	\$30.412.890	399.600	112,34	\$44.889.426	519.480	138,17	\$71.778.192
Dosificadores	680.672	3,00	\$2.042.015	816.806	3,69	\$3.014.014	1.061.848	4,54	\$4.819.408
Totales	2.625.000		\$38.713.145	3.150.000		\$57.140.602	5.156.848		\$91.367.822
Gastos de producción			\$20.295.279			\$24.279.308			\$29.600.694
Total costo producción			\$59.008.423			\$81.419.910			\$120.968.516
Responsable	Departamento de Producción								

Fuente: Elaboración propia.

Supuestos presupuestario:

- En 2012 se incorporó maquinaria que le permite aumentar gradualmente la producción hasta 2018. A su vez se desea incrementar en un 5% en términos reales, el stock de bienes de cambio al cierre hasta 2018.
- En 2014 el aumento real en cantidades es del 20%, el 15% destinado a una mayor venta y el 5% restante a un incremento en de stock anual. En 2015 el aumento real es de un 30%, el 25% destinado aumento real de ventas y el 5% restante a incrementar el stock.
- Los precios unitarios varían un 23% anual.

Presupuesto Gastos Comerciales

Tabla 11. Presupuesto de Gastos Comerciales

Concepto	2013	2014	2015
Fletes	\$1.890.665	\$0	\$0
Alquileres pagados	\$71.049	\$87.391	\$107.490
Gastos generales rodados	\$170.761	\$210.036	\$258.344
Combustibles y lubricantes	\$139.250	\$616.000	\$757.680
Otros egresos públicos	\$70.973	\$87.297	\$107.375
Ingresos brutos	\$457.443	\$631.271	\$934.281
Comercio e industria	\$77.050	\$106.329	\$157.368
Gastos representación	\$317.295	\$390.272	\$480.035
Publicidad	\$12.930	\$18.102	\$25.343
Impuestos. Varios, int. Y actualiz.	\$365.317	\$504.138	\$746.124
Honorarios pagados	\$460.101	\$565.925	\$696.087
Gastos indirectos	\$7.121	\$8.759	\$10.774
Gastos exportación	\$380	\$524	\$786
Deudores incobrables	\$197.049	\$271.928	\$402.453
Sueldos y cs. sociales	\$0	\$1.126.000	\$1.441.280
Total Gastos Comercialización	\$4.237.384	\$4.623.971	\$6.125.420
Responsable	Departamento de Ventas		

Fuente: Elaboración propia.

Supuestos Presupuestario:

- El costo de fletes disminuye en 2014 y 2015 porque hay una incorporación de transporte propio.
- Combustibles, Sueldos y Cargas Sociales aumentan por la incorporación de la logística propia, además de la inflación proyectada.

- Impuestos y deudores incobrables aumentan de acuerdo a lo que se proyecta aumentar las ventas.
- Publicidad aumenta en parte por la inflación y en parte por un mayor gasto para atraer nuevos clientes, puntualmente en el sur del país.

Presupuesto de Gastos de Administración

Tabla 12. Presupuesto de Administración

Concepto	2013	2014	2015
Mantenim. y reparac. bs uso	\$223.124	\$274.443	\$337.565
Publicidad	\$1.437	\$2.011	\$2.816
Impuestos varios, int. y actualiz.	\$263.529	\$324.141	\$398.693
Honorarios pagados	\$460.101	\$568.132	\$777.571
Papelería y útiles	\$36.079	\$44.377	\$54.584
Franqueos y aforos	\$25.871	\$31.822	\$39.141
Gastos indirectos	\$1.437	\$1.767	\$2.174
Gastos importación	\$263.529	\$324.141	\$398.693
Gastos exportación	460.101	\$565.925	\$696.087
Amortización bs. Uso	\$36.079	\$36.079	\$36.079
Sueldos	\$0	\$108.000	\$132.840
Gastos de emisión	\$0	\$30.000	
Deudores incobrables	\$25.871	\$35.703	\$52.840
Totales	\$1.797.160	\$2.346.541	\$2.929.083
Responsable	Departamento de Administración		

Fuente: Elaboración propia.

Supuestos presupuestario:

- Además de lo explicado anteriormente, ahora se le suma un nuevo gasto. Se trata del de emisión, que el mismo es solo por el año 2014. Es el necesario para emitir obligaciones negociables.

Presupuesto de Costo de Mercadería Vendida

Tabla 13. Presupuesto Costo Mercadería Vendida

Concepto	2013	2014	2015
Bs. de cambio (Existencia inicial)			
Materia prima	\$3.450.228	\$5.532.517	\$5.809.143
Productos en proceso	\$0	\$0	\$0
Mercaderías	\$2.264.174	\$2.151.183	\$2.258.742
Total Existencia Inicial	\$5.714.401	\$7.683.700	\$8.067.885
Compras			
Materia prima	549.749	\$786.141	\$1.202.796
Mercaderías	\$36.194.097	\$51.757.559	\$79.189.065
Gastos de producción	\$20.295.279	\$24.279.308	\$29.600.694
Total Compras	57.039.125	\$76.823.008	\$109.992.556
Bs. de cambio (Existencia final)			
Materia prima	\$5.532.517	\$5.809.143	\$6.099.600
Mercaderías	\$2.151.183	\$2.258.742	\$2.371.679
Total Existencia Final	\$7.683.700	\$8.067.885	\$8.471.279
Costo Mercadería Vendida	\$55.069.827	\$76.438.823	\$109.589.161
Responsable	Departamento de Producción		

Fuente: Elaboración propia.

Supuestos presupuestario:

- Bienes de Cambio inicial pertenece a la final del período anterior.
- El aumento de compras del 23%, corresponde a un 15% por las ventas y un 5% por aumentar el stock. Para 2015 corresponde un 25% aumento de ventas y 5% por aumento de stock. El resto es un incremento inflacionario del 23%.

Resumen Presupuestos Económicos

Tabla 14. Resumen Presupuestos Económicos

Concepto	2013	2014	2015
Ventas	\$63.459.886	\$87.394.351	\$129.343.640
Producción	\$59.008.423	\$81.419.910	\$120.968.516
Gastos comercialización	\$4.237.384	\$4.623.971	\$6.125.420
Gastos administrativos	\$1.797.160	\$2.346.541	\$2.929.083
Gastos financiación	\$314.263	\$1.325.738	\$863.884
Presupuesto CMV	\$55.069.827	\$76.438.823	\$109.589.161
Responsable	Cr. Marcos Pérez MP 00000		

Fuente: Elaboración propia.

Aquí se puede ver las variaciones finales de cada partida. A continuación se obtienen los presupuestos financieros.

7.4.2.2. Presupuestos financieros

En esta etapa se decidió proyectar el estado de flujo de efectivo, de acuerdo a las bases sentadas y en coordinación con el gerente de finanzas de la firma. A continuación se expone la proyección de las disponibilidades de La Empresa S.A. en los próximos ejercicios:

Tabla 15. Presupuesto Ingresos y Egresos

Concepto	2013	2014	2015
Efectivo al inicio	\$623.519	\$2.552.698	\$15.937.617
Actividades Operativas			
Cobro por ventas	\$53.074.278	\$73.242.504	\$108.398.905
Pagos por compras	-\$31.452.309	-\$44.976.802	-\$68.814.507
Pagos personal y cs. sociales	-\$8.485.217	-\$12.693.077	-\$15.612.485
Actividades de Inversión			
Pagos por compra de bs. Uso	-\$4.353.933	-\$3.774.000	\$0
Pagos por emisión de O.N.	\$0	-\$30.000	\$0
Actividades de Financiación			
Préstamos obtenidos	\$0	\$3.800.000	\$0
Pagos préstamos obtenidos	-\$6.853.641	-\$2.014.000	-\$3.515.000
Superávit/Déficit del ejercicio			
	\$1.929.179	\$13.554.624	\$20.456.913
Disponibilidad al cierre			
	\$2.552.698	\$16.107.322	\$36.564.235
Responsable	Departamento de Finanzas		

Fuente: Elaboración propia.

Supuestos Presupuestarios:

- El efectivo al inicio es la disponibilidad al cierre de la anterior.
- El cobro por ventas se incrementan en proporción a como aumentan las ventas.
- Los sueldos y cargas sociales se incrementan en parte por la inflación y parte por la incorporación de personal.

- El pago de compras se puede observar un incremento del 23% explicado por la inflación, el restante de ambos períodos se da por el aumento de producción real para satisfacer el incremento real en ventas y de stock al cierre.
- No se tienen novedades de incorporación de otros bienes de uso, a parte de los rodados.
- El préstamo obtenido es de las obligaciones negociables.
- El pago de préstamos responde a pago de intereses y amortización.
- El pago por gastos de emisión, es el necesario para lanzar al mercado las obligaciones negociables.

7.4.3. Proyección de estado de situación patrimonial

En este caso se presentan los diferentes estados de situación patrimonial de los diferentes períodos. El de 2013 es el proporcionado por la Empresa y los pertenecientes a 2014 y 2015 son los proyectados.

Tabla 16. Estado de Situación Patrimonial Proyectado al 31/10/2013

Activo Corriente		Pasivo Corriente	
Disponibilidades	\$2.552.698	Deudas comerciales	\$12.329.680
Créditos	\$15.685.484	Deudas fiscales	\$131.945
Bienes de cambio	\$7.683.700	Deudas laborales	\$856.393
		Otras deudas	\$334.471
Total Activo Corriente	\$25.921.881	Total Pasivo Corriente	\$13.652.489
Activo No Corriente		Pasivo No Corriente	
Créditos	\$81.977	Deudas comerciales	\$11.429.115
Bienes de uso	\$10.531.971	Otras deudas	\$2.297.973
Total Activo No Corriente	\$10.613.948	Total Pasivo No Corriente	\$13.727.088
		Total Patrimonio Neto	\$9.156.252
TOTAL ACTIVO	\$36.535.829	TOTAL PASIVO + PN	\$36.535.829

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 17. Estado de Situación Patrimonial Proyectado al 31/10/2014

Activo Corriente		Pasivo Corriente	
Disponibilidades	\$16.107.322	Deudas comerciales	\$16.560.027
Créditos	\$14.010.329	Deudas fiscales	\$182.085
Bienes de cambio	\$8.067.885	Deudas laborales	\$2.806.113
		Otras deudas	\$645.351
Total Activo Corriente	\$38.185.536	Total Pasivo Corriente	\$20.906.906
Activo No Corriente		Pasivo No Corriente	
Créditos	\$141.518	Deudas comerciales	\$15.286.179
Bienes de uso	\$11.829.350	Otras deudas	\$3.791.867
Total Activo No Corriente	\$11.970.868	Total Pasivo No Corriente	\$19.078.046
		Total Patrimonio Neto	\$10.884.783
TOTAL ACTIVO	\$50.156.404	TOTAL PASIVO + PN	\$50.156.404

Fuente: Elaboración propia.

Tabla 18. Estado de Situación Patrimonial Proyectado al 31/10/2015

Activo Corriente		Pasivo Corriente	
Disponibilidades	\$36.564.235	Deudas comerciales	\$21.412.585
Créditos	\$20.735.287	Deudas fiscales	\$269.485
Bienes de cambio	\$8.471.279	Deudas laborales	\$3.647.947
		Otras deudas	\$1.508.950
Total Activo Corriente	\$65.770.801	Total Pasivo Corriente	\$26.838.968
Activo No Corriente		Pasivo No Corriente	
Créditos	\$209.447	Deudas comerciales	\$19.765.463
Bienes de uso	\$9.832.729	Otras deudas	\$11.930.304
Total Activo No Corriente	\$10.042.176	Total Pasivo No Corriente	\$31.695.767
		Total Patrimonio Neto	\$17.278.242
TOTAL ACTIVO	\$75.812.977	TOTAL PASIVO + PN	\$75.812.977

Fuente: Elaboración propia.

Supuestos:

- 1) Las disponibilidades se obtienen en el presupuesto financiero.
- 2) Los créditos corresponden a la diferencia de ventas presupuestadas menos ingresos presupuestados. La política de la empresa es mantener un 99% corriente, es decir cobrarlos en el siguiente período y un 1% no corriente.
- 3) Los bienes de cambio corresponden al stock final informado por el presupuesto de costo de ventas.
- 4) El saldo de bienes de uso para 2014 se obtiene de la siguiente manera: al saldo

del 2013 se le incrementa la incorporación de camiones. A su vez se acrecienta la amortización porque se toma el criterio de depreciar año de alta. La nueva depreciación, es la de 2013 más la depreciación de rodados. Al nuevo saldo de bienes de uso, se le resta la nueva depreciación y arroja dicho saldo al 2014. Para 2015 se sigue amortizando al mismo ritmo que 2014. No se prevén bajas para dentro de tres períodos al cierre 2013.

5) Deudas comerciales, es el resultante de la diferencia de las compras para el período obtenido de los presupuestos económicos, menos lo que se pretende abonar informado en el presupuesto financiero. La empresa posee buenas políticas de financiación de proveedores. Se estima un 50 y 50 en cuanto a corriente y no corriente.

6) Las deudas fiscales aumentan en la proporción que aumentan las ventas.

7) Otras deudas es el resultado de las financieras, administrativas y comerciales.

8) Al patrimonio neto del período anterior se le suma el resultado de cada ejercicio.

7.4.4. Proyección de estados de resultados

En base a los presupuestos presentados anteriormente, se está en condiciones de proyectar el estado de resultados de La Empresa S.A. En primer lugar se muestra gráficamente como se proyectan los estados y posteriormente se indica de donde se extraen dichas proyecciones. Cabe destacar que el estado de resultados no posee mayores complejidades porque está directamente ligado a los tipos de presupuestos explicados anteriormente.

Tabla 19. Proyección Estado de Resultados

Concepto	2013	2014	2015
Ingresos por ventas	\$63.459.886	\$87.394.351	\$129.343.640
Costo de ventas	-\$55.069.827	-\$76.438.823	-\$109.589.161
Utilidad Bruta	\$8.390.060	\$10.955.528	\$19.754.478
Gastos comercialización	-\$4.237.384	\$-4.623.971	\$-6.125.420
Gastos administración	-\$1.331.235	\$-2.346.541	\$-2.929.083
Gastos financieros	-\$314.264	\$-1.325.738	\$-863.884
Resultado antes del impuesto	\$2.507.177	\$2.659.278	\$9.836.092
Imp. a las Ganancias	-\$743.373	\$-930.747	\$-3.442.632
Resultado Neto - Ganancia	\$1.763.804	\$1.728.531	\$6.393.460

Fuente: Elaboración propia.

Supuestos:

- 1) Los Ingresos por ventas se extraen del presupuesto de ventas.
- 2) El costo de venta, se extrae del presupuesto de costo de ventas.
- 3) Gastos de comercialización, se extraen de dicho presupuesto.
- 4) Gastos de financiación se extrae del presupuesto de financiación.
- 5) Impuesto a las ganancias se lo calcula a una razón del 35%, tasa vigente para

La Empresa S.A. en la República Argentina al año 2013.

7.5. Análisis impositivo

La Empresa S.A. emite deuda bajo régimen especial para Pymes, en la Bolsa de Comercio de Córdoba. Para que las obligaciones sean de tratamiento especial tanto para el inversor como para la firma, se adecua a las siguientes condiciones y exigencias de la Ley de Obligaciones Negociables N°23.576, y su modificatoria N° 23.692.

1. Son obligaciones negociables bajo oferta pública, y se emiten si y solo si, la Comisión Nacional de Valores autoriza la emisión.

2. La empresa garantiza a utilizar los fondos obtenidos de las obligaciones negociables, en activos físicos en el país; en otras palabras, a poner en marcha el proyecto de logística propia.

3. En los plazos, forma y condiciones que la C.N.V. determine, La Empresa S.A. pretende acreditar bajo un informe detallado el uso de los fondos de acuerdo al plan aprobado por dicho ente.

4. El plazo de amortización no es inferior a dos años y es parcial de la siguiente manera, cumpliendo con los requisitos exigidos por la C.N.V.

- La primera amortización ocurre a los 12 meses por un total del 25% de la emisión.

- La segunda amortización ocurre a los 18 meses por un total del 25% de la emisión.

- La tercera y última amortización ocurre a los 24 meses por un total del 50% de la emisión.

Adecuada la forma y condiciones de emisión exigidas por la Ley, se está en

condiciones de afirmar que dicha emisión de obligaciones negociables responde al siguiente tratamiento impositivo.

7.5.1. Tratamiento impositivo especial

La Empresa S.A. emite obligaciones negociables bajo régimen especial para Pymes, en la Bolsa de Comercio de Córdoba.

Tabla 20. Tratamiento impositivo

Impuesto	Condición	Tratamiento en la Ley
Sellos	Exento	Art 1 de la Ley N°23.692. En Modificación del artículo 35 Ley N° 23.576. Se hace efectiva en la Provincia de Córdoba en el artículo N°221, inciso 27 del Código Tributario.
IVA	Exento	Artículo 1 de la Ley N°23.692. En modificación del artículo 35 Ley N° 23.576
Ganancias	Exento	Artículo 1 de la Ley N°23.692. En modificación del artículo 36 bis de la Ley N° 23.576.
Bs Personales	Gravado	Ley 24.468, en el artículo 19, inciso I.
Ingresos Brutos	Gravado	Código Tributario Provincial artículo 239

Fuente: Elaboración Propia.

Por último, es necesario realizar unas aclaraciones en cuanto al impuesto a las ganancias: Si el beneficiario de resultados son sociedades constituidas en el país, las mismas se encuentran gravadas. Por el contrario, si son sociedades constituidas en el exterior, los resultados se encuentran exentos del gravamen.

A su vez, en el Artículo 37 de la Ley 23.576, modificada por Ley N°23.692, se le permite a la emisora deducir del impuesto a las ganancias, los intereses y actualizaciones provenientes de la colocación de emisiones negociables.

7.6. Propuesta

En base a lo analizado e investigado sobre obligaciones negociables, como profesional, se le sugiere a la firma, el siguiente prospecto de emisión como propuesta para presentar ante la Comisión Nacional de Valores.

7.6.1. Prospecto de Emisión de Obligaciones Negociables

En base al estudio realizado a lo largo del presente Trabajo Final de Grado, se recomienda presentar ante la Comisión Nacional de Valores y la Bolsa de Comercio de Córdoba el siguiente prospecto de emisión:

La Empresa S.A.

Prospecto de Emisión de Obligaciones Negociables

Emisión VN: \$3.800.000

Conforme a lo resuelto en Asamblea Ordinaria de Accionistas de la firma La Empresa S.A., celebrada el día 11 de noviembre de 2013, se solicita ante los miembros directivos de la Bolsa de Comercio de Córdoba, y en consecuencia, ante los miembros directivos de la Comisión Nacional de Valores, la autorización para emitir obligaciones negociables bajo Régimen Especial de Oferta Pública para Pymes.

El siguiente prospecto de emisión es presentado ante las autoridades pertinentes a los 30 días del mes de Noviembre 2013, respetando las leyes y normativas vigentes.

I) Emisión de Obligaciones Negociables de La Empresa S.A. bajo régimen Pyme por VN: \$3.800.000

a) Introducción

El presente prospecto de emisión de obligaciones negociables ha sido confeccionado bajo el pedido expreso de la voluntad social de La Empresa S.A., reflejado en Acta de Asamblea Ordinaria de Accionistas, celebrada el 11 de Noviembre de 2013.

El siguiente prospecto es un documento informativo, libre de disponibilidad para cualquiera de los inversores interesados y que califiquen dentro del régimen especial.

Se destaca que ninguna persona se encuentra autorizada a otorgar información no contenida en el presente prospecto de emisión, salvo autorización expresa de los accionistas de la firma.

b) Antecedentes

La Empresa S.A. por primera vez decide emitir obligaciones negociables y no posee antecedentes, ni participación alguna en la Bolsa de Comercio de Córdoba. Por este motivo está dispuesta a cualquier control, fiscalización o auditoría que así dispongan las autoridades pertinentes, con el fin de asegurar la transparencia.

II) La Emisora

a) La Emisora

La Empresa es una Sociedad Anónima regularmente constituida en la República Argentina. Se considera Pyme y está ubicada en la provincia de Córdoba. Está registrada en el Registro Público de Comercio de la Provincia de Córdoba.

b) Historia de la Emisora

La Empresa S.A. fue fundada por Fernando Torres Padre hace más de 60 años e

inicialmente transitó el camino de la industria metalúrgica por más de 20 años. En los años 70, producto del Rodrigazo, la sociedad decidió dar un giro de actividad y comenzó a dar los primeros pasos en la industria del plástico. En principio, se producían caños de PVC. Con el correr de los años, la compañía necesitaba terminar de asentarse en la industria del plástico y para esto fue necesaria la adquisición de una nueva planta fabril. Se instaló la fábrica en un predio de 1,5 hectáreas y más de 5000 m² de edificación. Una vez instalada ya por los años 90, se encontró un nicho en el mercado de envases plásticos. Desde 2006 hasta hoy al 2013, la empresa pasa a ser dirigida por Fernando Torres Hijo, quien decide desarrollar la comercialización de sus productos mediante la implementación de objetivos estratégicos.

Actualmente se tiene la visión de asentarse en el país y poder ingresar en el Mercosur con toda la gama de productos. Es por esto que para poder seguir creciendo, la empresa necesita acceder a créditos que impulsen su desarrollo.

c) Estructura organizativa de La Empresa S.A.

La Empresa está conformada por tres socios: Fernando Torres Padre y Fernando Torres Hijo accionistas mayoritarios y José Muro accionista minoritario. El presidente de la Empresa es Fernando Torres Hijo y el Vicepresidente José Muro. El ámbito de administración está a cargo del director Pablo Pérez y la directora suplente Cristina Santinelli.

d) Mercado de la Emisora

El mercado en que opera La Empresa S.A. es en la República Argentina. Actualmente comercializa sus productos en Mendoza, San Luis, Buenos Aires, Misiones, Chaco, Formosa, Córdoba, Corrientes y Entre Ríos. En otras palabras comercializa estratégicamente sus

productos en centro y norte del país.

Con el abaratamiento de costos que pretende lograr la compañía, desea acceder a nuevos mercados en el sur del país, tales como Río Negro, Neuquén y Chubut. Actualmente es conveniente la compra de dichos productos a empresas del sur de Chile.

e) Proyecto de la Emisora

Con el objetivo de disminuir los costos de flete, se busca incorporar una flota de seis camiones que transporten los productos a las diferentes partes del país y así poder eliminar la contratación de cargamento con terceros. Inicialmente, la distribución estratégica al incorporar la unidad de logística propia, es de utilizar dos rodados al centro del país, dos para el norte, uno para el sur y uno dedicado específicamente para retiro de insumos para producción. Los beneficios que arroja la puesta en marcha del proyecto son: ahorro de costos internos, ampliación del mercado y optimización de tiempos de producción.

El costo del transporte llega a alcanzar casi el 45% de la utilidad bruta para el año 2013 y el 45,5% durante el año 2012. El costo del transporte es fundamental en este rubro, ya que está directamente ligado al precio de los envases plásticos. La demanda es elástica, ya que una variación en el precio puede influir en la venta de productos. Es por esto que ante un mercado tan sensible, se debe ofrecer productos a buen precio. Actualmente La Empresa S.A., toma políticas de no aumentar los precios y renunciar a utilidades con tal de no perder clientes. Es por esto que ve como una buena alternativa bajar los costos de transporte para así poder aumentar sus utilidades, lograr mayores mercados y optimizar tiempos de producción.

Al implementar la nueva unidad de logística propia, la firma puede comercializar a mayores destinos tales como el sur del país. Una baja en los costos, le permitiría ingresar a

ese mercado, ya que hoy no puede competir con las empresas del sur de Chile.

f) Beneficios de implementar el proyecto

Implementar una flota de transporte propio, se estima que genera un ahorro de costos del 50% de lo que se gasta en conceptos de flete. A pesar de que una vez que se cuente con logística propia, no corresponde pagar transportes de terceros, se elevarán algunos otros costos para mantener en operatividad el servicio. En otras palabras se crea un nuevo presupuesto para el departamento de logística, que igualmente se estima un 50% inferior a lo que se paga al 2013 a terceros.

La empresa va a disponer de un camión adicional para buscar nuevos mercados y ventas. En otras palabras, ahorrando aproximadamente un 50% de costos, se obtiene una unidad adicional de rodados. Antes se disponían cinco de camiones a y con la implementación del proyecto se pasa a disponer de seis camiones.

Otro aspecto a tener en cuenta, es que por disponer de transportes propios obtendrá un ahorro impositivo debido a la amortización. Se recuerda que la amortización es un gasto que no genera egresos de dinero. El mismo es conveniente para la empresa, ya que le disminuye el importe a abonar en concepto de impuesto a las ganancias y sin tener que desenvolver dinero.

Para concluir al incorporar una unidad de logística propia, La Empresa S.A. estaría alcanzando un ahorro de costos y egresos de 48,15% anuales, y a su vez, cuenta con una unidad adicional.

III) Términos y condiciones de emisión

La Empresa S.A. emite obligaciones negociables bajo régimen especial para Pymes bajo los siguientes términos y condiciones:

- a) Emisora: La Empresa S.A.
- b) Agente: La Mega Bursátil S.A.
- c) Mercado: Bolsa de Comercio de Córdoba.
- d) Tipo: obligación negociable simple, no convertibles en acciones.
- e) Monto: Pesos Argentinos 3.800.000 (\$3.800.000).
- f) Valor Nominal obligación Negociable: Pesos diez (\$10) cada una.
- g) Plazo: 24 Meses.
- h) Tasa de Interés: 28% nominal anual.
- i) Pago de los intereses: El tenedor de deuda devengará intereses cada 6 meses.
- j) Amortización: El 25% del capital a los 12 meses. El 25% a los 18 meses y el 50% a los 24 meses.
- k) Gastos de emisión: Los mismos corren por cuenta de la emisora.
- l) Período de Suscripción: 5 días hábiles.
- m) Precio de Colocación: Será el del último día del período de suscripción.
- n) Forma: Las obligaciones estarán documentadas en certificado global permanente y definitivo de acuerdo a disposiciones legales. El mismo será objeto de depósito en La Caja de Valores S.A. como así dispone la ley. Resultará de aplicación el régimen de depósito colectivo, en el cual se acreditarán las obligaciones en la subcuenta comitente correspondiente a cada inversor. Los pagos serán efectuados por la emisora, a los obligacionistas que figuren registrados en la Caja de Valores a la fecha de vencimiento

correspondiente, previa publicación en el Boletín Oficial de la Bolsa de Comercio de Córdoba.

o) Moneda y denominación de pago: Las obligaciones negociables estarán denominadas y los pagos serán efectuados en pesos argentinos. Los intereses serán efectuados bajo la misma moneda.

p) Cotización Bursátil: Las obligaciones cotizaran en la Bolsa de Comercio de Córdoba. La unidad mínima de cotización será de \$5.000 (Pesos cinco mil).

q) Tratamiento impositivo: Los pagos serán efectuados sin retención o deducción impositiva respecto de ningún impuesto. Las obligaciones están sujetas al régimen fiscal regulado por Artículos 35, 36 y 36 bis de la ley 23.576.

r) Auditoria Externa: La misma la llevará a cabo el Contador Público Nacional Felipe Santinelli MP. 000000.

s) Garantía: Es de tipo especial. Se hipotecarán tres inmuebles de la ciudad de Córdoba. Los mismos consisten en tres departamentos ubicados en el barrio de Nueva Córdoba, tasados en pesos un millón trescientos mil (\$1.300.000) cada uno.

t) Declaración de tenedores de obligaciones negociables: Los tenedores de obligaciones negociables, deberán realizar una declaración jurada donde afirman calificar como inversor y que han llevado a cabo los análisis correspondientes como inversores.

u) Jurisdicción: Conforme a las leyes de la República Argentina. El Tribunal de Arbitraje de la Bolsa de Comercio de Córdoba tendrá jurisdicción para atender a cualquier acción, demanda o procedimiento que pudiera surgir. También se puede recurrir a los Tribunales Ordinarios de la Ciudad de Córdoba.

v) Domicilio: Se fija domicilio especial para cualquier notificación, en la calle 27 de Abril 247 de la Ciudad de Córdoba.

IV) Ratios al cierre ejercicio 2012 y 2013

a) Liquidez Corriente

Liquidez corriente 2013		
Activo corriente	\$25.921.881	1,90
Pasivo corriente	\$13.652.489	

Liquidez corriente 2012		
Activo corriente	\$16.624.873	1,65
Pasivo corriente	\$10.050.059	

El mismo nos informa en principio, la empresa no presenta problemas de liquidez en un futuro cercano, y por ende, no existe a simple vista dificultades para emitir obligaciones negociables.

b) Endeudamiento

Endeudamiento 2013		
Pasivo	\$27.379.577	2,99
Patrimonio neto	\$9.156.252	

Endeudamiento 2012		
Pasivo	\$16.675.847	2,19
Patrimonio neto	\$7.598.448	

Del mismo se concluye que la Empresa posee un alto grado de endeudamiento. Es política de la firma crecer en base a créditos. Se cree internamente que mejora los rendimientos y permite el crecimiento exponencial.

c) Inmovilización

Inmovilización 2013		
Activo no corriente	\$10.613.948	0,29
Activo	\$36.535.829	

Inmovilización 2012		
Activo no corriente	\$7.649.422	3,32
Activo	\$24.274.295	

Estos ratios nos indican que en principio no se presentan problemas de liquidez a corto plazo. Es decir la mayor parte del activo es exigible en el próximo período, lo cual facilita poder cumplir con las obligaciones.

d) Rentabilidad Patrimonio Neto

Rentabilidad del patrimonio neto 2013		
Ganancia ejercicio	\$1.763.804	0,19
Patrimonio neto	\$9.156.252	

Rentabilidad del patrimonio neto 2012		
Ganancia ejercicio	\$1.180.973	0,16
Patrimonio neto	\$7.598.448	

Se concluye que los resultados oscilan entre un 15% y un 20% por cada peso invertido en la firma.

V) Estado de Situación Patrimonial al cierre de ejercicio 2013 y Proyectados al 2014 y 2015.

31/10/2013			
Activo Corriente		Pasivo Corriente	
Disponibilidades	\$2.552.698	Deudas comerciales	\$12.329.680
Créditos	\$15.685.484	Deudas fiscales	\$131.945
Bienes de cambio	\$7.683.700	Deudas laborales	\$856.393
		Otras deudas	\$334.471
Total Activo Corriente	\$25.921.881	Total Pasivo Corriente	\$13.652.489
Activo No Corriente		Pasivo No Corriente	
Créditos	\$81.977	Deudas comerciales	\$11.429.115
Bienes de uso	\$10.531.971	Otras deudas	\$2.297.973
Total Activo No Corriente	\$10.613.948	Total Pasivo No Corriente	\$13.727.088
		Total Patrimonio Neto	\$9.156.252
TOTAL ACTIVO	\$36.535.829	TOTAL PASIVO + PN	\$36.535.829

31/10/2014			
Activo Corriente		Pasivo Corriente	
Disponibilidades	\$16.107.322	Deudas comerciales	\$16.560.027
Créditos	\$14.010.329	Deudas fiscales	\$182.085
Bienes de cambio	\$8.067.885	Deudas laborales	\$2.806.113
		Otras deudas	\$645.351
Total Activo Corriente	\$38.185.536	Total Pasivo Corriente	\$20.193.576
Activo No Corriente		Pasivo No Corriente	
Créditos	\$141.518	Deudas comerciales	\$15.286.179
Bienes de uso	\$11.829.350	Otras deudas	\$3.791.867
Total Activo No Corriente	\$11.970.868	Total Pasivo No Corriente	\$19.078.046
		Total Patrimonio Neto	\$10.884.783
TOTAL ACTIVO	\$50.156.404	TOTAL PASIVO + PN	\$60.156.404

31/10/2015			
Activo Corriente		Pasivo Corriente	
Disponibilidades	\$36.564.235	Deudas comerciales	\$21.412.585
Créditos	\$20.735.287	Deudas fiscales	\$269.485
Bienes de cambio	\$8.471.279	Deudas laborales	\$3.647.947
		Otras deudas	\$1.508.950
Total Activo Corriente	\$65.770.801	Total Pasivo Corriente	\$26.838.968
Activo No Corriente		Pasivo No Corriente	
Créditos	\$209.447	Deudas comerciales	\$19.765.463
Bienes de uso	\$9.832.729	Otras deudas	\$11.930.304
Total Activo No Corriente	\$10.042.176	Total Pasivo No Corriente	\$31.695.767
		Total Patrimonio Neto	\$17.278.242
TOTAL ACTIVO	\$75.812.977	TOTAL PASIVO + PN	\$75.812.977

VI) Estado de Resultados al cierre de ejercicio 2013 y proyectados al 2014 y 2015

Concepto	2013	2014	2015
Ingresos por ventas	\$63.459.886	\$87.394.351	\$129.343.640
Costo de ventas	-\$55.069.827	-\$76.438.823	-\$109.589.161
Utilidad Bruta	\$8.390.060	\$10.955.528	\$19.754.478
<hr/>			
Gastos comercialización	-\$4.237.384	\$-4.623.971	\$-6.125.420
Gastos administración	-\$1.331.235	\$-2.346.541	\$-2.929.083
Gastos financieros	-\$314.264	\$-1.325.738	\$-863.884
<hr/>			
Resultado antes del impuesto	\$2.507.177	\$2.659.278	\$9.836.092
<hr/>			
Imp. a las Ganancias	-\$743.373	\$-930.747	\$-3.442.632
<hr/>			
Resultado Neto - Ganancia	\$1.763.804	\$1.728.531	\$6.393.460

VII) Aclaración para Inversionistas

Cabe destacar algunos aspectos extracontables a modo informativo, ya que el contexto puede modificar y afectar la proyección de la empresa. Los considerados más relevantes son los siguientes:

a) Inflación

En la República Argentina se vive en un contexto inflacionario difícil de medir actualmente, por lo cual, es relativo el índice que se tome. La empresa al cierre de ejercicio 2013, decide tomar un índice cercano al 30%, justificado en el aumento general de precios sufrido en los últimos dos periodos.

b) Protección de la Industria

El Estado Nacional comenzó a establecer algunas restricciones a la importación de productos mediante el control de cambios. En este caso en particular, para La Empresa S.A. fue favorable esta medida, ya que la misma no importa insumos del exterior. Además la compañía puede satisfacer a todo el mercado interno, ya que no se necesitan de divisas para poder adquirir sus productos. Este es otro motivo por el cual La Empresa S.A. pretende ingresar al sur del país, donde actualmente el mercado es aprovechado por empresas Chilenas.

c) Dependencia de las Economías Regionales y sus políticas económicas

En gran medida La Empresa S.A. depende de las economías regionales, ya que, apuesta a una cartera diversificada de clientes en las diferentes provincias. Ante alguna eventual crisis de las economías regionales o a nivel macroeconómico, se pueden ver afectados los ingresos de la Emisora, incidiendo en su situación patrimonial y/o capacidad de pago de las obligaciones negociables.

VIII) Obligaciones de la Emisora

- a) Mantener la existencia societaria.
- b) Poner a disposición de los inversores los estados contables.
- c) Mantener al día impuestos y aportes previsionales.
- d) No modificar su estructura jurídica.
- e) No modificar sus estatutos sociales.

IX) Tratamiento Impositivo

Impuesto	Condición	Tratamiento en la Ley
Sellos	Exento	Art 1 de la Ley N°23.692. En Modificación del artículo 35 Ley N° 23.576. Se hace efectiva en la Provincia de Córdoba en el artículo N°221, inciso 27 del Código Tributario.
IVA	Exento	Artículo 1 de la Ley N°23.692. En modificación del artículo 35 Ley N° 23.576
Ganancias	Exento	Artículo 1 de la Ley N°23.692. En modificación del artículo 36 bis de la Ley N° 23.576.
Bs Personales	Gravado	Ley 24.468, en el artículo 19, inciso I.
Ingresos Brutos	Gravado	Código Tributario Provincial artículo 239

Aclaración Impuesto a las Ganancias

Si el beneficiario son sociedades constituidas en el país, las mismas se encuentran gravadas. Por el contrario, si son sociedades constituidas en el exterior los resultados se encuentran exentos del gravamen.

A su vez, en el Artículo 37 de la Ley 23.576, modificada por Ley N°23.692, le permite a la emisora deducir del impuesto a las ganancias, los intereses y actualizaciones provenientes de la colocación de emisiones negociables.

7.7. Procedimiento de aprobación, colocación en el mercado y captación de fondos

Con el prospecto de emisión logrado y la decisión de emitir, se procede a analizar los tiempos de procesos desde la presentación ante la Comisión Nacional de Valores, hasta la adquisición de fondos por parte de La Empresa S.A.

Según la Normativa de la Comisión de Valores Año 2013, los procedimientos son los siguientes:

7.7.1. Presentación del prospecto de emisión

El representante legal de La Empresa S.A: deberá presentar ante la Comisión Nacional de Valores en carácter de apoderado el prospecto de emisión propuesto y acompañada de una nota realizada por el profesional en abogacía. Desde que la asamblea de accionistas toma la decisión de emitir, el representante posee 10 días hábiles para presentar la solicitud de emitir ante la C.N.V. Vencido el plazo, no se toma la solicitud.

7.7.2. Autorización para emitir

Una vez presentado el prospecto y la nota, las autoridades de la C.N.V. poseen 10 días hábiles para realizar las correcciones correspondientes y de aquí se desprenden dos posibilidades:

- Que la Comisión Nacional de Valores autorice la solicitud. La autorización queda automática vencido el plazo sin observaciones.
- Que la Comisión realice observaciones y se deba corregir la documentación a presentar. En este caso se le comunica a la empresa las observaciones y la misma debe responder dentro de los 5 días hábiles. Puede pedir una prórroga por igual tiempo la empresa para responder. Recibida las respuestas, la C.N.V. tiene 5 días hábiles para expedirse y comunicar su resolución. Vencido este último plazo sin observación alguna por parte de la C.N.V., queda automáticamente autorizada la empresa para emitir.

7.7.3. Suscripción y colocación en el mercado

Una vez autorizada la emisión se procede a registrarlas en la Comisión, y se le comunica al o los mercados donde se negocien las emisiones. Para el lanzamiento corren los siguientes plazos:

- La comunicación al mercado por parte de la C.N.V., exige a la emisora a la inscripción de aviso de emisión en el Registro Público de Comercio. La misma posee 10 días hábiles y es obligatorio para la autorización definitiva.
- La inscripción en el registro, habilita la suscripción de cada clase o serie. La misma debe ser dentro de los 5 días hábiles y debe estar aprobada por asamblea de accionistas.
- Suscriptas las emisiones, se colocan en el mercado dentro de los 5 días hábiles.

7.7.4. Captación de fondos por parte de la Empresa

Colocadas en el mercado, solo resta esperar que los inversores adquieran los valores negociables de deuda emitidos por La Empresa S.A. Desde que el inversor calificado adquiere las obligaciones negociables, la emisora capta los fondos dentro de las 48 horas.

Como conclusión final, se le informa a la Empresa que desde que presenta la solicitud hasta que las obligaciones salen al mercado pueden pasar de 40 a 55 días hábiles como máximo dependiendo si la autorización fue con o sin observación. La captación de fondos total se estima en 20 días hábiles. En otras palabras, La Empresa S.A. puede captar los fondos dependiendo de la agilidad y observación en los trámites, en un plazo de entre 60 y 75 días hábiles. Lo que equivale entre 70 y 90 días corridos.

Los mismos son plazos estimativos y están tomados como máximo de acuerdo a la normativa. Por ende la emisora puede achicarlos dependiendo de la rapidez con que realice los trámites que le son competentes.

8. Conclusión

De acuerdo a lo analizado e investigado a lo largo del Trabajo Final de Grado, se llegó a la conclusión de que es viable para la firma emitir obligaciones negociables y que, por ende, se logró el prospecto de emisión solicitado por la firma. El mismo debe ser presentado ante la Comisión Nacional de Valores quien finalmente debe aprobar. El mismo debe ser presentado junto a una nota elaborada por un abogado. El prospecto de emisión final logrado se fundamenta en los siguientes cinco aspectos:

- La descripción de autoridades y la información relevante de la firma es meramente formal y requisito exigido por la Comisión Nacional de Valores, por lo cual no merece mayor ampliación.
- En cuanto al proyecto de La Empresa S.A., se deduce que actualmente los gastos de transporte contratados con terceros corresponden a un 50% de la utilidad bruta en los últimos períodos. Con la incorporación de la nueva unidad de logística propia, se estima que los egresos en concepto de transporte y flete disminuyen en un 48% anual respecto a los gastos de 2013. Cabe destacar que la incorporación cuenta con una unidad adicional de rodado, con respecto a la contratación con terceros. Para culminar, se resalta que la incorporación de la unidad de logística propia, le permite a la firma optimizar los tiempos de producción, y a su vez, llegar a nuevos mercados optimizando costos.
- En base a la información de La Empresa S.A., sus necesidades y su proyecto, se logró establecer las condiciones y tipo de emisión. En primer lugar se la encuadró en el Régimen Especial de Oferta para Pymes. La firma es considerada Pyme tal como lo exige la Ley de Obligaciones Negociables N°23.576, modificada por la Ley 23.692. A su vez

encuadra en la Resolución 50/2013 emitida por el Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, no superando parámetros de facturación. En segundo lugar, no corresponde formar un órgano colegiado y las obligaciones se ofrecen a un potencial inversor o pocos, calificados. Por último, respeta los montos máximos y mínimos para poder encuadrar en dicho régimen. Ellos son no menor a \$5.000 y no mayor a \$15.000.000. El monto total a emitir es por \$3.800.000.

- En la proyección de estados contables, se observó que La Empresa S.A. no presenta problemas financieros a corto y mediano plazo, lo cual hace interesante que los inversores decidan obtener las obligaciones negociables emitidas por la sociedad. Se concluye que la situación financiera no está en peligro y que económicamente los resultados comienzan a mejorar exponencialmente para 2015, con el asentamiento de la nueva incorporación logística propia.

- Por último, se concluye que La Empresa S.A. respeta las condiciones impuestas por la Ley de Obligaciones Negociables N°23.562, y su modificatoria la Ley N°23.962, y corresponde aplicar el siguiente tratamiento impositivo: exención en el impuesto a los sellos, impuesto al valor agregado e impuesto a las ganancias. Contrariamente se encuentran gravados los siguientes: impuesto a los ingresos brutos en la provincia de Córdoba, bienes personales cuando sean personas físicas o sucesiones indivisas del país, y el impuesto a las ganancias cuando los beneficiarios del resultado proveniente de obligaciones sean sociedades regularmente constituidas en el país.

9. Bibliografía

Fuentes de texto:

- Alemandi y Gomez Bausela. (1991). *Obligaciones Negociables. Nuevo Régimen Jurídico*. Santa Fe: Rubinzal-Culzoni.
- Brealey y Myers. (1993). *Funfamentos de Financiacion Empresarial* (4° ed.). (M. J. Norte, Ed.) Madrid, España: McGRA W-HILL/ INTERAMERICANA DE ESPAÑA S.A.
- Gordon, A. (2003). *Fundamentos de Inversiones: Teoría y Práctica* (Tercera ed.). México: Pearson Educación de México S.A.
- Newton, E. F. (2002). *Análisis de Estados Contables* (3° ed.). Buenos Aires: La Ley.
- Paolantonio, M. (2004). *Obligaciones Negociables* (1° ed. ed.). (R. Culzoni, Ed.) Santa Fe: Rubinzal y Asociados S.A.
- Pérez, J. O. (2005). *Análisis de Estados Contables: un enfoque de gestión* (2° ed.). Córdoba: Universidad Católica de Córdoba.
- Ross, S. (2006). *Fundamentos de finanzas corporativas* (Séptima ed.). México: Mc Graw-Hill/Interamericana Editores S.A.
- Sánchez Brot, L. E. (2005). *Estados Contables Proyectados* (1° ed.). Buenos Aires: La Ley.
- SViegas; Fronti de Garcia; Chaves y Pahlen Acuña. (1996). *Contabilidad: Presente y Futuro* (2° ed.). Buenos Aires: Machi.

Fuentes electrónicas:

- Infoleg. (1988). *Ley de Obligaciones Negociables N°23.576*. Recuperado el Noviembre de 2014, de <http://infoleg.mecon.gov.ar/infolegInternet/anexos/20000-24999/20643/texact.htm>
- Infoleg. (1991). *Ley Modificatoria Obligaciones Negociables N°23.962*. Recuperado el Noviembre de 2014, de <http://infoleg.mecon.gov.ar/infolegInternet/anexos/0-4999/361/norma.htm>
- Seijas, P. J. (Julio de 2010). *Fundacion Bolsa de Comercio de Buenos Aires*. Recuperado el 2 de Junio de 2014, de <http://www.fundacionbolsa.com.ar/materiales/libros/Libro%20Elementos%20Basicos%20Para%20el%20Analisis%20y%20la%20Interpretacion%20de%20Estados%20Contables.pdf>
- Profesional, R. (2014). Mundo Plast. Recuperado el Noviembre de 2014, de <http://www.mundoplast.com/noticia/el-mercado-argentino-del-packaging-mantiene-estable/77626>
- Informe. (2013). Cámara Argentina de la Industria Plástica. Recuperado el Noviembre de 2014, de <http://www.plastico.com/temas/Actualidad-industrial>
- Iprofesional. (28 de 03 de 2014). Iprofesional. Obtenido de <http://www.iprofesional.com/notas/183520-El-Gobierno-no-pagar-el-cupn-PBI-y-los-ttulos-se-derrumbaron-un-14>

- Mariana, S. (28 de 10 de 2014). El Cronista. Recuperado el Noviembre de 2014, de <http://www.cronista.com/economiapolitica/Las-exportaciones-argentinas-son-las-que-mas-cayeron-en-la-region-20141028-0065.html>
- 2013, I. A. (2013). Instituto Argentino de Mercado de Capitales. Recuperado el Noviembre 2014, de http://www.iamc.com.ar/Product/Detail/ANUA2013/Modelo_Sin_Especificar/?constock=false&historico=false

10. Anexos

Anexo N° 1: Encuesta

Con motivo de la realización de este Proyecto Final de Grado, se encuentra la posibilidad de realizar una entrevista al Señor Fernando Torres hijo, actual socio y director de la empresa bajo estudio.

- **Muy buenos días Fernando, para comenzar ¿Podría comentarnos acerca de cómo nace la empresa?**
 - Buenos días Federico, te comento. La Empresa nació hace más de 60 años, allá por el Año 1952. Quien la fundo fue mi padre, también llamado Fernando Torres. Empezó como algo familiar y el proyecto se dedicaba a la metalúrgica, desempeñándose por más de 20 años en la misma. Allá por los años 70', se vino el Rodrigazo lo cual fue muy difícil para la empresa, y se decidió dar un giro hacia la industria del plástico. Al principio se construían caños de PVC, pero en los años 90', se decide dar un nuevo giro hacia la producción de envases y a la fecha seguimos por ese camino.
- **Se ve que son una empresa acostumbrada al cambio, ¿Me puede comentar un poco más sobre ellos?**
 - En los 70', el panorama para la industria metalúrgica realmente fue un trastorno, ya que se atravesaba una profunda crisis económica y sindical en el país. A su vez comenzó a sonar fuerte la construcción de caños de PVC y en esos momentos el plástico era ya una nueva tendencia, por lo cual mi padre no dudo en cambiar y apostar. Luego la empresa necesitaba asentarse en el mercado del plástico, por lo

cual hubo que adquirir una nueva planta fabril. Fue muy difícil y realmente a pulmón, porque había que invertir mucho dinero. La misma hoy cuenta con 5000 m² de edificación y está ubicada en un predio de 5 hectáreas. En esos momentos pudimos aumentar nuestra capacidad productiva. Ya en los años 90 se presentó una nueva tendencia, los envases plásticos. Decidimos apostar a la nueva tendencia y seguir creciendo. Par ello tuvimos que importar máquinas de Taiwán y Francia, ya que cada envase que se produce, es específico para cada tipo de cliente, lo cual se necesitaban tecnologías de alta gama.

- **Cuando usted nombra que fue difícil, ¿Puede describirme algunos motivos?**
 - En primer lugar, es un país que tiene una inestabilidad monetaria, peligroso para cualquier tipo de inversión. Además, las inversiones mayoritarias se hicieron con aportes de la familia debido a la escasez e inconveniencia de créditos en el país. Las tasas son muy altas y uno nunca sabe que va a pasar con la moneda local.
- **Cambiando un poco de tema y para interiorizarnos un poco más acerca de la actividad. ¿Qué tipo de envases produce?**
 - Tenemos una gran cantidad de productos, en diferentes tamaños y de acuerdo a las necesidades de cada cliente que nos puede especificar su pedido. Pero entre los que te puedo nombrar: bidones, dosificadores, botellas, frascos, jarras y pulverizadores.
- **¿Cuál sería su próximo proyecto para la empresa?**
 - Nuestro próximo objetivo es lograr un transporte propio que nos ayude a disminuir costos. Somos una empresa que apunta mucho a la disminución de

costos, manteniendo la calidad y el buen servicio. Por el momento el proyecto está, solo necesitamos los fondos para implementarlo.

- **¿Usted ve viable la implementación de obligaciones negociables, para captar fondos y llevar a cabo su proyecto de transporte y logística propia?**

- He escuchado acerca de las obligaciones negociables, aunque sinceramente desconozco como se implementan. Somos una empresa, que como dijimos antes, estamos acostumbrados a cambios permanentes y a innovar todo el tiempo. Por lo cual si es viable y conveniente, estamos abiertos a escuchar cualquier propuesta.

- **¿Cómo es su comercialización?**

- La empresa posee excelentes accesos para la comercialización de envases. La planta se encuentra sobre ruta nacional y el transporte actualmente es tercerizado. El problema no es de logística sino de costos, ya que la distribución es tercerizada.

En base a los clientes, optamos por una cartera muy diversificada. Se trata de lograr que nuestro mejor cliente no supere el 20% de las ventas. La idea es que si un cliente decide no seguir operando con nosotros, ya sea por optar por la competencia o incorporar su propia producción, no altere la economía de la empresa.

- **¿Qué aspecto positivo y qué negativo, puede nombrar acerca de esta estrategia de comercialización?**

- Como positivo creemos que no genera dependencia de un cliente. Esto te da independencia y estabilidad en el ramo. Muchas empresas quiebran cuando su

principal comprador les deja de comprar. No es eso a lo que apuntamos. Como negativo, vemos los elevados costos de comercialización en que se incurren por tener muchos clientes. Hay que recorrer mucho el país para entregar y ofrecer productos. Esto a veces, nos hace perder competitividad frente a otras empresas. Un ejemplo: en el sur del país la distancia es larga y nos eleva el precio del producto, lo que dificulta competir ante empresas chilenas. Disminuyendo los costos podemos recorrer aún más, manteniendo el precio. Nuestros productos son buenos debido a la alta tecnología que empleamos y porque ofrecemos la posibilidad al cliente de especificar el envase a su gusto. Lo que sí, es que un alza en el precio puede hacerte perder clientes, por lo que nos concentramos mucho en los costos. Hoy en día nuestros clientes exigen economía y practicidad en los envases.

- **¿Cómo definiría su estrategia de ventas?**
 - En principio hacemos mucho hincapié en resolver la necesidad particular de cada cliente y en ofrecer un producto económico. La política es de no aumentar los precios en lo posible y buscar la reducción de costos. Una vez que captamos clientes, podemos ir aumentando precios, ya que nuestro departamento de ventas es altamente especializado y asiste en todo momento. Queremos transmitir confianza y soluciones rápidas, lo cual es una comodidad para nuestros clientes, y eso lo valoran mucho.

- **¿Cuál es su mercado actual? ¿Y a qué mercado proyecta?**

- Actualmente operamos en Argentina. En las provincias de Mendoza, San Luis, Misiones, Buenos Aires, Chaco, Formosa, Entre Ríos, Corrientes y Córdoba. Con el nuevo proyecto se desea acceder al sur del país. Una vez captado ese mercado, nuestro próximo gran objetivo es exportar a países del Mercosur.
- **¿De qué manera implementará la empresa el proyecto?**
- La idea es incorporar seis camiones. Actualmente trabajamos con cinco tercerizados. Se utilizarían dos para el norte del país, dos para el centro, uno para retirar insumos y uno para recorrer el sur.
- **¿El proyecto tiene un estudio de los costos reales de incorporarlo?**
- Así es, hay una persona especialmente encargada que realizó los presupuestos.

Anexo N° 2: Estado de Situación Patrimonial

DENOMINACION DE LA ENTIDAD: LA EMPRESA S.A.		
Estado de Situación Patrimonial al 31 de Octubre de 2013, comparativo y expresado en moneda homogénea.		
	2013	2012
ACTIVO		
Activo Corriente		
Disponibilidades (Nota 2)	2.552.698	623.519
Créditos (Nota 3)	15.685.484	10.286.953
Bienes de cambio (Nota 4)	7.683.700	5.714.401
Total Activo Corriente	25.921.881	16.624.873
Activo No Corriente		
Créditos (Nota 3)	81.977	81.977
Bienes de uso (Anexo I)	10.531.971	7.567.445
Total Activo No Corriente	10.613.948	7.649.422
Total ACTIVO	36.535.829	24.274.295
PASIVO		
Pasivo Corriente		
Deudas comerciales (Nota 5)	12.329.680	9.432.502
Deudas laborales (Nota 6)	131.945	95.082
Deudas fiscales y previsionales (Nota 7)	856.393	518.214
Otras deudas (Nota 8)	334.471	4.260
Total Pasivo Corriente	13.652.489	10.050.059
Pasivo No Corriente		
Deudas comerciales (Nota 5)	11.429.115	4.073.741
Otras deudas (Nota 8)	2.297.973	2.552.047
Total Pasivo No Corriente	13.727.088	6.625.788
Total PASIVO	27.379.577	16.675.847
Patrimonio Neto s/ Estado respectivo	9.156.252	7.598.448
Total PASIVO+PATRIMONIO NETO	35.535.829	24.274.295

Anexo N° 3: Estado de Resultados.

DENOMINACION DE LA ENTIDAD: LA EMPRESA S.A.		
Estado de Resultados		
Por el ejercicio regular N° 8, finalizado el 31 de Octubre de 2013, comparativo y expresado en moneda homogénea.		
	2013	2012
Ingresos por ventas y servicios	63.459.886	46.080.291
Costo de ventas (Anexo III)	(55.069.827)	(40.623.304)
UTILIDAD BRUTA	8.390.059	5.456.987
Gastos (Anexo II)		
De comercialización	(4.237.384)	(2.429.355)
De administración	(1.331.235)	(1.164.031)
De financiación	(314.264)	(223.427)
RTO. OPERATIVO ANTES DE IMP.	2.507.177	1.640.174
Otros ingresos no operativos	0	0
RTO. NETO ANTES DE IMP. GCIAS.	2.507.177	1.640.174
Provisión Imp. Gcias.	(743.373)	(459.201)
RTO. NETO EJ - GANANCIA	1.763.804	1.180.973

Anexo N° 4: Anexo de Gastos año 2013

DENOMINACIÓN DE LA ENTIDAD:		LA EMPRESA S.A.			ANEXO II
Información sobre gastos y su aplicación					
Por el ejercicio regular N° 8, finalizado al 31 de Octubre de 2013, comparativo y expresado en moneda homogénea.					
Rubros	Totales	Producción	Comerc.	Adm.	Financ.
Sueldos y jornales	727.143	727.143	0	0	0
Mantenim. y reparac. bs uso	1.228.267	1.005.142	0	223.124	0
Fletes	3.781.330	1.890.665	1.890.665	0	0
Alquileres pagados	236.831	165.782	71.049	0	0
Seguros pagados	170.463	170.463	0	0	0
Cargas sociales	280.513	280.513	0	0	0
Gastos grales. rodados	170.761	0	170.761	0	0
Combustibles y lubricantes	464.166	324.916	139.250	0	0
Energía eléctrica	1.511.574	1.511.574	0	0	0
Otros servicios públicos	72.963	1.990	70.973	0	0
Imp. Ingresos Brutos	457.443	0	457.443	0	0
Tasa Comercio e Industria	77.050	0	77.050	0	0
Gastos de representación	317.295	0	317.295	0	0
Publicidad	14.367	0	12.930	1.437	0
Imp. varios, int. y actualiz.	628.846	0	365.317	263.529	0
Honorarios pagados	920.203	0	460.101	460.101	0
Papelería y útiles	36.079	0	0	36.079	0
Franqueos y aforos	25.871	0	0	25.871	0
Intereses bancarios	310.448	0	0	0	310.448
Subcontratación CARO sueldos y cs. sociales	7.758.073	7.758.073	0	0	0
Gastos indirectos	5.413.051	5.120.395	7.121.	281.718	3.816
Gastos importación	39.374	0	0	39.374	0
Gastos exportación	380	0	380	0	0
Amortizaciones bs. uso	1.338.621	1.338.621	0	0	0
Deudores incobrables	197.049	0	197.049	0	0
TOTALES	26.178.162	20.295.279	4.237.384	1.331.235	314.264

Anexo N° 5: Anexo de Gastos 2012

DENOMINACIÓN DE LA ENTIDAD:		LA EMPRESA S.A.			ANEXO II
Información sobre gastos y su aplicación					
Por el ejercicio regular N° 7, finalizado al 31 de Octubre de 2012, comparativo y expresado en moneda homogénea.					
Rubros	Totales	Producción	Comerc.	Adm.	Financ.
Sueldos y jornales	805.578	778.974	0	0	0
Mantenim. y reparac. bs uso	949.307	916.798	0	26.605	0
Fletes	2.485.930	967.938	1.517.993	32.509	0
Alquileres pagados	196.997	160.500	36.497	0	0
Seguros pagados	91.343	91.343	0	0	0
Cargas sociales	185.872	179.673	0	6.199	0
Gastos grales. rodados	65.906	0	65.906	0	0
Combustibles y lubricantes	504.476	497.626	6.850	0	0
Energía eléctrica	984.758	984.758	0	0	0
Otros servicios públicos	19.553	946	18.607	0	0
Imp. Ingresos Brutos	299.198	0	299.198	0	0
Tasa Comercio e Industria	75.308	0	75.308	0	0
Gastos de representación	86.011	0	86.011	0	0
Publicidad	23.789	0	19.610	4.179	0
Imp. varios, int. y actualiz.	305.723	0	303.377	2.347	0
Honorarios pagados	492.556	0	0	492.556	0
Papelería y útiles	25.654	0	0	25.654	0
Franqueos y aforos	12.128	0	0	12.128	0
Intereses bancarios	223.427	0	0	0	223.427
Subcontratación CARO sueldos y cs. sociales	5.070.140	4.914.276	0	155.864	0
Gastos indirectos	4.371.423	4.062.477	0	308.946	0
Gastos importación	97.045	0	0	97.045	0
Amortizaciones bs. uso	937.832	937.832	0	0	0
TOTALES	18.309.953	14.493.140	2.429.355	1.164.031	223.427

Anexo N° 6: Presupuesto de adquisición de rodados

	
PRESUPUESTO	
Camión Nuevo Tector Attack	\$640.000
Características del modelo:	
Listo para usar. De ruta. Tractor y rígido. Ambas con cabina y dormitorio de configuración 4x2. Orientado a cargas de media y larga distancia. Apto para reparto de mercaderías. 6 cilindros y 220 CV.	
Bonificación:	
Ante consulta por un pago de contado de 6 camiones, la compañía le otorga un 10% de descuento.	

Anexo N° 7: Presupuesto departamento logística puesta en marcha

Detalle	Descripción	Monto total
Capacitación	Manejo software	\$ 25.000
	Choferes	\$ 16.000
	Administrativos	\$ 4.000
	Logística	\$ 35.000
Total detalle		\$ 80.000
Depto. logística	2 computadoras	\$ 40.000
	2 escritorios	\$ 30.000
	6 sillas	\$ 10.000
	Conexiones	\$ 30.000
	Adecuación oficina	\$ 40.000
Total detalle		\$ 150.000
Sistema de control	Software	\$ 150.000
	Gps. Aplicativo	\$ 50.000
Total detalle		\$ 200.000
Trámites	Librería	\$ 20.000
	Trámites en entes	\$ 20.000
	Tasas impositivas	\$ 10.000
Total detalle		\$ 50.000
TOTAL PUESTA EN MARCA		\$ 480.000

**AUTORIZACIÓN PARA PUBLICAR Y DIFUNDIR
TESIS DE POSGRADO O GRADO
A LA UNIVERIDAD SIGLO 21**

Por la presente, autorizo a la Universidad Siglo21 a difundir en su página web o bien a través de su campus virtual mi trabajo de Tesis según los datos que detallo a continuación, a los fines que la misma pueda ser leída por los visitantes de dicha página web y/o el cuerpo docente y/o alumnos de la Institución:

Autor-tesista <i>(apellido/s y nombre/s completos)</i>	Duelli Federico Martín
DNI <i>(del autor-tesista)</i>	34.663.408
Título y subtítulo <i>(completos de la Tesis)</i>	“Financiamiento Externo: Prospecto de Emisión de Obligaciones Negociables.”
Correo electrónico <i>(del autor-tesista)</i>	Fede_886@hotmail.com
Unidad Académica <i>(donde se presentó la obra)</i>	Universidad Siglo 21
Datos de edición: <i>Lugar, editor, fecha e ISBN (para el caso de tesis ya publicadas), depósito en el Registro Nacional de Propiedad Intelectual y autorización de la Editorial (en el caso que corresponda).</i>	

Otorgo expreso consentimiento para que la copia electrónica de mi Tesis sea publicada en la página web y/o el campus virtual de la Universidad Siglo 21 según el siguiente detalle:

Texto completo de toda la Tesis <i>(Marcar SI/NO)</i> ^[1]	SI
Publicación parcial (informar que capítulos se publicarán)	

Otorgo expreso consentimiento para que la versión electrónica de este libro sea publicada en la en la página web y/o el campus virtual de la Universidad Siglo 21.

Lugar y fecha: Córdoba, 26 de Marzo de 2016

Firma

Aclaración: Duelli, Federico Martín

Esta Secretaría/Departamento de Posgrado de la Unidad Académica: _____
_____ certifica que la tesis adjunta es la aprobada y registrada en esta
dependencia.

Firma

Aclaración

Sello de la Secretaría/Departamento de Posgrado

[1] Advertencia: Se informa al autor/tesista que es conveniente publicar en la Biblioteca Digital las obras intelectuales editadas e inscriptas en el INPI para asegurar la plena protección de sus derechos intelectuales (Ley 11.723) y propiedad industrial (Ley 22.362 y Dec. 6673/63. Se recomienda la NO publicación de aquellas tesis que desarrollan un invento patentable, modelo de utilidad y diseño industrial que no ha sido registrado en el INPI, a los fines de preservar la novedad de la creación.
