

Universidad Siglo 21



**Carrera de Contador Público
Trabajo Final de Graduación
Reporte de Caso**

**Herramientas para generar una estructura de financiamiento óptima y análisis de las
opciones de financiamiento disponible para la empresa Tarjeta Naranja**

**Alumno: Héctor Jorge Alderete
DNI: 16.991.466
Legajo: VCPB19216
Carrera: Contador Público
Director de TFG: Agustín Márquez**

2021

Índice

Resumen	2
Abstract	2
Introducción	3
Análisis de la situación	6
Descripción de la situación	6
Análisis del contexto	7
<i>Análisis PESTEL</i>	7
Diagnóstico organizacional	12
<i>Análisis FODA</i>	12
Análisis específico según el perfil profesional	14
Marco teórico	19
Diagnóstico y discusión	23
Declaración del problema	23
Justificación del problema	23
Conclusión diagnóstica	24
Plan de implementación	25
Objetivo general	25
Objetivos específicos	25
Alcance	25
Planificación de los recursos y presupuesto	26
Acciones concretas a desarrollar	27
Prospecto de la colocación	27
Marco de tiempo	31
Medición y evaluación de las acciones planificadas	32
Conclusión y recomendación	35
Referencias	37
Anexos	39

Resumen

En este trabajo final de grado se propuso resolver el problema de la estructura de financiamiento, aportando herramientas y estrategias para mejorar el proceso de toma de decisiones financieras. En función a estudios y auditorías internas en la empresa Tarjeta Naranja S.A, se desarrolla una estructura de financiamiento a través de la securitización de las cuentas por cobrar vía un fideicomiso financiero. Esta empresa, se dedica a la prestación de servicios financieros, más precisamente a los servicios de tarjetas de créditos y préstamos personales, con un alcance comercial a todas las provincias de Argentina. La propuesta permite aliviar los problemas financieros del corto plazo, como la liquidez, como consecuencia de los aumentos en los volúmenes de ventas proyectados. Este financiamiento tiene la ventaja de adaptarse a los objetivos de inversión que procuran la expansión y el crecimiento. Para la realización de este trabajo se analizaron las distintas fuentes de financiación existente. El fideicomiso financiero es una herramienta que bien utilizada tiene un gran potencial y está creciendo de manera sostenida en los últimos años ofreciendo mayor variedad a la hora de invertir en ellos.

Palabras claves: Estructura de financiamiento, fuentes de financiamiento, fideicomiso financiero, securitización.

Abstract

In this final degree project, it was proposed to solve the problem of the financing structure, providing tools and strategies to improve the financial decision-making process. Based on studies and internal audits in the company Tarjeta Naranja S.A, a financing structure is developed through the securitization of accounts receivable via a financial trust. This company is dedicated to the provision of financial services, more precisely to credit card and personal loan services, with a commercial scope to all provinces of Argentina. The proposal makes it possible to alleviate short-term financial problems, such as liquidity, as a consequence of the increases in projected sales volumes. This financing has the advantage of adapting to investment objectives that seek expansion and growth. In order to carry out this work, the different sources of existing financing were analyzed. The financial trust is a tool that, well used, has great potential and has been growing steadily in recent years, offering greater variety when investing in them.

Keywords: Financing structure, financing sources, financial trust, securitization.

Introducción

Todas las empresas deben elegir acciones con respecto a la determinación de su estructura de capital, entre las cuales, las que combinan deuda y capital propio, y en base a esto, elegir los instrumentos que utilizarán, ya sea con su estructura de pago, costo y tiempo de maduración, para luego analizar cómo se distribuirá el riesgo y los derechos sobre los flujos de caja. Por otro lado, pueden elegir aquellos instrumentos basados en los derechos de propiedad, como los bonos convertibles, las acciones preferentes o sustitutos de la deuda, entre otros (Herrera Echeverri, 2017). A partir de esto, el siguiente Trabajo Final de Grado (TFG), tiene como objetivo, analizar las herramientas de estructura de financiamiento óptimo para la empresa Tarjeta Naranja, que le permita servir de guía al momento de tomar decisiones sobre el financiamiento de las inversiones y cuáles son los criterios que los directivos deben usar para seleccionar y acceder a diferentes fuentes de financiamiento.

Tarjeta Naranja es una empresa de servicios financieros fundada en 1969 por dos profesores de educación física, David Ruda y Gerardo Asrin, que en su principio fue la casa de deportes Salto 96, donde comienzan entregar tarjetas de identificación a sus clientes. En 1985 nace Tarjeta Naranja y se despliega una red de comercios que la incorporan como medio de pago. En 1995, Banco Galicia ingresa como accionista de la misma acelerando la expansión en todas las regiones del país, ampliándose la oferta de planes y beneficios para los titulares. Años más tarde concretan alianzas con Visa, Mastercard y American Express, dando lugar en el año 2017 a un cambio de identidad, pasando a llamarse Naranja, apuntando a expandir el portfolio de productos para convertirse en un ecosistema de soluciones digitales, financieras y no financieras. Luego, en 2018 la empresa se fusiona con Tarjeta Nevada, llegando a Mendoza y San Juan, logrando la cobertura total el país. Al 2021, la empresa posee más de 5 millones de clientes, 9 millones de tarjetas, 260.000 comercios amigos, 3400 colaboradores, 238 casas Naranja, convirtiéndose en la principal emisora de tarjetas del país.

La visión de la misma es ser la empresa líder en servicios financieros y no financieros, a la vez, la más admirada y querida por los colaboradores, los clientes y la comunidad en general. La misión es conectar con experiencias únicas y crecer a través de nuevos negocios basados en la tecnología, junto con el propósito de facilitar con alegría y compromiso la vida de cada persona. Por último, los valores que dirigen la manera de hacer y decidir de toda la

organización son la alegría del trabajo, personas que se sientan felices en su puesto y que sepan hacer de cada día una experiencia positiva; puertas abiertas, encontrar siempre alguien dispuesto a escuchar y a construir algo nuevo; mejora continua, a través de la superación, aprendizaje y lección de caminos diferentes para alcanzar mejores resultados, y pirámide invertida, es decir, empresa apuesta al servicio de los clientes, en base a la experiencia, responsabilidad y formación.

En base a la recolección de la información de la empresa, se detectaron como principales problemas los altos costos financieros que se ocasionan para financiar aquellos elementos que se emplean en el proceso de producción, que se caracterizan por su larga permanencia en la misma, como las líneas de crédito, y la falta de estrategias para diversificar las fuentes de financiamiento, que permitan obtener recursos de forma ágil y más eficiente para no perder capacidad competitiva. En varias ocasiones, la empresa no pudo evitar un endeudamiento innecesario al no potenciar el rendimiento de los activos más líquidos, como los derechos pendientes de cobro, lo que no permitió mejorar el nivel de formación financiera en productos y modalidades, seleccionar fuentes de financiamiento más estables, seguras y transparentes e incrementar la capacidad de autofinanciación de los recursos y activos propios.

En el siguiente apartado se presentan los antecedentes teóricos y empíricos que sustentaran el diagnóstico de la situación. Dentro de los primeros, autores como Barajas, Hunt y Riba (2013) consideran que la estructura óptima de capital se debe combinar con la deuda de la empresa, y esto se denomina equilibrio financiero o patrimonial, logrando que una empresa este mejor capacitada para afrontar situaciones imprevistas, es decir, este equilibrio permite que la empresa suponga un riesgo menor para sus accionistas, proveedores, bancos y empleados. Por lo tanto, se considera un reto para la gestión de la misma, porque debe guardar proporción entre las partidas de inversión y sus recursos, entre los recursos propios, los fondos de los accionistas y la deuda, los recursos que los bancos y los mercados financieros han prestado a la empresa.

Con respecto a los antecedentes empíricos se encuentra el trabajo de Montes de Oca y Rodríguez Alcocer (2019) que analizan las posibles estrategias de financiamiento para la obtención de recursos productivos que las pymes comerciales de Guanacaste, Costa Rica. Las conclusiones son que las fuentes para el financiamiento y la creación de la estrategia, es el uso de mercadería en consignación, se aprovechan los plazos de cancelación de tres meses

otorgados por los proveedores y a nivel mercado financiero se hace uso de las tarjetas de crédito y por último el uso de las ganancias de períodos anteriores. Por lo tanto, la ejecución del crecimiento se debe sustentar sobre una estrategia integral de todas las áreas, acompañada de una educación financiera y de gestión empresarial sistemática, acciones que aumentan la posibilidad de crecimiento de las pymes y por ende el desarrollo económico y social.

Por su parte, Ragatuso (2017) identifico cuáles son los beneficios de incorporar un fideicomiso financiero a la estrategia de financiamiento de las compañías de tarjetas de crédito regionales en Argentina. La conclusión a la que arribo fue que el fideicomiso financiero permite a las compañías cubrir sus necesidades de liquidez de manera óptima, le permite conseguir financiamiento de montos más altos y liquidez en el corto plazo, con tasas de interés más bajas que las que deberían afrontar ante las alternativas de financiamiento tradicionales. Contribuye a eliminar los descalses financieros en plazos y tasas, se colabora incorporando nuevos créditos a la cartera securitizada en reemplazo de aquellos que fueron liquidados o que presentan altos niveles de incobrabilidad.

En conclusión, los antecedentes mencionados anteriormente contribuyen al caso en estudio porque presentan un primer acercamiento al mercado de capitales, a partir de la exposición y la experiencia brindada, facilitando la posibilidad de analizar los tipos de financiamiento en el mercado de capitales. Por otro lado, desde la perspectiva empresarial, permite ampliar el espacio contable y sirven de base para el desarrollo de nuevos planteamientos respecto a la estructura de financiamiento óptimo para la empresa en cuestión.

De esta manera, se pretende con el siguiente trabajo que la empresa analizada sea eficiente en la administración de los recursos, para la obtención de sus ingresos, mediante sus servicios, satisfaciendo las necesidades del mercado, sirviendo como guía para la toma de decisiones con respecto a las formas de financiarse y sobre el uso del dinero. Una vez finalizado el mismo, será de utilidad para los profesionales del área así también como el resto de las empresas comerciales que deseen crecer a través de la adquisición eficiente de los activos y/o de sus recursos productivos por medio del financiamiento óptimo, partiendo de que, para lograrlo, se debe realizar un análisis de escenarios que permita elegir las diversas opciones existentes en el mercado para optimizar el uso de recursos al menor costo financiero.

Análisis de la situación

Descripción de la situación

En el siguiente apartado se desarrolla un análisis contextual de la empresa para poder evaluar la información con la que dispone para tomar sus decisiones en un entorno cambiante y complejo. Desde hace años, la volatilidad del mercado global ha generado que la misma desarrolle tareas de previsión y planificación en entornos turbulentos, para reaccionar de forma rápida y adecuada a las condiciones en constante cambio. Naranja comienza a mediados de los ochenta a obtener saldos de los clientes de manera más rápida por las identificaciones plásticas, convirtiéndola en líder de los negocios de las tarjetas de crédito para los sectores medios bajos. Desde los años noventa, Banco Galicia, comienza a controlar, cerrando el 2017 con un total de 9,3 millones de tarjetas habilitadas, permitiendo en el último ejercicio 2020 aumentar un 71% las ganancias. De esta manera, la empresa es un circuito cerrado, ya que es emisor y adquirente y pagador a la vez, con 258 sucursales en todo el país.

La empresa opera bajo la firma Tarjetas Regionales, en donde las ganancias crecientes son la regla, marcada por dos hitos importantes: año 2015 el cambio de gobierno altera el negocio, por un lado, debido a las políticas para disminuir el uso de dinero en efectivo, generando el énfasis en los pagos electrónicos, pero también se redujo el cobro de las tarjetas de crédito. Ante esta situación, la empresa redujo la comisión del 3% al 2,35%. Por otro lado, a partir del 2016 se dio en Argentina el despegue de créditos. En la empresa si bien el producto tarjetas de crédito representa el 70%, el resto está marcado por los préstamos. En 2017, la empresa otorgó préstamos para el consumo por 5.210 millones de pesos con un monto promedio de unos 7.000 pesos por persona. En 2018, la empresa lanzó una nueva plataforma de servicios desde el celular que permite obtener una tarjeta o un préstamo, comprar un viaje o pagar los servicios de su casa, ante la aparición de nuevos rivales dada el auge de la economía digital.

A partir de la información recabada se detectó como problema los altos costos financieros que se ocasionan para financiar aquellos elementos que se emplean en el proceso de producción, que se caracterizan por su larga permanencia en la misma, como las líneas de crédito, y la falta de estrategias para diversificar las fuentes de financiamiento, que permitan obtener recursos de forma ágil y más eficiente para no perder capacidad competitiva. Por un

lado, la empresa como emisora de tarjetas de créditos resulta afectada por la falta de pago de las cuentas mismas, los diferentes incumplimientos y moras en el pago por parte de los titulares de la mismas, las dificultades para exigir judicialmente que se paguen los montos adeudados, y la existencia de cuentas de incobrabilidades. Esto, ejerce un efecto adverso sobre los resultados de las operaciones de la empresa en los índices de morosidad, ejecución y pérdidas.

Por otro lado, dadas las condiciones adversas en los mercados de capitales y créditos en Argentina, las fuentes de financiamiento de la empresa se ven afectadas, limitando su capacidad de obtener financiamiento de las mismas a costos efectivos. Al cierre del 2020, el índice de liquidez era de 1,238 conforme a sus activos corrientes sobre pasivos corrientes, por lo que una reducción de la disponibilidad y/o incremento de los costos de financiamiento de dichas fuentes, generarían un efecto adverso en su estrategia de crecimiento.

Análisis del contexto

Análisis PESTEL

Luego de la descripción de la situación de la empresa bajo estudio, en el siguiente apartado se desarrolla el análisis del macro entorno actual para lograr un acercamiento a la realidad del sector. Dicho análisis, se realiza a través de la herramienta PESTEL, que divide las influencias del entorno en seis apartados principales: Política, Económico, Social, Tecnológico, Ecológico y Legal, de manera global y posteriormente se determina el escenario posible que se proyecta a corto y mediano plazo.

Tabla 1 Análisis PESTEL

Dimensión	Variable	Tendencia y proyección	Variables Relacionadas	Impacto
Política Económica	Desocupación	Para los primeros trimestres de 2021, los pronósticos se redujeron en 0,2 p.p., hasta 11,5% en el primer trimestre y 11,8% en el segundo trimestre. En tanto, descendería a 11,0% en el último trimestre de 2021 (BCRA, 2021)	PBI, inflación, riesgo país, innovación tecnológica	Alto: Disminución de la demanda del sector, presión a las empresas, sobre todo a las pymes. Tasa de desempleo alta, en particular entre los jóvenes. Alta informalidad de la economía. Empleo precario para una gran parte de la población. Disminución en el poder de negociación con los clientes y proveedores.
	PBI	Se espera un crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) real para 2021 de 5,5% (sin cambios en la expectativa de expansión del PIB respecto al REM previo). Se estima un crecimiento de 4% en 2023 lo que permitirá alcanzar los niveles de fines de 2019, (BCRA, 2021).	Desocupación, exportaciones e importaciones, riesgo país.	Aumento leve proporcional en el sector de ingresos, producción, innovación y comercialización
	Riesgo País	Tendencia negativa en el corto, mediano y largo plazo: El riesgo país de Argentina supera 1.600 puntos básicos debido a la caída de los bonos Globales, presionados por la suba de la tasa de los bonos del Tesoro norteamericano (Gasalla, 2021).	PBI, inflación, desocupación, exportaciones e importaciones, tipo de cambio	Alto. Caída de la imagen de la administración nacional alentada por la disociación que, se percibe entre la agenda política y los temores sociales. Crecimiento económico mínimo, disminución déficit fiscal, equilibrio materia cambiaria.
	Créditos	En el corto y mediano plazo financiero la tendencia es media debido a que se produjo una reducción de las tasas de interés bancario para todos los instrumentos financieros, pero principalmente para los más utilizados por las pymes (adelanto en cuenta corriente, préstamos a sola firma y descuento de cheques). La Tasa de Interés Nominal Anual (TNA) en 2019 eran de 88,5% en y en el 2021 del 37,6%. A su vez, se proyecta para finales de 2024, que la tasa de interés se ubicaría en 24,40 %.	PBI, exportaciones, importaciones, innovaciones tecnológicas.	Medio Alto. Se logrará incrementar los estándares de eficiencia e integridad para las empresas, aumentando sus beneficios concretos que incluya a los clientes, empleados, proveedores y la comunidad en general.

	Inflación	<p>Se estima que la inflación minorista para diciembre de 2021 ronde el 50%, lo que representaría un aumento del 37% con respecto a la inflación del 36,1% alcanzada en 2020. Por otro lado, se prevé que la suba generalizada de precios de entre enero y julio de 2021 sea, en promedio, del 3,5%. Marcando, así, una tendencia levemente bajista que pasaría del 3,9% en enero al 3,2% del séptimo mes. A largo plazo se proyecta un aumento del 42.3% (INDEC, 2021).</p>	<p>PBI, desocupación, exportaciones e importaciones, tipo de cambio, innovaciones tecnológicas.</p>	<p>Alto. Disminución de ventas, aumento de precios de bienes y servicios, aumento de precio de materias primas, devaluación de la moneda.</p>
	Tipo de cambio	<p>Se prevé un TC nominal de \$125,00 por dólar en diciembre 2021 (-\$0,80 por dólar respecto del REM previo), contemplando que se ubique en \$172,00 por dólar a fines de 2022. Para fines de diciembre de 2021 alcanzaría \$123,93/US\$ (BCRA, 2021).</p>	<p>PBI, desocupación, exportaciones e importaciones, innovaciones tecnológicas, riesgo país.</p>	<p>Alto. Demanda minorista aplacada, aumento de la incertidumbre, precios de referencia desajustados, aumento de los precios de los productos internos, aumento de los costos de producción, pérdida de competitividad en el sector.</p>
Legal	Contrato Laboral	<p>En el corto plazo, el organismo tripartito entre Gobierno, empresas y sindicatos, convino una nueva suba del Salario Mínimo, Vital y Móvil para el 2021 del 35% anual. En el mediano y largo plazo, se prevé que el mismo aumente en base a los índices de la inflación (Jefatura de Gabinete de Ministros, 2021).</p>	<p>PBI</p>	<p>Alto. Mano de obra, aumento costos para el sector.</p>
Demográfica	Educación	<p>En el corto plazo solo 18% de la población argentina de entre 25 y 34 años tiene estudios terciarios completos. A largo plazo se prevé que argentina para el 2050 deberá duplicar ese porcentaje para no quedarse en el último puesto de América Latina, por lo que los profesionales del futuro van a necesitar amplios conocimientos tecnológicos, y al mismo tiempo pensamiento crítico, creatividad y capacidad de innovación (Claus y Bucciarelli, 2021).</p>	<p>PBI, Innovación, Político Económico, Desocupación.</p>	<p>Alto. Invertir en la educación ofrece beneficios en términos de la obtención de salarios más altos, mejora la competencia entre la tecnología y la educación, permite que los mercados laborales se ajustan a la automatización</p>

Tecnológica	Innovación	<p>A corto y mediano plazo se espera un nuevo mundo de trabajo que fluye libremente entre la oficina y cualquier otro lugar. Comodidad y conveniencia por ventas on line. Comercio local digitalizado, clientes on line. Integración online – offline y nuevos modelos de negocio basados en el uso de la tecnología de nueva generación. A largo plazo se espera optimización del control de los equipos y procesos implicados, estandarizando así el rendimiento y mejorando los niveles de servicios y automatización de los procesos de almacenaje, recepción y despacho de los productos. Ecommerce (Rocamora, 2020).</p>	PBI, Desocupación, Riesgo País	<p>Alto. Mejoras en la satisfacción y eficiencia del trabajo. Aumento del trabajo desde cualquier lugar. Aumento de la productividad y mejor toma de decisiones en tiempo real.</p>
Ecológico	Energía y contaminación laboral	<p>En el largo plazo se proyecta que la demanda final de energía para el total país en el período 2030, crecerá con tasas de 2,5% anual acumuladas (a.a). A partir del cumplimiento de la ley de promoción de las energías renovables, 27.191, se prevé el 20% al año 2025 y se asume que la misma se profundiza, alcanzando un 25% al 2030. En el corto y mediano plazo las empresas incorporan estrategias que promueven la innovación y el cambio climático. A largo plazo se espera que las empresas enfocarán sus esfuerzos en reducir sus emisiones, así como minimizar la contaminación de sus actividades. Se apostará por los materiales reutilizables en vez de los de un solo uso. Se adoptarán estrategias de reciclaje. Se gestionará los residuos finales de una forma eficaz. Conciencia del cuidado del medio ambiente. Leyes y tratados en beneficio del medio ambiente. Energías renovables (Ministerio de Energía y minería, 2017).</p>	PBI, Inflación, innovación tecnológica, importación, exportación.	<p>Alto. Aumentos en los costos y por ende en la rentabilidad del sector. Aumento de la inversión en sostenibilidad. Se espera un retorno de beneficios cada vez mayor para aquellos que tomen posiciones de ventaja sobre sus competidores</p>

Fuente: Elaboración propia (2021).

Se pronostica para el año 2022-2023 un escenario optimista para Argentina, en donde se espera una cuenta corriente positiva, con una suba de la balanza comercial. Por otro lado, los problemas de empleo se solucionarían, no habría un deterioro del trabajo, se reduciría el trabajo informal, aumentaría la cantidad de trabajadores formales y aumentaría el poder de compra de los salarios. Ya no se habla más de una recesión económica, ya que la actividad económica comenzaría a recuperarse a principios del 2022, aumentando el consumo y la producción. Todo esto se traducirá en disminuciones en los controles sobre precios y tipo de cambio, que llevaría a eliminar las distorsiones de precios relativos y de inflación. Ya no habrá cuellos de botella en energía, derivados del congelamiento de tarifas y falta de inversión, lo que implicaría la reactivación de la economía.

Dada la constante evolución de las tecnologías de forma exponencial, resulta fundamental, que la empresa tome conciencia del impacto en su industria. Se menciona, el impacto que tendría en su cadena de comercialización, como consecuencia del *e-commerce*. De acuerdo a los estudios, en agosto, se registró un aumento interanual de más del 100% de la facturación realizada de manera virtual (Cámara Argentina de Comercio Electrónico, 2020). Es decir, que los productos que comercializa la empresa, tienen un potencial para ser comercializados por este canal de venta, por lo que se debería plantear al corto plazo una estrategia de marketing que estipule esta inversión.

Con respecto al impacto que tendría este factor en la gestión, es elevado, ya que permitirá una información oportuna y en tiempo real, disminuyendo los costos. Esto, traduce en la implementación de software de contabilidad, para el control de inventarios y en software de inteligencia artificial, los cuales, se podrían aplicar para predecir los gustos y preferencias de los consumidores. En cuanto a la logística, como se mencionó anteriormente, también tendría un impacto respecto a la implementación de la automatización de los procesos de almacenaje, recepción y despacho de los productos, lo que generaría, una disminución de los tiempos operativos y costos.

Los cambios de paradigma, que se vienen dando en estos años, impactan en este factor. La sociedad, está tomando conciencia del cuidado del medio ambiente, y, por consiguiente, los gobiernos para conservar el apoyo de los ciudadanos, desarrollan y actualizan constantemente leyes y tratados en beneficio del medio ambiente. Todo esto, impacta en las empresas, porque deben cumplir normativas al respecto, y sobre todo deben

satisfacer las necesidades y pretensiones de los consumidores, los cuales, hoy en día, toman conciencia del cambio climático y eligen trasladar estas preferencias a sus gastos, consumiendo productos y servicios sustentables con el medio ambiente. Por ejemplo, la Ley 25.612, la cual regula la gestión integral de residuos de origen industrial y de actividades de servicio, que sean generados en todo el territorio nacional y sean derivados de procesos industriales o de actividades de servicios. De esta manera, el factor ecológico, es de valor significativo para la empresa, porque afectaría las formas de operación, en cuanto a la utilización de energías renovables.

En función a este factor, es fundamental realizar un análisis, de acuerdo a la emergencia sanitaria provocada por el Covid-19, ya que, el impacto más importante en la empresa, es el correspondiente a las reformas tributarias, previsionales y laborales de emergencia que el gobierno implementó. Se sancionó la ley que dispone la prohibición de despidos mientras dure la emergencia sanitaria, que, de no cumplirse, se debería indemnizar con el doble de la prevista por la ley de contrato de trabajo (Decreto 487/2020). A su vez, se sancionó la asignación compensatoria del salario, por la cual, el Estado, pagará hasta 1.5 salario mínimo vital y móvil por empleado a las empresas cuya facturación de julio 2020 haya caído frente al mismo mes de 2019. En materia tributaria, se sancionó la Ley 27562, que amplía la moratoria vigente para paliar los efectos de la pandemia. Se pueden incluir, deudas fiscales vencidas al 31/7/2020, recursos de la seguridad social y aduaneras. Esto, tendría un impacto positivo, en cuanto a deudas tributarias y previsionales, provocando un aplazamiento de los plazos, con planes de pago de 120 cuotas y pagos al contado con reducción del 15%.

Por su parte, la educación, se está reorientando a lograr que los alumnos mejoren sus aprendizajes con la utilización de las tecnologías de la información, configurando nuevo escenario en las relaciones entre los profesores, los alumnos y los contenidos de la enseñanza, para que, de esta manera, se traslade al impacto en las empresas, en cuanto a la competitividad de las mismas.

Diagnóstico organizacional

Análisis FODA

A continuación, se realiza un diagnóstico FODA para la empresa bajo estudio que permitirá intervenir profesionalmente en la formulación e implantación de estrategias y su seguimiento para efectos de evaluación y control. De esta manera, se determina el éxito en el cumplimiento de las metas y objetivos de la misma (Ponce Talancón, 2006).

Tabla 2 Análisis FODA

FORTALEZAS	OPORTUNIDADES
La empresa funciona con procesos bien definidos que permiten reducir el costo de las operaciones, con un mejor uso de los recursos, aumentando la productividad y calidad de los servicios, con clientes más satisfechos y aumento de ventas.	Desarrollo de nuevas técnicas, métodos o mejores prácticas de innovación: esto implica generar desde la gerencia general una cultura relacionada con la innovación que permita a la empresa identificar los factores clave que caracterizan dicho proceso y que pueden clasificarse en internos y externos a la propia organización.
La estructura de la empresa está acorde con sus procesos: tiene una estructura organizacional definida de manera formal, se encuentran delimitadas las responsabilidades y puestos acordes a una posición específica dentro del organigrama.	Desarrollo de políticas corporativas apropiadas para el desarrollo profesional de los empleados: esto permitirá sumar experiencia en áreas específicas, mantener a su plantilla en constante formación e implementar nuevas formas de trabajo que impulsen su carrera profesional.
La empresa dispone de indicadores para medir su gestión: esto permite definir las estrategias en la misma para medir y comparar con estándares, desde la calidad en función de procesos.	Planificación de proyectos y/o actividades orientas al cliente: permitirá guiar a la organización hacia la consecución de la mejora en el desempeño y, como consecuencia, hacia su fin último.
La empresa actualiza constantemente su tecnología: permite obtener una mejora del flujo informático dentro y fuera de la empresa.	Planificación de acciones para la cooperación con proveedores, asumiendo un liderazgo participativo, poniendo especial atención en las opiniones de los mismos para generar la confianza necesaria.
Muy buena comunicación y control gerencial, que permite fortalecer el clima organizacional y generar procesos de mejora orientados a incrementar la eficacia de las prácticas organizacional.	Desarrollo de estrategias para obtener nuevas formas de financiamiento con el fin de captar recursos económicos o fondos para posibilitar el desarrollo de diferentes proyectos empresariales.
Excelente imagen corporativa, que se traduce en la permanencia de la marca en la mente de los consumidores de manera positiva.	
Capacidad de liderazgo, que se desarrolla a partir de un potencial variado en personas y grupos.	
Implementa normas de RSE, es decir, implementa planes de acción con los diferentes grupos de presión.	

DEBILIDADES	AMENAZAS
Altos costos financieros para financiar aquellos elementos que se emplean en el proceso de producción, que se caracterizan por su larga permanencia en la misma,	Alto riesgo país + Gobernabilidad negativa + Contracción actividad económica + Dólar inestable: genera un consumo en disminución considerable, el poder adquisitivo del público se reduce y se compra menos y afecta la competitividad de las empresas y desincentiva la inversión.
Falta de estrategias para obtener más fuentes de financiamiento, obtener recursos de forma ágil y más eficiente para no perder capacidad competitiva.	

Fuente: Elaboración propia (2021).

Análisis específico según el perfil profesional

Se desarrollará a partir de los estados financieros de la empresa, un análisis de la composición de los distintos rubros como así también un análisis de la evolución de los mismos del año anterior al actual. Además, se completará el examen con el desarrollo de indicadores económicos y financieros; los cuales junto con los análisis vertical y horizontal nos permitirán conocer cuál es la realidad del desempeño actual y del pasado de la empresa a través de una óptica integral.

ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL	Análisis vertical		Análisis horizontal
	31.12.2020	31.12.2019	2020 - 2019
ACTIVO			
ACTIVO CORRIENTE			
Efectivo y Equivalente de Efectivo	2,69%	11,39%	-72,77%
Inversiones	0,00%	2,07%	-
Creditos por Servicios Prestados	87,31%	74,58%	34,84%
Otros Creditos	0,38%	0,42%	3,83%
Total del Activo Corriente	90,38%	88,47%	17,68%
ACTIVO NO CORRIENTE			
Creditos por Servicios Prestados	0,50%	0,65%	-11,41%
Otros Creditos	0,01%	0,01%	-26,91%
Activo por el Impuesto Diferido	3,03%	3,52%	-0,93%
Inversiones en asociadas y otras Sociedades	0,01%	0,02%	-58,79%
Activos Fijos	4,80%	5,32%	4,08%
Activos Intangibles	1,27%	2,01%	-27,21%
Total del Activo No Corriente	9,62%	11,53%	-3,93%
TOTAL DEL ACTIVO	100,00%	100,00%	15,19%

Imagen 1: Análisis vertical y horizontal. Balance general. Activos. Elaboración propia (2021).

ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL	Análisis vertical		Análisis horizontal
	31.12.2020	31.12.2019	2020 - 2019
PASIVO			
PASIVO CORRIENTE			
Cuentas por Pagar	54,65%	49,42%	27,39%
Deudas Bancarias y Financieras	13,59%	15,85%	-1,23%
Remuneraciones y Cargas Sociales	1,52%	1,30%	34,78%
Cargas Fiscales	1,88%	1,86%	16,19%
Otros Pasivos	0,14%	0,02%	777,66%
Provisión Impuesto a las Ganancias	1,19%	1,46%	-6,18%
Total del Pasivo Corriente	72,98%	69,91%	20,25%
PASIVO NO CORRIENTE			
Deudas Bancarias y Financieras	3,04%	5,31%	-34,06%
Otros Pasivos	0,01%	0,01%	20,10%
Previsiones	0,14%	0,17%	-1,67%
Total del Pasivo No Corriente	3,20%	5,49%	-32,94%
TOTAL DEL PASIVO	76,17%	75,40%	16,37%
PATRIMONIO NETO	23,83%	24,60%	11,55%
TOTAL DEL PASIVO Y PATRIMONIO	100,00%	100,00%	15,19%

Imagen 2: Análisis vertical y horizontal. Balance genera. Pasivo y PN. Elaboración propia (2021).

SITUACIÓN FINANCIERA		AÑO	
		2020	2019
largo plazo			
endeudamiento	pasivo/patrimonio neto	3,20	3,06
solventia	activo/pasivo	1,31	1,33
efecto palanca	(utilidad antes de impuestos/patrimonio neto)/(utilidad antes de impuestos e intereses)/activo)	2,12	1,10
inmovilización del activo	activo no corriente/activo	0,10	0,12
inmovilización del patrimonio neto	activo no corriente/patrimonio neto	0,40	0,47
corto plazo			
capital corriente	activo corriente-pasivo corriente	\$ 17.422.718,00	\$ 16.131.551,00
liquidez corriente	activo corriente/pasivo corriente	1,24	1,27
liquidez seca	(activo corriente-bienes de cambio)/pasivo corriente	1,24	1,27
liquidez absoluta	(activo corriente-bienes de cambio-cuentas por cobrar)/pasivo corriente	0,04	0,20
SITUACIÓN ECONOMICA			
ROA	resultado antes de intereses e impuestos/activo	10,44%	10,56%
ROE	resultado antes de impuestos/patrimonio neto	22,11%	11,61%
margen operativo de ventas	resultado antes de intereses e impuestos/ingresos	22,91%	16,84%
margen de utilidad de ventas	utilidad final/ingresos	7,27%	3,41%

Imagen 3: Análisis financiero económico. Elaboración propia (2021).

ESTADO DE RESULTADOS	Análisis vertical		Análisis horizontal
	31.12.2020	31.12.2019	2020 - 2019
(1+2+3) Total de ingresos generales	100,00%	100,00%	-16,28%
(i+ii) Total de egresos generales	-18,60%	-29,11%	-46,49%
(1) Ingresos por servicios	45,39%	42,14%	-9,83%
(i) Egresos Directos por servicios	-7,47%	-4,94%	26,51%
Ingresos Netos por servicios	37,92%	37,20%	-14,66%
(2) Ingresos por Financiación	49,27%	51,22%	-19,46%
(ii) Egresos por financiación	-11,14%	-24,16%	-61,42%
Ingresos Netos por Financiación	38,14%	27,06%	18,00%
(3) Resultados Netos por Inversiones Transitorias	5,34%	6,63%	-32,67%
Total de Ingresos Operativos	81,40%	70,89%	-3,88%
Cargos por Incobrabilidad	-9,74%	-12,21%	-33,24%
Total de Ingresos operativos Netos del cargo por Incobrabilidad	71,66%	58,68%	2,23%
Gastos de Personal	-16,85%	-13,73%	2,72%
Impuestos y Tazas	-11,53%	-10,20%	-5,33%
Gastos de Publicidad	-1,33%	-1,59%	-30,01%
Depreciación de activos fijos y amortización de Activos Intangibles	-3,97%	-2,83%	17,28%
Otros Egresos operativos	-15,07%	-13,49%	-6,43%
Total de egresos Operativos	-48,75%	-41,84%	-2,46%
Resultados Netos antes de Inversiones en asociadas y otras Sociedades	22,91%	16,84%	13,88%
Resultados de Inversiones en asociadas y otras Sociedades	-0,06%	-0,02%	110,00%
Resultado por exposición al cambio del poder adquisitivo de la moneda	-11,29%	-12,26%	-22,91%
Resultados antes del Impuesto a las Ganancias	11,56%	4,56%	112,41%
Impuestos a las Ganancias	-4,29%	-1,15%	213,08%
Resultado Neto del Ejercicio	7,27%	3,41%	78,52%
Resultado por Acción			
Utilidad básica y diluida por acción			78,52%

Imagen 4: Análisis vertical y horizontal. Estado de resultados. Activos. Elaboración propia (2021).

De acuerdo a la composición patrimonial, la situación de la estructura de capital muestra que la misma se compone por 76% con deuda de terceros, de los cuales solo un 3% representa deuda a largo plazo; y el 23% representa deuda propia. En función a esto la empresa manifiesta una alta predisposición al endeudamiento, en donde esta deuda es exigida en su mayoría en el corto plazo. Acorde a la composición de la estructura de inversión, la situación actual nos indica que un 90% está compuesta por activos corrientes, de los cuales el 87% representan créditos; y el 10% restante de la estructura de inversión corresponde a los activos no corrientes. A partir de lo anterior, se desprende que la situación actual del corto plazo está sujeta a la realización de los créditos para la operatoria normal de sus actividades, lo que muestra una alta dependencia a factores externos.

Por lo tanto, la estructura de financiamiento actual muestra altos costos financieros, los cuales equivalen al 17% aproximadamente, donde se resalta la composición de las obligaciones con terceros son en su mayoría exigibles durante el año comercial y un capital de trabajo en donde la cuenta por pagar representa la mayoría de la estructura de financiación. Para integrar el análisis, los indicadores económico y financieros resultan fundamentales para comprender la situación de la empresa junto con el análisis horizontal del estado de resultado. De acuerdo a esto, los resultados indican una evolución de los ingresos del año anterior al actual equivalente a una disminución del 16.28%, la contra cara a esto, es el resultado neto del ejercicio, el cual, aumento un 78.52%. Lo anterior se puede traducir en que hubo una variación importante en los egresos generales, los cuales disminuyeron del año anterior al actual un 46.49%.

La situación financiera refleja un alto endeudamiento de terceros respecto al propio, esto se explica por la dinámica y la actividad propia de la empresa lo cual son los servicios financieros. El efecto palanca muestra que el endeudamiento de terceros es conveniente y se deriva en ganancias razonables. En el corto plazo, la situación de la empresa es la más destacada, el índice de liquidez es correcto, pero la liquidez absoluta es muy baja e igual al 0.04; lo cual muestra que ante una situación de incobrabilidad de los créditos generaría necesidad de financiamiento y, por consiguiente, incrementar los costos financieros.

Por último, la situación económica indica que la capacidad de la empresa para generar resultados es correcta, con un ROE igual al 22.11% y una variación positiva del 90% del año anterior al actual, lo cual, se explica con un incremento del 113% del margen de utilidad de

ventas. En conclusión, la situación actual muestra que la estructura de capital y de inversión está sujeta a factores que podrían probar riesgos de liquidez y altos costos financieros. La política de endeudamiento enfatiza la deuda a corto plazo derivada por las características de la dinámica del negocio, lo que hace que resulte de gran importancia las políticas de capital y de financiamiento.

Marco teórico

En función al objetivo del presente trabajo final de grado, el cual es desarrollar una estructura de financiamiento óptima y un análisis de las distintas opciones de financiamiento disponible para la empresa Tarjeta Naranja en un marco de posibles escenarios probables, es que se lleva a cabo los conceptos adecuados para el tratamiento de la temática.

Cuando se administra una empresa se toman decisiones de inversión y financiación, y como consecuencia de estas decisiones, el mercado le da un valor a la empresa. Es por eso, que toda decisión financiera, ya sea de inversión o financiación va a condicionar los resultados de la empresa, y consecuentemente su valor. De acuerdo a Casanovas y Bertran, (2013), las decisiones de inversión y financiamiento se manifiestan en las cotizaciones de sus acciones y de sus títulos de deuda cuando la empresa cotiza en un mercado bursátil. En el caso de no cotizar en bolsa, estas decisiones también se manifiestan en el valor de la empresa. Las decisiones de inversión están relacionadas con el uso de los recursos financiero para alcanzar los objetivos empresariales. Si el uso del recurso financiero contempla la inmovilización de estos a largo plazo, se refiere a la adquisición de activos no corrientes; en cambio, si el periodo de tiempo de la inmovilización de los recursos financieros es a corto plazo, significa que se destinan a los activos corrientes. Por otro lado, las decisiones de financiación están relacionadas con el origen de estos recursos financieros que la empresa destina a financiar el desarrollo de sus actividades. Por lo tanto, las decisiones de inversión se analizan en función al valor creado o de rentabilidad esperada, y las decisiones de financiación se analizan en función de su costo efectivo, que involucra rendimiento versus riesgo.

Las necesidades de financiación y los ciclos financieros hacen que toda empresa para poder desarrollar sus actividades de manera normal, debe disponer de recursos financieros suficientes y en el momento adecuado. A partir de lo anterior, se puede agrupar en necesidades permanentes y temporales. Las necesidades permanentes de recursos financieros son aquellas que la empresa va a requerir de manera continuada y está relacionada con los activos corrientes y no corrientes. Las necesidades temporales o transitorias están relacionadas con situaciones o actividades empresariales que no se producen de manera continuada. Se trata de situaciones ocasionales o de imposible predicción.

A partir de lo anterior, Rossi y Vernet Vacchiani (2013), plantean que las distintas fuentes de financiamiento tienen sus características, ventajas y desventajas que se deben analizar y comparar. De manera, que al momento de decidir qué tipo de financiación es la más conveniente, se tenga los fundamentos y las herramientas para tomar la decisión. La evaluación y decisión requiere conocer algunos datos de la empresa con exactitud, como lo son los indicadores de la situación financiera y económica, y, por otro lado, se debe tener en cuenta y cumplir con las normas financieras básicas, volumen, equilibrio y seguridad o riesgo.

Clasificación de las fuentes de financiación

Existen diferentes criterios para clasificar las fuentes de financiamiento, por lo cual, de acuerdo a este trabajo final de grado, resulta más conveniente la siguiente clasificación. La financiación con capital propio, el cual puede ser generado dentro de la misma empresa y el recibido, en este último caso el financiador asume la figura de socio, por lo cual, el accionista o socio tiene derechos sobre las ganancias y/o las decisiones empresariales. La segunda clasificación, es la financiación directa o con capital ajeno, en este supuesto la persona que fianza asume la condición de acreedor, lo cual implica el pago de intereses independientemente de los resultados económicos de la empresa. La tercera clasificación, es la financiación indirecta, en este caso el financiador asume la figura de proveedor por el intercambio de bienes y servicios (Montserrat Casanovas y Bertran, 2013).

Criterios de selección de las fuentes de financiación

Para optar entre una u otra fuente de financiamiento el responsable debe basarse en múltiples criterios, para lo cual, debe analizar los efectos que las distintas alternativas tendrán sobre la situación interna de la empresa y en qué medida estos efectos están alineados con la estrategia global de la empresa. Entre los criterios a utilizar se encuentran el costo efectivo de la fuente de financiación, el efecto sobre la solvencia y rentabilidad de la empresa, destino o aplicación de la financiación, disponibilidad de recursos, condición de la amortización, forma jurídica de la operación, garantías requeridas y la exposición al riesgo financiero. Este

último, de gran relevancia en un contexto como el de la Argentina, ya que este riesgo está sujeto al comportamiento de distintas variables financieras, como el tipo de cambio y la inflación; lo cual, puede provocar un riesgo elevado si no se tiene en cuenta estas variables (Montserrat Casanovas y Bertran, 2013).

Herramientas y fuentes de financiamiento

El flujo de efectivo proyectado en el corto plazo. Los planes financieros en el corto plazo determinan las gestiones financieras inmediatas y el efecto anticipado de las mismas, este plan comienza con el pronóstico de ventas y/o ingresos con el cual las empresas parten para desarrollar los distintos planes de su actividad comercial. Según Moya Vera, Durán Aguirre y Maldonado Pazmiño (2020), una vez que la empresa conoce los planes de sus actividades financieras, comienza a desarrollar los planes financieros para establecer prioridades financieras en su giro de negocio. El presupuesto de caja, o pronóstico de caja es un reconocimiento de las entradas y salidas de efectivo que proyecta experimentar la empresa. Se lo usa para calcular sus requerimientos de efectivo a corto plazo, con una especial atención en la planeación de los excedentes y faltantes de efectivo. Al elaborar el presupuesto de caja la entidad tiene una perspectiva más amplia de sus entradas y salidas de efectivo. El flujo de efectivo es una herramienta que apoya la planeación, porque analiza y detecta problemas de cobranza, es un importante elemento en cuanto a las decisiones estratégicas y a generar escenarios futuros.

Continuando, el mercado de capitales ofrece múltiples instrumentos de financiación que las empresas pueden utilizar en función de sus diversas necesidades, ya sea la financiación de capital de trabajo, de bienes de capital o proyectos de inversión. De acuerdo a D'Attellis (2014) a través del listado de acciones, las compañías pueden financiar capital de trabajo o bienes de capital incorporando nuevos socios que compartan el riesgo del negocio con los accionistas originales. Los instrumentos de renta fija, como las obligaciones negociables y los cheques de pago diferido, permiten a la empresa financiarse en diversos plazos acordes al flujo de fondos de su negocio, con el objeto de lograr una financiación eficiente sin descalce de plazos ni tasas. Con los fideicomisos financieros se pueden

desarrollar proyectos de inversión, aislando el riesgo de la empresa para obtener costos más convenientes que con otras alternativas.

El fideicomiso financiero es aquel contrato de fideicomiso en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad autorizada por la Comisión Nacional de Valores para actuar como fiduciario financiero. Además, los beneficiarios de la transacción son los titulares de los valores fiduciarios o certificados de participación respaldados por los bienes fideicomitados. Al mismo tiempo, los fideicomisos financieros pueden tener oferta pública o pueden ser privados. Los bienes fideicomitados pueden ser bienes o derechos que sean de propiedad del fiduciante y que sean transferibles. Algunos bienes que pueden ser fideicomitados son valores negociables (acciones, obligaciones negociables, cuotapartes de fondos comunes de inversión), títulos cambiarios (pagarés, letras de cambio, cheques, facturas), créditos.

De acuerdo a Ragatuso (2017) el fideicomiso financiero les permite securitizar la gran cantidad de cuentas por cobrar que típicamente tienen, eliminarlas de su balance, aumentar su liquidez y eliminar los descalces financieros. A diferencia de las principales fuentes de financiamiento que tienen estas compañías, como préstamos bancarios y aportes de capital de los accionistas, el fideicomiso financiero les permite aumentar su liquidez consiguiendo mayores montos, tasas más convenientes y mayores plazos. A pesar de los altos costos de estructuración y de colocación, este tipo de instrumentos otorgan beneficios impositivos, de liquidez y de tasas que logran compensarlos y, en muchos casos, les permite obtener resultados positivos.

Diagnóstico y discusión

Declaración del problema

Acorde al análisis de la empresa y al contexto macroeconómico, la situación actual de la empresa Tarjeta Naranja S.A. presenta falencias y problemas que radican en su situación financiera. De acuerdo a su estructura de capital, el problema radica en su composición, que está constituido por 76% de deuda de terceros, donde solo el 3% son deudas a largo plazo. A partir de lo anterior, uno de los problemas es un endeudamiento elevado con obligaciones exigibles en el corto plazo, que se derivan en altos costos de financiación los cuales representa el 17% aproximadamente.

Respecto a la estructura de inversión, la empresa presenta una situación de alta desentendencia a factores externos, porque un 90% está compuesta por activos corrientes, de los cuales el 87% representan créditos por cobrar; y el 10% restante de la estructura de inversión corresponde a los activos no corrientes. Por tal razón, la situación actual desde esta óptica indica falencias que pueden provocar situación de iliquidez y necesidad de financiamiento ante una eventual interrupción de pagos. Por último, y de suma importancia es la coyuntura macroeconómica del país y que afecta a las empresas, donde la inflación y las políticas de cambio provocan volatilidad en la economía del país y en los ingresos y costos de la empresa.

Justificación del problema

La situación actual muestra que la estructura de capital y de inversión está sujeta a factores que podrían provocar riesgos de liquidez y altos costos financieros. La política de endeudamiento enfatiza la deuda a corto plazo derivada por las características de la dinámica del negocio, lo que hace que resulte de gran importancia las políticas de capital, políticas de financiamiento, estrategias y herramientas que posibiliten tomar decisiones de manera oportuna en función a distintos escenarios probables.

Conclusión diagnóstica

En función al estudio realizado en la empresa, junto al estudio del contexto, determinado por una coyuntura económica donde la inflación y las políticas económicas juegan un rol primordial en las operatorias de cualquier empresa, se concluye que la empresa Tarjeta Naranja S.A., tiene la necesidad de optimizar su estructura de financiamiento en el corto plazo. Por lo tanto, para alcanzar los objetivos estratégicos se propone diseñar una estructura de fideicomiso financiero, con el propósito de securitizar las cuentas por cobrar y generar mayor liquidez y financiamiento al corto plazo con tasas de interés adecuadas.

Con lo cual, a partir del desarrollo e implementación de estas estrategias, la empresa mejora su operatoria optimizando la administración del capital de trabajo, conociendo cual es el nivel de activos corrientes a mantener y como financiarlos. Por otro lado, permitirá potenciar la estructura de inversión con un flujo de caja garantizado en el mediano y largo plazo.

Plan de implementación

Objetivo general

Determinar la Estructura de Financiamiento Óptima de Tarjeta Naranja a través de las alternativas de financiación para el año 2021.

Objetivos específicos

- Estudiar la Estructura de Financiamiento actual de Tarjeta Naranja para establecer la realidad actual.
- Analizar las alternativas de financiamiento disponibles en el mercado que mejor se adapten a la situación de la Tarjeta Naranja y su impacto financiero.
- Seleccionar la alternativa de financiamiento más óptima para la empresa Tarjeta Naranja.
- Determinar el impacto financiero generado por la selección de la nueva alternativa de financiamiento para la empresa Tarjeta Naranja.

Alcance

Este plan de implementación se encuadra de acuerdo al alcance de su contenido, su límite geográfico, su proyección en el tiempo y de acuerdo a sus limitaciones de trabajo. Según el encuadre del contenido del plan, se aborda el fideicomiso como herramienta para empresa como medio por el cual puede obtener fondos actuales de ingresos que van a ser devengados en el futuro. Conforme al alcance geográfico, el plan será aplicado en la empresa Tarjeta Naranja en el sector de administración y finanzas. El proyecto de diseño e implementación, será coordinado en el lapso de tiempo que va desde el segundo semestre del año 2021, hasta diciembre del mismo año. Por último, no se encontraron limitaciones en el transcurso del desarrollo del trabajo.

Planificación de los recursos y presupuesto

Los distintos recursos necesarios para la implementación del plan se dividen en tres etapas, los cuales involucran honorarios, recursos tangibles, actas de aprobación y gastos de preparación y seguimiento en el tiempo.

Tabla 3 Presupuesto de recursos necesarios

PRESUPUESTO DE RECURSOS				
Fase	Periodo	Descripción	Cantidad	Subtotal
Diseño y planificación	julio 2021 - agosto 2021	Honorarios de diseño correspondientes a las horas de trabajado necesarias para el desarrollo del diseño y planificación	40,00	160.000,00
		Honorario de planificación correspondiente a las horas de trabajo necesarias para la auditoria de las cuentas por cobrar, por pagar e ingresos.	20,00	80.000,00
		EECC de los tres últimos ejercicios comerciales	3,00	-
		Acta de aprobación del proyecto firmada	1,00	-
Preparación y puesta en marcha	agosto 2021 - diciembre 2021	comisión de organización	1,00	381.680,05
		comisión de colocación	1,00	318.066,71
		fiduciario: gastos de constitución	1,00	127.226,68
		auditores de los EECC fideicomiso	1,00	127.226,68
		asesores legales	1,00	127.226,68
		agencia calificadora	1,00	190.840,02
		caja de valores	1,00	190.840,02
		CNV	1,00	190.840,02
Seguimiento en el tiempo	enero 2022 - diciembre 2023	fiduciario: gastos de administración	12,00	1.526.720,19
		agente de control y revisión	12,00	763.360,09
		auditores del fideicomiso	12,00	381.680,05
		asesores contables e impositivos	12,00	763.360,09
		honorarios de control y evaluación correspondientes a las horas necesarias para medir el proyecto	12,00	24.000,00
Total				5.671.133,99

Fuente: Elaboración propia (2021).

Acciones concretas a desarrollar

En función a los trabajos realizados de auditoria de los EECC de la empresa, auditoria del contexto y evaluación económica y financiera de la situación de la empresa, es que se desarrollara un diseño de un fideicomiso financiero. Este fideicomiso se caracterizará por la securitización del 100% de la cartera de créditos a cobrar de la empresa al 31/12/2021. El monto de la cartera cedida representa un valor de \$ 93.549.031,00 de créditos a cobrar en un plazo de 12 meses. El valor de venta al fideicomiso será de \$ 63.613.341,08.

A continuación, se describe una tabla de amortizaciones e intereses que pagara el fideicomiso. La sección de la tabla correspondiente a pagos mensuales, representa la serie de pagos que se derivan de la cartera de crédito cedida al fideicomiso.

Tabla 4 Tabla de pagos de amortización e intereses

TABLA DE AMORTIZACIÓN E INTERESES				
	pago mensual	interés	amortización	saldo
inicio	-	-	-	93.549.031,00
28-ene-22	7.795.752,58	1.847.437,45	4.008.108,23	85.753.278,42
28-feb-22	7.795.752,58	1.710.493,75	5.798.998,80	77.957.525,83
28-mar-22	7.795.752,58	1.512.361,29	5.997.131,26	70.161.773,25
28-abr-22	7.795.752,58	1.307.459,31	6.202.033,24	62.366.020,67
28-may-22	7.795.752,58	1.095.556,50	6.413.936,05	54.570.268,08
28-jun-22	7.795.752,58	876.413,69	6.633.078,86	46.774.515,50
28-jul-22	7.795.752,58	649.783,49	6.859.709,05	38.978.762,92
28-ago-22	7.795.752,58	415.410,10	7.094.082,45	31.183.010,33
28-sep-22	7.795.752,58	395.675,64	7.113.816,90	23.387.257,75
28-oct-22	7.795.752,58	150.912,27	7.358.580,28	15.591.505,17
28-nov-22	7.795.752,58	7.509.492,55	-	7.795.752,58
28-dic-22	7.795.752,58	7.509.492,55	-	0,00
total	93.549.031,00	24.980.488,59	63.479.475,12	

Fuente: Elaboración propia (2021).

Luego se procede al desarrollo del prospecto de colocación para los inversores, el cual permite una descripción detallada de los valores emitidos, de los pagos y de los términos y condiciones en general.

Prospecto de la colocación

Al comenzar a estructurar este tipo de transacciones, generalmente se emite un programa de emisión a partir del cual la CNV autoriza una determinada cantidad de emisiones, divididas en series. Además, el programa especifica el monto máximo de emisión y algunas condiciones generales que cada serie debe cumplir.

El fideicomiso financiero que emite la empresa Tarjeta Naranja es una estructura que securitiza los cupones de tarjetas de crédito que representan los consumos de los clientes. También, junto con esos cupones se securitizan créditos provenientes de débitos automáticos y de los préstamos personales otorgados.

El fiduciario va a ser el encargado de administrar el patrimonio fideicomitado y de emitir, en nombre del fideicomiso financiero, los títulos de deuda respaldados por los cupones de tarjeta de crédito. El resultado de la colocación de la emisión será transferido al fiduciante como contrapartida de la cesión de los créditos securitizados. A lo largo de la vida de la transacción, el fiduciante se ocupará de gestionar la cobranza de los mismos y de transferirla a la cuenta fiduciaria administrada por el fiduciario, dentro del plazo previsto en el contrato de fideicomiso. Con los montos transferidos a la cuenta fiduciaria el fiduciario realizará los pagos de servicios de interés y capital de los títulos emitidos por el fideicomiso antes de la respectiva fecha de vencimiento legal de acuerdo a las imágenes en anexo 1, 2 y 3.

Por último, la empresa Tarjeta Naranja comprará la totalidad de los certificados de participación emitidos de acuerdo común con el organizador y fiduciario como una estrategia de inversión paralela al fideicomiso.

Resumen de términos y condiciones de los valores fiduciarios para los inversores

Tabla 5 Prospecto del Fideicomiso Financiero Narancred XXI

Denominación
Fideicomiso Financiero Narancred XXI
Fiduciante y administrador
Tarjeta Naranja S.A
Organizador y fiduciario
Rosfid S.A.
Colocador:

Rosental S.A.
Valor neto de colocación
V/N: \$63.613.341,08
Clases de valores fiduciarios
Los valores fiduciarios serán de las siguientes clases: (a) VDFA, por un valor nominal equivalente al 85,00% del valor fideicomitado, es decir hasta V/N \$ 54.071.339.92; (b) VDFB por un valor nominal equivalente al 10,00% del valor fideicomitado, es decir hasta V/N \$ 6.361.334,10; y (c) CP, por un valor nominal equivalente al 5,00% del valor fideicomitado, es decir hasta V/N \$3.180.667,05.
Objetivo del fideicomiso
Titulación de créditos
Bienes fideicomitados
<ol style="list-style-type: none"> 1. Cuentas por cobrar representadas por cupones de tarjetas de crédito por consumos de los clientes. Los créditos fueron generados por la utilización de las tarjetas de crédito emitidas por el fiduciante por parte de los respectivos clientes. 2. Deudores por préstamos personales.
Valores de deuda fiduciaria Clase A (VDFA)
<p>Valor nominal equivalente al 85% del Valor Fideicomitado, es decir \$54.071.339.92;.-, con pagos mensuales de los siguientes servicios, una vez deducidas -de corresponder- las contribuciones a los fondos de gastos y liquidez: (a) en concepto de amortización del capital los ingresos percibidos por las cuotas de los créditos hasta el último día hábil del mes calendario inmediato anterior a cada fecha de pago de servicios, neto del rendimiento de la propia clase y (b) en concepto de rendimiento, equivalente a la tasa BADLAR bancos privados más 100 (cien) puntos básicos, con un mínimo de 34% (treinta y cuatro por ciento) y un máximo de 44% (cuarenta y cuatro por ciento) devengado durante el período de devengamiento.- o desde el primero de mes -para los restantes-, hasta el último día del mes calendario inmediato anterior a cada fecha de pago de servicios (en adelante, el período de devengamiento).</p> <p>El rendimiento se calculará sobre el valor residual de los valores fiduciarios clase A, considerando para su cálculo un año de 360 días (12 meses de 30 días).</p>
Valores de deuda fiduciaria Clase B (VDFB)

<p>Valor nominal equivalente al 10% del valor fideicomitido, es decir \$6.361.334,10.- con pagos mensuales de los siguientes servicios, una vez cancelados íntegramente los servicios de los VDFA y deducidas -de corresponder- las contribuciones a los fondos de gastos y liquidez: (a) en concepto de amortización del capital, los ingresos percibidos por las cuotas de los créditos hasta el último día hábil del mes calendario inmediato anterior a cada fecha de pago de servicios, neto del rendimiento de la propia clase, y (b) en concepto de rendimiento, equivalente a la tasa BADLAR bancos privados más 200 (dos cientos) puntos básicos, con un mínimo de 36% (treinta y seis por ciento) y un máximo de 46% (cuarenta y seis por ciento) devengado durante el período de devengamiento.- o desde el primero de mes -para los restantes-, hasta el último día del mes calendario inmediato anterior a cada fecha de pago de servicios (en adelante, el período de devengamiento).</p> <p>El rendimiento se calculará sobre el valor residual de los VDFB considerando para su cálculo un año de 360 días (12 meses de 30 días). todo pago que corresponda a los valores de deuda fiduciaria clase b se subordina al cumplimiento de los servicios pagaderos y exigibles de los valores de deuda fiduciaria clase a.</p>
Certificados de participación (CP)
<p>Valor nominal equivalente al 5% del valor fideicomitido, es decir \$3.180.667,05.-, con pagos mensuales de los siguientes servicios una vez cancelados íntegramente los valores de deuda fiduciaria VDFA y VDFB: a) en concepto de amortización un importe equivalente a la totalidad de los ingresos percibidos por las cuotas de los créditos ingresadas durante el período de devengamiento hasta que su valor nominal quede reducido a cien pesos (\$100) - saldo que se cancelará con el último pago de servicios-; b) en concepto de utilidad, el importe remanente.</p>
Plazo
12 meses
Fecha de corte
01/01/2022
Precio de colocación
<p>Los Valores Fiduciarios serán colocados por Rosental S.A. en conjunto con los agentes y sociedades del Mercado de Valores de Buenos Aires y Banco Macro S.A., a la tasa de corte o precio que determine el fiduciario de común acuerdo con el fiduciante, como resultado de aplicar el procedimiento denominado—subasta holandesa.</p>
Cotización y negociación
<p>Los Valores Fiduciarios podrán cotizarse en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, y negociarse en el Mercado Abierto Electrónico, como así también en otros mercados autorregulados.</p>
Calificadora de riesgo
Moody's Latin América Agente de Calificación de Riesgo S.A.
Asesor impositivo y auditor externo
Deloitte & Touche Corporate Finance S.A

Fuente: Elaboración propia (2021).

Marco de tiempo

El marco de tiempo para el desarrollo del plan de implementación se segmentará en trabajos a realizar como se indica a continuación:

Nº1: se realizará una auditoria de los EECC, más precisamente las cuentas por cobrar, cuentas por pagar y estado de resultados.

Nº2: se realizará un estudio del contexto macroeconómico y de las fuentes de financiamiento existente. Se seleccionará la más viables para la empresa en función al contexto y a la situación económica y financiera de la empresa.

Nº3: se elaborará un informe económico, financiero y de la propuesta del plan de implementación. El destinatario son los directivos con el objetivo de dar a conocer la situación y para que aprueben el proyecto.

Nº4: se comenzará a desarrollar el diseño y presupuestos necesarios.

Nº5: se comenzará con la preparación del prospecto, términos y condiciones.

Nº6: se estructurará el fideicomiso financiero, con la selección de las partes intervinientes.

Nº7: se presentará el proyecto a las autoridades pertinentes con el objetivo de obtener la aprobación del proyecto.

Nº8: se dará comienzo a la negociación pública de los valores del fideicomiso.

Nº9: una vez culminado el proceso de negociación, se procederá al pago y firma de contratos con las partes.

Nº10: se realizará un control y evaluación de la cartera cedida al fideicomiso a través del desarrollo de ratios de control y medición.

MARCO DE TIEMPO																								
Mes/Año	jul-21				ago-21				sep-21				oct-21				nov-21				dic-21			
Semana	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
Trabajo																								
1°	■	■																						
2°			■	■																				
3°				■																				
4°					■																			
5°						■																		
6°							■	■																
7°									■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
8°																						■		
9°																							■	
10°																								■

Imagen 5. Diagrama de Gantt. Elaboración propia (2021).

Medición y evaluación de las acciones planificadas

Para evaluar el plan de implementación se determina el costo financiero de la estructura de financiación implementada, con el propósito de poder compararla con otras alternativas de financiación existentes. Para lo cual, en la imagen 6 se desarrolla los cálculos pertinentes y se realiza la comparación con un préstamo bancario a 360 días y el descuento de cheques de pago diferido a 360 días en el mercado de capitales. De acuerdo a los valores obtenidos, se concluye que el costo financiero del plan de implementación es de 19,17%. Este costo es un valor que está por debajo del el costo bancario que es igual a 65,00% y el costo de descontar cheques de pago diferido en el mercado de capitales es de 39,83%. Por lo tanto, de acuerdo a la evaluación realizada, resulta valioso el desarrollo del fideicomiso Narancred XXI, disminuyendo los costos financieros y generando liquidez para afrontar los aumentos de las ventas, logrando los objetivos de crecimiento y expansión que pretenden los directivos.

Cartera cedida	93.549.031,00
Valor de venta	63.613.341,08
Valor recibido (valor de venta-valor CP)	60.432.674,03
Intereses inversores A y B	9.961.503,49
Gastos inversión fideicomiso	5.089.067,29
Costo total del plan (intereses A y B mas gastos inversión)	15.050.570,78
Al final cel ciclo del fideicomiso, se recibe por la compra de los CP (capital mas intereses)	18.065.786,19
Valor total recibido (valor recibido al inicio mas valor al final del ciclo, que contiene el capital e intereses de los CP)	78.498.460,22
Determinación de la tasa de descuento del fideicomiso (valor futuro =valor cartera cedida; valor presente=valor total recibido)	19,17%

Imagen 6. Costo de financiación de Narancred XXI. Elaboración propia (2021).

Tasa prestamo para capital de trabajo a 360 días, CFTEA (Banco Provincia Junio 2021)	65,00%
Tasa de descuento de CPD en el mercado de capitales. Tasa efectiva promedio ponderada para 365 días (Mercado argentino de valores Mayo 2021)	39,83%

Imagen 7. Costo de financiación de otras alternativas. Elaboración propia (2021).

Por último, con el objetivo de controlar el plan de implementación, se desarrolla una planilla de indicadores para evaluar los pagos que la empresa Tarjeta Naranja debe efectuar como fiduciante y administrador del fideicomiso Narancred XXI. Es una obligación cumplir con los términos y condiciones del contrato, razón por la cual es fundamental que la serie de pagos contemplados en el prospecto se efectivice de manera oportuna y con los valores correctos, como así también, otros parámetros que tienen un impacto de importancia en el

plan implementado como las probables moras de la cartera cedida o cambios en la tasa Badlar que podría encarecer los intereses y costos financieros del plan.

Tabla 6 Planilla de control para el ciclo de vida del Fideicomiso

PLANILLA DE CONTROL: MES 1			
Indicador	Fórmula	Meta	Resultado
Total de pagos mensuales provenientes de la cuenta cedida al fideicomiso	Σ de los pagos de los clientes de la cuenta securitizada	7.795.752,58	
Total de mora mensual de la cuenta cedida al fideicomiso	Total de clientes con mora / Total de clientes de la cartera securitizada	0,00%	
Evolución mensual de la tasa Badlar	$(\text{Badlar } n - \text{Badlar } n-1) / \text{Badlar } n-1$	< 3,00%	

Fuente: Elaboración propia (2021).

Conclusión y recomendación

A lo largo del desarrollo de este trabajo final de grado, se estudiaron y analizaron distintas fuentes de financiamiento para decidir y diseñar la estructura de financiamiento más óptima. Por otro lado, las empresas proyectan objetivos de expansión y crecimiento, por lo que las decisiones de inversión están relacionadas con el uso de los recursos financieros para alcanzar dichos objetivos empresariales. A partir de estas premisas, se determinó que la figura del fideicomiso financiero, es una herramienta poderosa que permitió diseñar una estructura de financiamiento a medida de los objetivos deseados como vehículo jurídico para financiar a la empresa Tarjeta Naranja S.A en el mercado de capitales.

La empresa Tarjeta naranja S.A es una empresa que tiene actividad comercial en casi todas las provincias de Argentina, su casa matriz se encuentra en la provincia de Córdoba, y sus actividades comerciales se avalan con una trayectoria de más de 50 años prestando servicios financieros y no financieros. A través de las distintas herramientas utilizadas en este trabajo, como los análisis FODA y PESTEL se revelaron características sobresalientes, como el sistema de calidad y gestión de los recursos humanos, los cuales ubican a la empresa de acuerdo a estos aspectos a un nivel internacional. Sin embargo, a través de auditorías en los estados contables se detectó altos costos financieros que se ocasionaron para financiar aquellos elementos que se emplean en el proceso de prestación de los servicios, que se caracterizan por su larga permanencia en la misma, como las líneas de crédito bancario y el uso del descubierto en cuentas corrientes, como también, la falta de estrategias para diversificar las fuentes de financiamiento en el corto y mediano plazo, que permitan obtener recursos de forma ágil y más eficiente para no perder capacidad competitiva.

Por lo tanto, en el siguiente trabajo, se diseñó una estructura de financiamiento óptima teniendo en cuenta los objetivos organizacionales de la empresa. Este diseño consistió en el desarrollo de un fideicomiso financiero, donde los bienes fideicomitidos corresponden a la titulación del 100% de las cuentas por cobrar, representados por créditos de los clientes por uso de las tarjetas de crédito y préstamos personales. El diseño consistió en el desarrollo del prospecto, con los términos y condiciones para los inversores, administradores y entes reguladores. A partir de la implementación, la empresa contará con los fondos líquidos adquiridos a través de la colocación pública en el mercado de valores de los títulos emitidos

por medio del fideicomiso financiero. A partir de esto, se dispondrá con fondos para financiar el capital de trabajo como consecuencia de la expansión y crecimiento de las ventas que el mercado actual demanda, sin recurrir a altos costos financieros por tasas de intereses bancarias.

En el contexto económico y social argentino, realizar estudios de las mejoras alternativas y estrategias de financiamiento resulto importante para la empresa analizada. Debido a que se encuentra inmersa en una gran competitividad económica, sumada a los avances tecnológicos y al aumento constante del uso de los servicios financieros, por lo que determinar una estructura de financiamiento óptima para la empresa Tarjeta Naranja S.A, le posibilito crear una situación de eficiencia y optimización de sus resultados.

Por último, se recomienda a que una vez finalizado el ciclo de pagos y amortizaciones previstos en el prospecto del fideicomiso financiero Narancred XXI, se diseñe y desarrolle la segunda emisión de títulos fiduciarios a través del fideicomiso financiero Narancred XXII. A partir de esto, la empresa desarrollaría un mecanismo de financiamiento para el capital de trabajo en se proyecte en el tiempo, generando estabilidad y confianza entre los inversores.

La segunda recomendación, tiene un alcance fiscal. De acuerdo a los trabajos de auditoria y estudios de los estados contables, se pudo detectar altos costos impositivos, por planes de pago e intereses, como así también, se detectaron altos costos por provisiones como consecuencias de reclamos y discusiones fiscales Se sugiere a la empresa el diseño y desarrollo de una planificación tributaria, con foco en los ingresos brutos y aplicación óptima del convenio multilateral. Por un lado, la empresa contará con políticas e instrumentos que permitan el cumplimiento de las obligaciones fiscales en tiempo y forma, el aprovechamiento de beneficios fiscales, como la economía del conocimiento y, una estructura legal que avale los mecanismos de liquidación y pago de ingreso brutos en las distintas jurisdicciones donde realiza sus actividades comerciales.

Referencias

- Barajas, S.; Hunt, P. y Riba, G. (2017). *Las finanzas como instrumento de gestión de las pymes: Un manual divulgativo para los propietarios, gerentes y gestores de pymes*. Barcelona, España: Acció. Recuperado de <https://books.google.com.ar/books?id=fbdeDwAAQBAJ&printsec=frontcover&dq=estructura+de+financiamiento+optima&hl=es-419&sa=X&ved=2ahUKEwiOvNrawdvwAhXwlZUCHU9bB-MQ6AEwB3oECAgQA#v=onepage&q&f=false>
- BCRA. (2021). Informe de política monetaria. Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PoliticaMonetaria/IPOM0221.pdf>
- BCRA. (2021). Principales variables. Recuperado de http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Principales_variables.asp
- BCRA. (2021). Tipos de cambio. Recuperado de http://www.bcra.gov.ar/MediosPago/Tipos_de_Cambio_SML.asp
- Casanovas, M. y Bertran, J. (2013). *La financiación de las empresas. Como optimizar las decisiones de financiación para crear valor*. Editorial Profit.
- Claus, A. y Bucciarelli, M.E. (2021). Educar en tiempos de pandemia: el gobierno incrementa la inversión educativa. CIPPEC. Recuperado de <https://www.cippec.org/textual/educar-en-tiempos-de-pandemia-el-gobierno-incrementa-la-inversion-educativa/#:~:text=Un%20primer%20acercamiento%20al%20proyecto,respecto%20del%20cr%C3%A9dito%20presupuestario%20actual.>
- D'Attellis, A. (2014). *Introducción al mercado de capitales en la argentina*. Buenos Aires, Buenos Aires: Editorial UNM.
- Gasalla, J. (2021). Cinco motivos por los que el riesgo país rozó los 1.600 puntos, su récord en seis meses. Infobae. Recuperado de <https://www.infobae.com/economia/2021/03/06/cinco-motivos-por-los-que-el-riesgo-pais-rozo-los-1600-puntos-su-record-en-seis-meses/>
- INDEC. (2021). Índice de precios al consumidor (IPC). Recuperado de https://www.indec.gov.ar/uploads/informesdeprensa/ipc_02_2145FB2F32B0.pdf

- Jefatura de Gabinete de Ministros. (2021). Consejo Nacional del Salario: se acordó una suba del salario mínimo, vital y móvil del 35%. Recuperado de <https://www.argentina.gob.ar/noticias/consejo-nacional-del-salario-se-acordo-una-suba-del-salario-minimo-vital-y-movil-del-35>
- Ministerio de Energía y Minería. (2017). Escenarios Energéticos 2030. Recuperado de <http://www.energia.gob.ar/contenidos/archivos/Reorganizacion/planeamiento/escenarios/as15160516401.pdf>
- Montes de Oca, H.C. y Rodríguez Alcocer, R. (2019). Estrategias De Financiamiento, Un Reto Para Las Pymes Comerciales De Guanacaste. *InterSedes*, 42 (20), 105-117. Recuperado de <https://revistas.ucr.ac.cr/index.php/intersedes/article/view/41845/42218>
- Moya Vera, H. J.; Durán Aguirre, J. A. y Maldonado Pazmiño, H. O. (2020). Incidencia Del Flujo De Efectivo Como Una Herramienta Para La Toma De Decisiones En Financiamiento A Corto Plazo. Recuperado de <https://emthymos.com/index.php/emthymos/article/view/34/19>
- Ponce Talancón, H. (2006). La matriz FODA: una alternativa para realizar diagnósticos y determinar estrategias de intervención en las organizaciones productivas y sociales. *Contribuciones a la Economía*, 1-16. Recuperado de <https://eco.mdp.edu.ar/cendocu/repositorio/00290.pdf>
- Ragatuso, D. (2017). Beneficios de la elección del fideicomiso financiero como estrategia de financiamiento para tarjetas de crédito regionales en Argentina. (Trabajo de grado). Universidad Torcuato Di Tella. Recuperado de https://repositorio.utdt.edu/bitstream/handle/utdt/10873/MFIN_2017_Ragatuso.pdf?sequence=1&isAllowed=y.
- Rocamora, J. (2020). Tendencias en eCommerce para 2021: las claves que marcarán el año de las incógnitas. Recuperado de <https://marketing4ecommerce.net/tendencias-en-ecommerce-para-2021-las-claves-que-marcaran-el-ano-de-las-incognitas/>
- Rossi, J. y Vernet Vacchiani, M. R. (2013). Determinación de un modelo de financiamiento. Recuperado de <https://rdu.iaa.edu.ar/bitstream/123456789/653/1/PROYECTO%20DE%20GRADO%20ROSSI-VERNET.pdf>.

Anexos

Anexo 1 Imagen teórica de pagos de servicios de la clase VDFA

Fideicomiso Financiero Narancred XXI			tasa teorica	tasa a aplicar	badlar mensual	monto inicial	
			badlar (efectivo)=40 + 1 punto	0,41	0,03	54.071.339,92	
fecha	monto cedido	gastos	VDFA				
			monto disponible	servicio	capital	interes	saldo
28-ene-22	7.795.752,58	1.940.206,90	5.855.545,68	5.855.545,68	4.008.108,23	1.847.437,45	50.063.231,68
28-feb-22	7.795.752,58	286.260,03	7.509.492,55	7.509.492,55	5.798.998,80	1.710.493,75	44.264.232,89
28-mar-22	7.795.752,58	286.260,03	7.509.492,55	7.509.492,55	5.997.131,26	1.512.361,29	38.267.101,63
28-abr-22	7.795.752,58	286.260,03	7.509.492,55	7.509.492,55	6.202.033,24	1.307.459,31	32.065.068,38
28-may-22	7.795.752,58	286.260,03	7.509.492,55	7.509.492,55	6.413.936,05	1.095.556,50	25.651.132,34
28-jun-22	7.795.752,58	286.260,03	7.509.492,55	7.509.492,55	6.633.078,86	876.413,69	19.018.053,48
28-jul-22	7.795.752,58	286.260,03	7.509.492,55	7.509.492,55	6.859.709,05	649.783,49	12.158.344,42
28-ago-22	7.795.752,58	286.260,03	7.509.492,55	7.509.492,55	7.094.082,45	415.410,10	5.064.261,98
28-sep-22	7.795.752,58	286.260,03	7.509.492,55	5.237.290,93	5.064.261,98	173.028,95	-
28-oct-22	7.795.752,58	286.260,03	7.509.492,55	-	-	-	-
28-nov-22	7.795.752,58	286.260,03	7.509.492,55	-	-	-	-
28-dic-22	7.795.752,58	286.260,03	7.509.492,55	-	-	-	-
Totales	93.549.031,00	5.089.067,29		63.659.284,45	54.071.339,92	9.587.944,53	

Nota: Elaboración propia (2021).

Anexo 2 Imagen teórica de pagos de servicios de la clase VDFB

Fideicomiso Financiero Narancred XXI			tasa teorica	tasa a aplicar	badlar mensual	monto inicial	
			badlar (efectivo)=40 + 2 puntos	0,42	0,04	6.361.334,11	
fecha	monto cedido	gastos	VDFB				
			monto disponible	servicio	capital	interes	saldo
28-ene-22	7.795.752,58	1.940.206,90	-	-	-	-	6.361.334,11
28-feb-22	7.795.752,58	286.260,03	-	-	-	-	6.361.334,11
28-mar-22	7.795.752,58	286.260,03	-	-	-	-	6.361.334,11
28-abr-22	7.795.752,58	286.260,03	-	-	-	-	6.361.334,11
28-may-22	7.795.752,58	286.260,03	-	-	-	-	6.361.334,11
28-jun-22	7.795.752,58	286.260,03	-	-	-	-	6.361.334,11
28-jul-22	7.795.752,58	286.260,03	-	-	-	-	6.361.334,11
28-ago-22	7.795.752,58	286.260,03	-	-	-	-	6.361.334,11
28-sep-22	7.795.752,58	286.260,03	2.272.201,62	2.272.201,62	2.049.554,93	222.646,69	4.311.779,18
28-oct-22	7.795.752,58	286.260,03	7.509.492,55	4.462.691,45	4.311.779,18	150.912,27	-
28-nov-22	7.795.752,58	286.260,03	7.509.492,55	-	-	-	-
28-dic-22	7.795.752,58	286.260,03	7.509.492,55	-	-	-	-
Totales	93.549.031,00	5.089.067,29		6.734.893,07	6.361.334,11	373.558,97	

Nota: Elaboración propia (2021).

Anexo 3 Imagen teórica de pagos de servicios de la clase CP

Fideicomiso Financiero Narancred XXI							monto inicial
							3.180.667,05
fecha	monto cedido	gastos	CP				saldo
			monto disponible	servicio	capital	utilidad	
28-ene-22	7.795.752,58	1.940.206,90	-	-	-	-	3.180.667,05
28-feb-22	7.795.752,58	286.260,03	-	-	-	-	3.180.667,05
28-mar-22	7.795.752,58	286.260,03	-	-	-	-	3.180.667,05
28-abr-22	7.795.752,58	286.260,03	-	-	-	-	3.180.667,05
28-may-22	7.795.752,58	286.260,03	-	-	-	-	3.180.667,05
28-jun-22	7.795.752,58	286.260,03	-	-	-	-	3.180.667,05
28-jul-22	7.795.752,58	286.260,03	-	-	-	-	3.180.667,05
28-ago-22	7.795.752,58	286.260,03	-	-	-	-	3.180.667,05
28-sep-22	7.795.752,58	286.260,03	-	-	-	-	3.180.667,05
28-oct-22	7.795.752,58	286.260,03	3.046.801,10	3.046.801,10	3.046.801,10	-	133.865,96
28-nov-22	7.795.752,58	286.260,03	7.509.492,55	7.509.492,55	133.865,96	7.375.626,59	-
28-dic-22	7.795.752,58	286.260,03	7.509.492,55	7.509.492,55	-	7.509.492,55	-
Totales	93.549.031,00	5.089.067,29	18.065.786,19	18.065.786,19	3.180.667,05	14.885.119,14	

Nota: Elaboración propia (2021).