

Universidad Siglo 21



Carrera: Contador Público

Trabajo Final de Grado

Reporte de Caso

Estructura de Financiamiento Óptima

**“El Fideicomiso Financiero y su Impacto en la Liquidez de
Tarjeta Naranja S.A.”**

Autor: Vespasiani Antonella

Legajo: VCPB035584

DNI: 40.169.273

Director de TFG: Ortiz, Bergia Fernando

Argentina, noviembre 2021

Resumen

A lo largo de la presente investigación se estudia el Fideicomiso Financiero como fuente de financiamiento para la entidad financiera “Tarjeta Naranja”. Se expone cómo con su implementación se pueden mitigar problemas financieros, reducir los costos de operación e impositivos y activar la capacidad de inversión de la compañía. Surge así una opción atractiva de financiamiento que permite además anular el riesgo de endeudamiento y ceder aquellos créditos que poseían escasas probabilidades de ser cobrados. Se demuestra entonces como esta herramienta proporciona liquidez a la compañía, mejora su estructura del activo y optimiza la asignación de recursos.

Palabras Clave: *Estructura de Financiamiento, Fideicomiso Financiero, Liquidez.*

Abstract

Throughout this research, the Financial Trust is being studied as a source of financing for the financial organisation “Tarjeta Naranja”. It explains how its implementation can mitigate financial problems, reduce operating and tax costs and activate the company's investment capacity. Thus, an attractive financing option arises that also allows cancelling the risk of indebtedness and ceding those credits that were unlikely to be collected. It is then demonstrated how this tool provides liquidity to the company, improves its asset structure and optimises the allocation of resources.

Keywords: *Financing Structure, Financial Trust, Liquidity.*

Índice

Análisis de la Situación	5
<i>Análisis de Tendencia y Composición</i>	5
<i>Análisis de Razones Financieras</i>	9
<i>Análisis del Sector Financiero</i>	12
Marco Teórico	13
<i>¿Cómo conseguir liquidez inmediata?</i>	13
<i>Fideicomiso Financiero</i>	13
<i>Sujetos del Fideicomiso Financiero</i>	13
<i>Ventajas del Fideicomiso Financiero</i>	15
<i>Riesgos del Fideicomiso Financiero</i>	15
Diagnóstico y Discusión	16
<i>Declaración del Problema</i>	16
<i>Relevancia del Problema</i>	17
<i>Conclusión Diagnostica</i>	17
Propuesta	18
<i>Objetivo General</i>	18
<i>Objetivos Específicos</i>	18
<i>Alcance</i>	18
<i>Limitaciones</i>	18
Plan de Implementación	19
<i>Objetivo Específico 1: Viabilidad</i>	19
<i>Objetivo Específico 2: Plan de Acción</i>	20
<i>Supuestos</i>	20
<i>Costos Derivados del Fideicomiso</i>	23
<i>Objetivo Específico 3: Impacto de la Propuesta</i>	25
<i>Análisis del Estado de Situación Patrimonial y Estado de Resultados</i>	25
<i>Análisis en los indicadores financieros</i>	27
Conclusiones	28
Bibliografía	30

Introducción

Tarjeta Naranja S.A. se fundó inicialmente como una casa de deportes ubicada en la Póvincia de Córdoba en el año 1969. Con el paso del tiempo, el negocio fue creciendo lo que motivó a sus dueños a entregar tarjetas de identificación a sus clientes. Tras su éxito, en el año 1985 deciden reinventarse en una Tarjeta de Crédito y diez años más tarde, con la inclusión accionaria del Banco Galicia, la empresa se expandió en todas las regiones del país, ofreciendo una amplia serie de productos y servicios.

En la actualidad, la firma es una de las principales entidades emisoras de tarjetas de crédito en Argentina ya que acompaña a más de 5 millones de usuarios que interactúan a través de una cuenta, tarjetas de crédito y débito, préstamos, seguros, viajes y soluciones de cobro para comercios y emprendedores.

Naranja prevé y controla constantemente todos los ámbitos de riesgo donde puedan ocurrir acciones que afecten a su sustentabilidad. Entre estos ámbitos, el principal de ellos es el financiero, en el cual se pretende conservar convenientes niveles de liquidez y solvencia que permitan ofrecer mejores productos a los clientes (Naranja, 2019). Es por ello que, el presente trabajo pretende desarrollar una propuesta de valor que permita potenciar los indicadores de liquidez, solvencia y rentabilidad de Tarjeta Naranja.

Para llevar a cabo dicha propuesta, se realiza un primer análisis y posterior diagnóstico sobre la estructura financiera actual de la Sociedad, lo que permitirá detectar todos aquellos puntos de mejora para luego, desarrollar un plan de implementación que favorezca al fortalecimiento y optimización de la estructura financiera actual.

Como antecedentes de éxito en la implementación de la propuesta de valor financiera se destacan (Bustos, Marani, Peralta & Sarmiento, 2021) en su trabajo “La Titulización de créditos como medio de financiamiento” concluyen que la Titulización de activos, ha logrado modificar las estructuras convencionales con las que se opera en el mercado de capitales, mediante el fideicomiso financiero. Dicha herramienta, evidencia que el costo financiero promedio que asume la empresa, es claramente menor que las tasas de préstamos corporativos que se encuentran en el mercado bancario. Esto desemboca en una gran optimización de la estructura patrimonial de la empresa emisora, lo que le permite asignar dichos fondos líquidos a nuevos proyectos rentables, logrando

renovar su ciclo operativo y apalancar su crecimiento. Finalmente, se destaca que las demás alternativas de financiamiento constituyen un endeudamiento para la empresa, en contraposición con la titulización, ya que ésta consiste en una cesión de activos, siendo esto último una ventaja adicional.

Por otro lado, (Regatuso, 2017) en su Trabajo Final de Graduación “Beneficios de la elección del Fideicomiso Financiero como estrategia de financiamiento para tarjetas de crédito regionales en Argentina” asegura que las tarjetas de crédito regionales de Argentina son compañías que presentan una estructura de negocios y una cartera de clientes con características que posibilitan y promueven la estructuración de fideicomisos financieros. Además, la incorporación de los mismos dentro de su esquema de financiamiento le permite a la compañía cubrir sus necesidades de liquidez de manera óptima. Las fuentes de financiamiento tradicionales para estas compañías generalmente no le permiten contar con grandes montos en el corto plazo y, en algunos casos, suelen exigir el pago de intereses muy altos. En ese contexto, la estructuración de un fideicomiso financiero 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.

Estos trabajos refuerzan la investigación, ya que demuestran cómo una eficiente combinación de estrategias de financiamiento entre alternativas tradicionales y no tradicionales incide positivamente en la liquidez y rentabilidad de una empresa, pero para ello, primero es necesario conocer el sector en el que se desenvuelve.

Naranja busca conservar su posición de liderazgo de modo que continuará con sus proyectos de Evolución Digital, apostando a un crecimiento de su porfolio de productos y servicios basados en tecnología y transformación de su red de sucursales. Resulta imprescindible entonces que la compañía cuente con una estructura financiera sólida que le permita encarar de la mejor manera sus proyectos pensados a futuro.

Análisis de la Situación

Con el objetivo de poder ahondar en la temática de interés, a continuación, se desarrollan dos tipos de análisis que dan a conocer en detalle las estructuras de inversión, financiamiento y resultados de la firma.

Análisis de Tendencia y Composición

Examinando la estructura de inversión de Naranja, se observa (según Tabla 1) en un análisis de primer nivel un incremento de un 15% en el total del activo de un año a otro, igual tendencia tuvo el activo corriente con un aumento del 18%, en cambio el activo no corriente presentó una baja poco significativa del 4%.

Dentro del activo corriente, se puede apreciar una merma importante del 73% en el rubro “Efectivo y sus equivalentes” lo que representa a \$7.201.987 miles de pesos en valores absolutos, resultado como consecuencia de un incremento de créditos por servicios prestados. Esto resulta a primera vista un efecto positivo ya que denota un desarrollo de los servicios brindados a clientes, sin embargo, más adelante se presta especial atención a este aspecto puesto que implica un arma de doble filo, por un lado porque el hecho de contar con bastante efectivo limita el aprovechamiento de diversas oportunidades que permitan obtener más capital y por el otro lado resulta fundamental para la organización contar con cierto grado de liquidez inmediata que le permita afrontar sus obligaciones y posibles contingencias en el corto plazo. Siguiendo con el análisis, se observa una abrupta disminución del rubro “Inversiones” en un 100% a causa del cobro total al vencimiento de los títulos públicos (LETES) y posteriores pagos por compras de activos fijos, activos intangibles y pagos por aportes en efectivo en sociedades asociadas, obteniendo un flujo neto de efectivo y equivalentes generado por las actividades de inversión. Las evidencias entonces, dan cuenta que la deficiencia de efectivo llevó a la compañía a la decisión de no realizar ningún tipo de colocación a corto plazo para el año 2020. Por último, los créditos por servicios se incrementaron en un 35%. Las causas de dicho incremento radican en:

- El hecho de que Naranja fue por primera vez sponsor oficial del Cyber Monday, presentándose como medio de pago.

- Distintas promociones y beneficios a clientes, como planes especiales y pago diferido de compras en distintos rubros como supermercados, farmacias, estaciones de servicio.
- La posibilidad de financiación de saldos impagos de tarjetas de crédito, medida impuesta por el BCRA.
- Una nueva propuesta atractiva para titulares de préstamos.

Tabla 1. Análisis de Tendencia y Composición del Estado de Situación Patrimonial

ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL	31/12/2020	31/12/2019	Tendencia 2019-2020	Composición 2020 1er nivel	Composición 2020 2do nivel
ACTIVO					
Activo Corriente					
Efectivo y equivalentes	\$ 2.695.572	\$ 9.897.559	-73%	3%	3%
Inversiones	-	\$ 1.801.839	-100%	0%	0%
Créditos por servicios prestados	\$ 87.403.751	\$ 64.821.933	35%	87%	97%
Otros Créditos	\$ 382.603	\$ 368.483	4%	0%	0%
Total Activo Corriente	\$ 90.481.926	\$ 76.889.814	18%	90%	100%
Activo No Corriente					
Créditos por servicios prestados	\$ 499.806	\$ 564.157	-11%	0%	5%
Otros Créditos	\$ 7.706	\$ 10.543	-27%	0%	0%
Activo por impuesto diferido	\$ 3.033.373	\$ 3.061.806	-1%	3%	31%
Inversiones	\$ 7.246	\$ 17.583	-59%	0%	0%
Activos Fijos	\$ 4.808.111	\$ 4.619.525	4%	5%	50%
Activos Intangibles	\$ 1.274.636	\$ 1.751.224	-27%	1%	13%
Total Activo No Corriente	\$ 9.630.878	\$ 10.024.838	-4%	10%	100%
TOTAL ACTIVO	\$ 100.112.804	\$ 86.914.652	15%	100%	100%
PASIVO					
Pasivo Corriente					
Cuentas por Pagar	\$ 54.714.136	\$ 42.949.727	27%	72%	75%
Deudas Bancarias y Financieras	\$ 13.603.298	\$ 13.772.621	-1%	18%	19%
Remuneraciones y Cargas sociales	\$ 1.523.672	\$ 1.130.511	35%	2%	2%
Cargas Fiscales	\$ 1.883.170	\$ 1.620.779	16%	2%	3%
Otros Pasivos	\$ 145.157	\$ 16.539	778%	0%	0%
Provisión Impuesto a las Ganancias	\$ 1.189.775	\$ 1.268.086	-6%	2%	2%
Total Pasivo Corriente	\$ 73.059.208	\$ 60.758.263	20%	96%	100%
Pasivo No Corriente					
Deudas Bancarias y Financieras	\$ 3.044.289	\$ 4.616.480	-34%	4%	95%
Otros Pasivos	\$ 12.014	\$ 10.003	20%	0%	0%
Previsiones	\$ 145.058	\$ 147.521	-2%	0%	5%
Total Pasivo No Corriente	\$ 3.201.361	\$ 4.774.004	-33%	4%	100%
TOTAL PASIVO	\$ 76.260.569	\$ 65.532.267	16%	100%	100%
PATRIMONIO NETO	\$ 23.852.235	\$ 21.382.385	12%	100%	100%
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	\$ 100.112.804	\$ 86.914.652	15%	100%	100%

Nota : Valores expresados en miles de pesos.

Fuente : Elaboración Propia en base a los Estados Contables de Tarjeta Naranja S.A. al 31/12/2020

El análisis de composición muestra a grandes rasgos que la empresa denota una situación deseable, solo el 10% del activo total se encuentra integrado por activo no corriente. Un análisis más profundo exhibe un posible riesgo de liquidez inmediata puesto que solo el 3% del activo corriente como así también del total del activo está conformado por efectivo con un vencimiento original de tres meses o menos. Por otro lado, si bien resulta positivo el hecho de que se haya incrementado el rubro “Créditos por Servicios”, es inquietante que configure el 97% del activo corriente y el 87% del total del activo, dado que existe un riesgo asociado al cobro de esos créditos, sumado a esto posibles egresos por gastos de recaudación, cobranzas y gestión de mora de suceder.

Examinando la estructura de financiamiento, en un análisis horizontal de primer nivel, el total del pasivo aumentó un 16% de un año a otro, la causa de dicho incremento estuvo dada por un incremento aún mayor en valores absolutos del pasivo corriente, exactamente \$12.300.945 miles de pesos. Indagando sobre dicho cambio se aprecia que, en términos absolutos, el rubro “Cuentas por pagar” fue el que mayor incremento experimentó de un año a otro. Es aquí donde se debe prestar especial atención ya que, si bien la sumatoria del efectivo con que cuenta la sociedad más los créditos pendientes de cobro superan el monto de cuentas por pagar, es necesario prever cualquier desfase y retraso que pudiera surgir en los plazos de cobranza de dichos créditos.

Retomando el análisis horizontal, el pasivo corriente muestra un fuerte incremento del rubro “Otros Pasivos” ocasionado a su vez por el incremento en honorarios a directores, decisión de la Sociedad de crear una nueva dirección financiera y una de riesgos que permitan gestionar de la mejor manera los aspectos financieros y legales.

Indagando sobre otro de los rubros de interés, “Deudas bancarias”, si bien a corto plazo en un análisis de primer nivel no experimentó grandes cambios, profundizando, según Tabla 2, se muestran diversas variaciones en la composición de dicho rubro. Desde el año 2016 la Sociedad viene emitiendo y colocando distintas clases de obligaciones negociables, en adelante ON. Para el año 2020, se emitieron dos tipos de ON, una de ellas a cancelar en 3 cuotas consecutivas a los 12, 15 y 18 meses y la otra al vencimiento en el año 2021. Además, debido a su vencimiento, se efectuaron pagos por amortizaciones de capital e intereses de ocho de las diez ON contraídas, lo que llevó a la merma de la cuenta tanto a corto como largo plazo.

Tabla 2. Análisis de Tendencia y Composición del rubro Deudas Bancarias y Financieras

DEUDAS BANCARIAS Y FINANCIERAS	31/12/2020	31/12/2019	Tendencia 2019-2020	Composición 2020 1er nivel
Corrientes				
Obligaciones negociables	\$ 7.604.480	\$ 10.315.068	-26%	56%
Préstamos bancarios y financieros	\$ 1.685.072	\$ -	-	12%
Arrendamientos	\$ 369.162	\$ 374.477	-1%	3%
Acuerdos en cuenta corriente	\$ 3.944.584	\$ 3.083.076	28%	29%
Total Corriente	\$ 13.603.298	\$ 13.772.621	-1%	100%
No Corriente				
Obligaciones negociables	\$ 2.474.299	\$ 3.990.310	-38%	81%
Arrendamientos	\$ 569.990	\$ 626.170	-9%	19%
Total No Corriente	\$ 3.044.289	\$ 4.616.480	-34%	100%

Nota : Valores expresados en miles de pesos.

Fuente : Elaboración Propia en base a los EC de Tarjeta Naranja S.A. al 31/12/2020

A raíz de la obtención de un préstamo en el Banco Patagonia S.A. con fecha de constitución 14/12/2020 y vencimiento de un año, la cuenta préstamos bancarios presento un crecimiento. En lo que respecta a su capacidad de pagos, de acuerdo con un historial obtenido del BCRA, la firma se encuentra en situación 1 (situación normal) no poseyendo días de atrasos en los pagos para con las entidades en las que solicitó anteriormente préstamos, demostrando una excelente capacidad de pago para solicitar financiamiento externo. Con respecto a los arrendamientos, la empresa celebró distintos contratos de arrendamiento de inmuebles y efectuó pagos por vencimientos de cánones.

La estructura de inversión de la Sociedad señala un crecimiento del 12%, dicho incremento del patrimonio radica en la constitución de una reserva para el desarrollo del negocio de \$3.315.982 de miles de pesos según Acta de Asamblea N°45.

Ahora bien, evaluando los resultados de la firma según Tabla 3, el resultado neto del ejercicio denota un aumento significativo del 79% del de un año a otro. En primer lugar, se observa que los ingresos por servicios y por financiación presentaron una decadencia en el resultado obtenido, sin embargo, el ingreso neto por financiación obtuvo un resultado positivo a causa de una reducción en los egresos por financiación. A su vez, otro aspecto a destacar es la merma de los cargos por incobrabilidad a causa del éxito de la compañía en obtener los indicadores más bajos de mora desde sus registros.

Tabla 3. Análisis de Tendencia y Composición del Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS	31/12/2020	31/12/2019	Tendencia 2019-2020	Composición 2020
Ingresos por servicios	\$ 20.708.647	\$ 22.965.780	-10%	56%
Egresos por servicios	\$ (3.407.363)	\$ (2.693.258)	27%	-9%
Ingresos netos por servicios	\$ 17.301.284	\$ 20.272.522	-15%	47%
Ingresos por financiación	\$ 22.480.639	\$ 27.913.861	-19%	61%
Egresos por financiación	\$ (5.080.763)	\$ (13.168.088)	-61%	-14%
Ingresos netos por financiación	\$ 17.399.876	\$ 14.745.773	18%	47%
Resultado neto por inversiones transitorias	\$ 2.434.056	\$ 3.615.002	-33%	7%
Total de ingresos operativos	\$ 37.135.216	\$ 38.633.297	-4%	100%
Cargos por incobrabilidad	\$ (4.442.969)	\$ (6.655.399)	-33%	-12%
Total de ingresos operativos netos del cargo x incobr.	\$ 32.692.247	\$ 31.977.898	2%	88%
Gastos de personal	\$ (7.686.171)	\$ (7.482.947)	3%	-21%
Impuestos y tasas	\$ (5.260.013)	\$ (5.556.059)	-5%	-14%
Gastos de publicidad	\$ (607.847)	\$ (868.527)	-30%	-2%
Depreciación de activos fijos y amortización de activos	\$ (1.809.235)	\$ (1.542.666)	17%	-5%
Otros egresos operativos	\$ (6.877.452)	\$ (7.350.375)	-6%	-19%
Total egresos operativos	\$ (22.240.718)	\$ (22.800.574)	-2%	-60%
Resultado neto antes de inversiones en asociadas	\$ 10.451.529	\$ 9.177.324	14%	28%
Resultado de inversiones en asociadas y otras sociedades	\$ (26.393)	\$ (12.568)	110%	0%
Resultado por exp. al cambio del poder adq. de la moneda	\$ (5.151.386)	\$ (6.681.946)	-23%	-14%
Resultado antes del impuesto a las ganancias	\$ 5.273.750	\$ 2.482.810	112%	14%
Impuesto a las ganancias	\$ (1.957.768)	\$ (625.334)	213%	-5%
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	\$ 3.315.982	\$ 1.857.476	79%	9%
Resultado por acción				
Utilidad básica y diluida por acción	\$ 1.174,21	\$ 657,75	79%	-

Nota : Valores expresados en miles de pesos.

Fuente : Elaboración Propia en base a los Estados Contables de Tarjeta Naranja S.A. al 31/12/2020

Análisis de Razones Financieras

A modo de realizar un análisis más completo, se investigan y comparan relaciones entre distintos fragmentos de información financiera de la empresa junto con un breve análisis de cada de ellas.

Estudiando las razones para determinar el grado de liquidez y solvencia a corto plazo con que cuenta la compañía, según Tabla 4, la *razón corriente* muestra que Naranja tiene sus pasivos corrientes cubiertos 1,24 veces más que sus activos corrientes para el año 2020, lo que a priori es un resultado esperable, no así óptimo dado que posee solo un 24% de capital de trabajo corriente. La *razón efectivo* arroja que el grado de liquidez a muy corto plazo (tres meses o menos) es de 0,04; esto destaca que resultan escasos los fondos con liquidez inmediata para cancelar las deudas exigibles en el corto plazo.

Además, se destaca la abrupta disminución de este indicador de un año a otro, una de las razones estuvo dada a la decisión de la firma de cancelar muchas de sus obligaciones financieras, sumado al incremento de los créditos/préstamos otorgados. En lo que respecta al *capital de trabajo neto* en adelante (CTN), se puede deducir que, al ser positivo, el resultado muestra un grado de seguridad deseable para cancelar sus obligaciones corrientes, es decir, cuenta con un fondo de maniobra que, en principio, representa un sobrante de recursos. Por último, analizando con mayor profundidad el *CTN de activos totales*, el mismo da como resultado una relación de 0,17; esto demuestra que se cuenta con cierta liquidez, sin embargo, el nivel es muy bajo. Más adelante se ahonda un poco más sobre el tema.

Tabla 4. Análisis de Razones de Liquidez / Solvencia a Corto Plazo

RAZONES DE LIQUIDEZ		2020		2019		VAR%
<i>Razón Corriente</i>	= $\frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$	\$ 90.481.926	= 1,24	\$ 76.889.814	= 1,27	-2%
		\$ 73.059.208		\$ 60.758.263		
<i>Razón de efectivo</i>	= $\frac{\text{Efectivo y equivalentes}}{\text{Pasivo Corriente}}$	\$ 2.695.572	= 0,04	\$ 9.897.559	= 0,16	-77%
		\$ 73.059.208		\$ 60.758.263		
<i>Capital de Trabajo Neto</i>	= $\frac{\text{Activo Corriente} \ominus \text{Pasivo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$	\$ 90.481.926 - \$ 73.059.208	= \$17.422.718	\$ 76.889.814 - \$ 60.758.263	= \$16.131.551	8%
<i>CTN de Activos Totales</i>	= $\frac{\text{Capital Neto de Trabajo}}{\text{Total Activo}}$	\$ 17.422.718	= 0,17	\$ 16.131.551	= 0,19	-6%
		\$ 100.112.804		\$ 86.914.652		

Fuente : Elaboración Propia en base a los Estados Contables de Tarjeta Naranja S.A. al 31/12/2020

En un análisis de solvencia a largo plazo, la *razón deuda total* arroja que Naranja utiliza el 76% de deuda para solventar sus activos (según Tabla 5), esto indica una fuerte dependencia a la financiación ajena por ende las devoluciones de capital e intereses constituyen, una cantidad significativa dentro del flujo de efectivo de la empresa. Estudiando la *razón deuda-capital* o comúnmente llamada *razón endeudamiento*, la misma da como resultado que la compañía es muy agresiva en cuanto a la financiación de su desarrollo con deudas.

Continuando con la *razón del multiplicador del capital* o también llamado *apalancamiento*, la relación señala una cifra alta, reafirmando lo antes mencionado de que la empresa está recurriendo principalmente a financiamiento externo para obtener sus activos y poco financiamiento con capital propio, no obstante, no basta con realizar un análisis aislado de este indicador.

Tabla 5. Análisis de Razones de Apalancamiento Financiero / Solvencia largo plazo

RAZONES DE APALANCAMIENTO		2020		2019		VAR%
<i>Razón deuda total</i>	$= \frac{\text{Total Pasivo}}{\text{Total Activo}}$	\$ 76.260.569	0,76	\$ 65.532.267	0,75	1%
		\$ 100.112.804		\$ 86.914.652		
<i>Razón Deuda - Capital</i>	$= \frac{\text{Total Pasivo}}{\text{Patrimonio Neto}}$	\$ 76.260.569	3,20	\$ 65.532.267	3,06	4%
		\$ 23.852.235		\$ 21.382.385		
<i>Multiplicador del capital</i>	$= \frac{\text{Total Activo}}{\text{Patrimonio Neto}}$	\$ 100.112.804	4,20	\$ 86.914.652	4,06	3%
		\$ 23.852.235		\$ 21.382.385		
<i>Razón deuda a largo plazo</i>	$= \frac{\text{Pasivo No Corriente}}{\text{Pasivo No Corriente + PN}}$	\$ 3.201.361	0,12	\$ 4.774.004	0,18	-35%
		\$ 27.053.596		\$ 26.156.389		
<i>Razón de cobertura de intereses</i>	$= \frac{\text{UT antes de Int. e Imp.}}{\text{Intereses}}$	\$ 10.354.513	2,04	\$ 15.282.376	1,19	71%
		\$ 5.080.763		\$ 12.799.566		

Fuente : Elaboración Propia en base a los Estados Contables de Tarjeta Naranja S.A. al 31/12/2020

El endeudamiento a largo plazo asciende al 12% del patrimonio neto, este resultado demuestra que la empresa posee solvencia a largo plazo. Luego, analizando la razón cobertura de intereses se observa un incremento del 71% en su resultado con respecto al ejercicio anterior, se deduce entonces que la empresa ha cambiado su estructura de financiamiento porque las utilidades crecieron a un mayor ritmo que los gastos financieros.

Tabla 6. Análisis de Razones de Rentabilidad

RAZONES DE RENTABILIDAD		2020		2019		VAR%
<i>Margen de utilidad</i>	$= \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ingresos operativos Netos}}$	\$ 3.315.982	0,10	\$ 1.857.476	0,06	75%
		\$ 32.692.247		\$ 31.997.898		
<i>Rendimientos sobre activos (ROA)</i>	$= \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Total Activo}}$	\$ 3.315.982	0,03	\$ 1.857.476	0,02	55%
		\$ 100.112.804		\$ 86.914.652		
<i>Rendimiento sobre capital (ROE)</i>	$= \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Patrimonio Neto}}$	\$ 3.315.982	0,14	\$ 1.857.476	0,09	60%
		\$ 23.852.235		\$ 21.382.385		

Fuente : Elaboración Propia en base a los Estados Contables de Tarjeta Naranja S.A. al 31/12/2020

Un último estudio acerca de la rentabilidad de la empresa según Tabla 6 muestra que el margen de utilidad se incrementó de un año a otro. Seguidamente, el rendimiento sobre activos en adelante ROA revela que la empresa obtiene un 3,31% de utilidad por cada unidad monetaria de activos invertidos. Esto expone a primera vista una escasa rentabilidad financiera. Por último, el rendimiento sobre activos (ROE) muestra un incremento significativo de un año a otro, resultando 13,90% lo que en principio denota una situación deseable.

Análisis del Sector Financiero

Ahora bien, para poder darle un significado a los resultados de los indicadores examinados, ya que analizados de manera aislada se desviaría el sentido de su interpretación, es necesario comparar la situación financiera de la firma con la de su competencia directa (Visa Inc., American Express Co. MasterCard Inc.) y con la del sector financiero en su conjunto. En la Tabla 7, se resaltan distintos puntos críticos de Tarjeta Naranja que difieren razonablemente de la situación en la que se encuentra el sector. En primer lugar, se detecta la necesidad de la compañía de potenciar sus indicadores ROA y ROE, dado que en ambos casos se encuentra por debajo del promedio del sector.

Tabla 7. Principales indicadores de la competencia directa y del sector financiero

ANÁLISIS DEL SECTOR	VISA	AMERICAN EXPRESS	MASTER CARD	Promedio	TARJETA NARANJA	Sector Financiero
Margen de utilidad neto	48%	8%	42%	33%	10%	16%
Rentabilidad sobre la inversión (ROI)	19%	5%	37%	20%	16%	44%
Rentabilidad sobre los activos (ROA)	13%	11%	20%	15%	3%	10%
Rentabilidad sobre el capital (ROE)	29%	14%	14%	19%	14%	21%
Razón efectivo	1,59	1,41	1,36	1,45	0,04	1,57
Liquidez corriente	1,91	2,19	1,86	1,99	1,24	2,05
Razón de solvencia	2,00	2,50	1,33	1,94	0,31	1,51
Razón deuda total	0,30	0,23	0,40	0,31	0,76	0,25
Razón deuda - capital	0,68	1,95	2,08	1,57	3,20	3,78
Razón deuda a largo plazo	0,27	0,16	0,38	0,27	0,12	0,41

Fuente : Elaboración Propia en base a datos obtenidos de Fusion Media Ltd. y Trading View al 31/12/2020

Siguiendo, otro de los puntos críticos que se observa en la tabla es la *razón efectivo*, encontrándose fuera, incluso muy por debajo del promedio del sector, un 97%. Entonces, se reafirma la necesidad de Naranja de contar con liquidez inmediata que le permita afrontar sus obligaciones en el corto plazo. Misma situación sucede con la *liquidez corriente*. La *razón solvencia* refleja que la compañía cuenta con escasos fondos para hacer frente a sus obligaciones dado que se sitúa por debajo del 100%, esto denota una posible situación de suspensión de pagos puesto que no se disponen de activos líquidos suficientes para atender las obligaciones de la empresa. Por último, las razones endeudamiento exponen que la firma se encuentra en una situación estable. La *razón deuda a largo plazo* asciende al 12% del patrimonio neto, el cual configura un porcentaje aceptable, pudiendo incluso incrementarse trasladando la deuda de corto plazo a largo plazo para incrementar al capital de trabajo necesario para la empresa.

Marco Teórico

¿Cómo conseguir liquidez inmediata?

En general, siempre que surge este interrogante lo primero que se suele pensar es “recurrir a financiamiento externo” y, Tarjeta Naranja es del tipo de empresas que aplica actualmente esta metodología financiándose a través de Obligaciones Negociables, Acuerdos en Cuenta Corriente y Préstamos Bancarios. Sin embargo, estas fuentes de financiamiento no le permiten a la firma contar con grandes montos en el corto plazo sumado a que dichas alternativas presentan costos de financiación demasiado altos en comparación con alternativas no tradicionales.

Estas limitaciones, impulsan la decisión de buscar otras fuentes de financiamiento fuera de las tradicionales como por ejemplo en el mercado de capitales. Entonces, con la intención de lograr una estructura de financiamiento óptima, se pretende combinar la estrategia de financiamiento actual con algún tipo de fuente no tradicional para que Naranja se financie a un costo menor y con múltiples beneficios impositivos.

Fideicomiso Financiero

El fideicomiso financiero, entendido como uno de los vehículos de Titulización, es aquel contrato en el cual el fiduciario es una entidad financiera o una sociedad especialmente autorizada por el organismo de contralor de los mercados de valores para actuar como tal, siendo los beneficiarios los titulares de valores negociables fiduciaros garantizados con los bienes así transmitidos. Por medio de esta figura, una o múltiples empresas agrupan determinados activos ilíquidos caracterizados por reunir condiciones de homogeneidad y los segregan de su patrimonio, transfiriéndolos a un patrimonio de afectación separado, contra el cual se emiten valores fiduciaros para su colocación en el mercado de capitales. De esta manera obtienen los fondos necesarios para financiarse. (Lisoprawski, 2000).

Sujetos del Fideicomiso Financiero

- a) Fiduciante: Es aquella persona física o jurídica titular de los activos que se transmiten en fideicomiso, y quien instruye al fiduciario acerca del encargo que éste deberá cumplir. En general cumple este rol en el fideicomiso

financiero una entidad que procura obtener liquidez mediante la titulización de sus activos.

- b) Fiduciario: Es quien asume la propiedad fiduciaria y la obligación de darle el destino previsto en el contrato. Debe ser una entidad financiera o sociedad autorizada por el organismo de contralor de los mercados de valores para este rol contractual.
- c) Beneficiario: Es aquella persona física o jurídica distinto al fideicomisario en cuyo beneficio se administran los bienes fideicomitidos, es decir, el titular de los valores negociables fiduciarios garantizados con los activos transmitidos.
- d) Fideicomisario: Es quien se queda con la propiedad de los bienes fideicomitidos al vencimiento del fideicomiso, no durante su vigencia. En la mayoría de los casos los fideicomisarios son los beneficiarios del fideicomiso.
- e) El organizador y colocadores: Es desempeñado generalmente por un banco de inversión, o por agentes de colocación, que colaboran con el originante en la estructuración de la transacción y en la formación del sindicato que participa en la colocación de los valores fiduciarios a emitirse.
- f) El administrador: Generalmente es el originante, quien con base en un acuerdo y por una comisión como contraprestación, se encarga gestionar los activos transferidos, operando como agente de cobro del producido de los mismos.
- g) Agentes de calificación de riesgos: Son sociedades profesionales e independientes que determinan el riesgo de repago de los valores negociables a emitirse, permitiendo que los mismos ingresen al mercado con una calificación profesional.
- h) Depositario y custodio: Es el custodio de los instrumentos que representan o respaldan los activos transferidos y que son mantenidos bajo su cuidado y guarda, hasta la finalización y pago de los valores fiduciarios emitidos.
- i) Garante: Es otra entidad financiera cuya función es cubrir el riesgo de los activos titulizados, de modo que se permita reducir el riesgo de crédito de la emisión, mejorando así la calificación. Puede o no existir.
- j) Agente de control y revisión: Se encarga de controlar el desempeño del servicer en la administración de la cartera conforme a lo establecido en el contrato de administración correspondiente. (Lisoprawski, 2000).

Ventajas del Fideicomiso Financiero

- El patrimonio fideicomitado permanece inembargable.
- Permite transferir a terceros el riesgo implícito en los activos líquidos que se deciden securitizar.
- Los créditos se evalúan en base al negocio y no en base a la empresa, obteniendo una calificación aún mayor.
- Se obtiene financiamiento sin contraer deuda (por fuera del balance).
- Al ceder la cartera con los créditos, automáticamente se disminuyen los cargos por incobrabilidad y costos por gestión de mora asociados a dichos créditos.
- Elimina el descalce financiero los vencimientos de los pasivos con los activos.
- Los fideicomisos que hagan oferta pública gozan de beneficios impositivos.
- Por último y más importante, posibilita el incremento en la liquidez inmediata.

Riesgos del Fideicomiso Financiero

Para Tarjeta Naranja, como los créditos ya están originados, se encuentran ante riesgos asociados a su “performance” y otros como ser:

- Fuerte dependencia de las decisiones estratégicas y gestión de cobranza que toma el administrador de los créditos (Servicer), entonces existe un riesgo asociado al no cumplimiento de sus funciones. Sin embargo, es posible mitigarlo constituyendo una garantía específica o bien designar un administrador sustituto.
- Riesgo de evicción, asociado a la posibilidad de que existan vicios en los créditos fideicomitados. No obstante, este riesgo se puede mitigar con un correcto *due diligence* (estudio profundo de los instrumentos y del proceso).
- Complejidad en el armado de una correcta estructura del fideicomiso y costos y gastos asociados al equipo encargado de realizar dicha estructura.
- Existe además un posible riesgo de mora, no obstante, con respecto a la situación de Naranja, representa un riesgo mínimo ya que durante el 2020 se obtuvieron los indicadores más bajos de mora desde que la compañía tenga registro. (Lisoprawski, 2000).

Diagnóstico y Discusión

Declaración del Problema

Si bien la situación de la compañía no muestra graves inconvenientes ya que a grandes rasgos se incrementó la utilidad neta de un año a otro, un análisis más profundo exhibe que Naranja se encuentra en una situación de estancamiento dado por la imposibilidad de brindar más créditos a sus clientes, y también la incapacidad de realizar colocaciones de dinero sumado al riesgo de suspensión de pagos a causa de la escasez de liquidez inmediata. Comprobando lo antes dicho, la comparación de indicadores financieros de la empresa con los del sector financiero, muestra que Naranja cuenta con escaso capital de trabajo. Además, en lo que respecta a su activo, la partida “efectivo y sus equivalentes” presentó una disminución del 73% en el ejercicio 2020 quedando solo un 3% del total del activo conformado por dicha cuenta.

Entonces, y siguiendo el lineamiento general de Naranja el cual pretende conservar convenientes niveles de liquidez y solvencia que permitan ofrecer mejores productos a los clientes, es necesario para la compañía contar con esos recursos en el corto plazo para que no surja ningún tipo de desfasaje e inconvenientes en su operatoria.

Ahora bien, la propuesta de valor del presente trabajo pretende demostrar el éxito en la utilización de Fideicomiso Financiero como alternativa de financiamiento del capital de trabajo necesario. La decisión de optar por dicha elección, se sustenta en el éxito de su implementación en reconocidas compañías financieras, como ser el caso del fideicomiso financiero de la Tarjeta Cencosud “Cencosud Serie XVIII” que para septiembre de 2021 recibió una sobreoferta del 60% sobre el monto total adjudicado de \$1.113 millones de pesos. Asimismo, Mercado Crédito de Mercado Libre, bajo el prospecto “Mercado Crédito Consumo IV” para abril de 2021 emitió \$620 millones de pesos y el monto de ofertas recibidas ascendieron a \$1.255 millones de pesos, logrando un increíble resultado con una sobreoferta del 102,5%. Por último, se destaca la empresa de servicios financieros digitales MONI, quien anunció a principios de noviembre que su fideicomiso financiero “Moni Mobile Serie IV” adjudicado en 139,1 millones de pesos recibió ofertas por más de 247 millones de pesos, con una sobreoferta del 78%.

Sumado a lo antes dicho, Naranja cuenta con algunas características particulares que le permiten la estructuración de fideicomisos financieros. En primer lugar, dado por

el tipo de servicio que brinda, se origina gran cantidad de créditos por cobrar, de esta manera, su activo está conformado en mayor proporción por activos, algunos inmovilizados, otros riesgosos o que resultan directamente incobrables, susceptibles de ser securitizados. En segundo lugar, los cambios de políticas y condiciones impuestas por la Cámara Argentina de Comercio y Servicios entre las cuales se resaltan (1) la reducción del arancel abonado por los comercios por operaciones con tarjeta de crédito; (2) menores comisiones por cuenta; (3) mayor alternativa de financiamiento; y las medidas impuestas por el BCRA: (1) prórroga de vencimientos para deudores de tarjetas de crédito; (2) financiación de saldos impagos; (3) flexibilización en los parámetros de clasificación de deudores; señalan una situación de incertidumbre con respecto al cobro, rendimiento y margen de utilidad que dejará los créditos actuales a cobrar que posee la firma.

Relevancia del Problema

La financiación de recursos necesarios resulta esencial para la estrategia de creación de valor en la empresa debido a sus efectos sobre la rentabilidad y el riesgo. Tarjeta Naranja precisa de capital de trabajo en el corto plazo para prever insuficiencias de liquidez, lo que trae aparejado posibles inconvenientes en el incumplimiento de sus obligaciones, pérdidas de oportunidades de inversión e incluso, reduce la posibilidad de la firma de brindar créditos/préstamos con porcentajes de cobrabilidad mayores a los actuales, aspecto no menos importante dado que esto configura la actividad principal de la empresa.

Conclusión Diagnostica

Finalmente, y conociendo la importancia para Tarjeta Naranja de contar con una estructura financiera sólida que le permita ejecutar todos sus proyectos pensados a futuro, se concluye que estructurar un fideicomiso financiero como alternativa no tradicional de financiamiento, combinado con las estrategias de financiación con las que cuenta actualmente la empresa, le brindará la posibilidad de potenciar su situación financiera y consecuentemente incrementar sus indicadores de liquidez y rentabilidad.

Propuesta

Objetivo General

Proponer un plan de financiamiento a largo plazo utilizando el fideicomiso financiero como alternativa de financiación del capital necesario para Tarjeta Naranja S.A., que potencie sus indicadores de liquidez y rentabilidad al cierre del ejercicio 2021.

Objetivos Específicos

- Determinar la viabilidad en la elección del fideicomiso financiero como alternativa de financiación una vez analizadas las ventajas y riesgos que conlleva su implementación.
- Definir un plan de acción con los tiempos, proyección de flujos y costos estimados para la estructuración del fideicomiso financiero.
- Mostrar el impacto de la propuesta en la situación financiera actual de la empresa.

Alcance

El alcance de la presente investigación abarca únicamente el análisis cuantitativo y cualitativo y posterior propuesta de mejora teniendo en cuenta diversos aspectos financieros que hacen a la compañía Tarjeta Naranja S.A. según Estado Contable correspondiente al ejercicio 2020. Dicha investigación es llevada a cabo en el segundo semestre del año 2021, sirviendo de utilidad únicamente para entidades emisoras de tarjetas de crédito o empresas del sector financiero que se encuentren en una situación similar a la de la compañía bajo análisis.

Limitaciones

Como limitantes, la imposibilidad de extensión del trabajo dificulta la presentación de información detallada, mostrando en la propuesta solo los aspectos más relevantes sin tener en cuenta escenarios de simulación posibles, factores eternos, entre otros. Es por esto que, del análisis y posterior propuesta llevada a cabo en el siguiente capítulo, pueden existir ciertas variaciones y/o desviaciones con respecto a la realidad.

Plan de Implementación

Objetivo Específico 1: Viabilidad

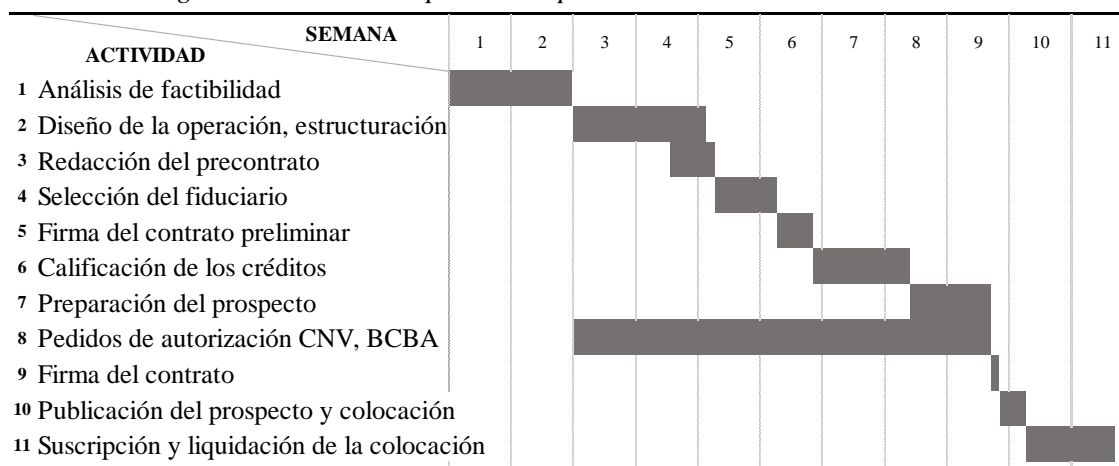
Analizadas las ventajas y riesgos expuestos en el Marco Teórico, y teniendo en cuenta la situación de la compañía analizada previamente al inicio de este trabajo, se puede decir que resulta viable para Tarjeta Naranja adelantar fondos a través de un fideicomiso financiero como alternativa de financiamiento, en primer lugar, dado el volumen y características de los créditos con los que cuenta actualmente (susceptibles de ser securitizados), y sumado al hecho de que, tomada esta alternativa, la empresa no contrae deuda alguna. Además, la posibilidad de adelantar dichos fondos a una tasa menor a la que surge de financiarse con alternativas tradicionales (Badlar + 7% actualmente para Préstamos, Badlar + 8% para Obligaciones Negociables, y BadCorr + 0,75% para Adelantos en Cuenta Corriente) resulta un aspecto muy llamativo. No hay que dejar de lado, que la colocación en Oferta pública tiene asociado diversas ventajas impositivas como por ejemplo la exención en IVA, en el Impuesto a los Débitos y Créditos, Impuesto a los Ingresos Brutos y a los Sellos, no así el hecho de contar con los créditos sin securitizar como sucede actualmente.

Igualmente, si bien existen numerosos riesgos en la estructuración del fideicomiso, como el riesgo asociado al comportamiento de los deudores en el pago de sus créditos, o como así también la incertidumbre a la hora de crear una combinación de estrategias en la estructuración del fideicomiso que permita obtener los mejores resultados para la firma, un aspecto positivo es que en el mercado se pueden hallar diversas formas de mitigar, incluso eliminarlos. Emitiendo valores de diferentes rangos creando una estructura secuencial de pagos, es decir, a medida que no se paguen todos los valores clase "A" no se pagarán los valores clase "B", o la constitución una garantía o aval de terceros como de Sociedades de Garantía Recíproca, o también la constitución de un seguro para créditos que resulten incobrables. Estas son solo algunas de las opciones factibles puestas en el mercado que otorgan mayor garantía a los inversores. No obstante, en primer lugar, se debe poner en la balanza aquellas estrategias que resulten esenciales para una mejor ejecución del Fideicomiso Financiero ya que cada una de ellas conlleva un costo adicional.

Objetivo Específico 2: Plan de Acción

Si bien las decisiones que deben tomarse en cada una de las etapas que hacen al armado de un fideicomiso financiero son múltiples, en la Tabla 8 se destacan aquellas actividades esenciales para una adecuada preparación de un fideicomiso financiero.

Tabla 8. Diagrama de Gantt del plan de implementación.



Fuente : Elaboración Propia (2021).

Ahora bien, el paso siguiente consiste en estudiar los flujos de fondos teóricos y costos asociados al armado de la operación en sí. Sin embargo, para poder proyectarlos con mayor exactitud, es esencial describir previamente las bases sobre las cuales se estructurará el prospecto del fideicomiso. Para ello, se decidió en base a supuestos recabados con información existente en el mercado sobre los cuales se desarrollan la mayoría de los fideicomisos de este tipo.

Supuestos

En primer lugar, es necesario determinar cuáles serán los activos que formarán el patrimonio fideicomitado, se estudiaron entonces aquellos créditos y préstamos que serían conveniente cederlos, dado sus riesgos según estimaciones de la empresa. Se observan (según Tabla 9) los distintos créditos pendientes que posee Naranja al cierre del ejercicio 2020. Analizando en primer lugar los “Créditos de plazo vencido”, según estimaciones de la empresa, actualmente cuentan con un 37% de probabilidades de ser cobrados. Teniendo en cuenta que dichos créditos poseen un mayor riesgo de incobrabilidad, se toma la decisión de colocar el 100% de ellos en el patrimonio fideicomitado sumando un total de \$3.279.327 miles de pesos. Seguidamente, se observa que los créditos de plazo a vencer en el próximo ejercicio, aquellos créditos “Corrientes”, poseen según estimaciones

de la firma un 95% de probabilidades de ser cobrados, por lo tanto, se decide colocar solo entre un 10% y un 30% de dichos créditos para conformar el patrimonio del fideicomiso. Cabe destacar que este tipo de créditos configura el 73% del total del patrimonio fideicomitado, aspecto no menos importante dado que son créditos que tendrán luego una excelente calificación haciendo mucho más atractiva su colocación para los potenciales inversores e incentivando así la obtención de mejores ofertas sobre el monto total adjudicado.

En segundo lugar, y bajo la necesidad de Naranja de contar con liquidez en el inmediato, se seleccionan el 100% de los créditos “No Corrientes” que poseen un mayor plazo de cobro para adelantarlos por medio del fideicomiso. Si bien en la actualidad según estimaciones de la firma cuentan con un 100% de probabilidades de ser cobrados, con el paso del tiempo dichas probabilidades irán disminuyendo puesto que, a mayor plazo, mayores son los riesgos e incertidumbre de cobro.

Tabla 9. Cartera de Créditos a Ceder

CRÉDITOS POR SERVICIOS	Importe en valores nominales	Estimación de cobro actual	% Cobro actual	Cartera cedida en valores nominales	% Cartera cedida
De plazo vencido					
anteriores al 31/12/19	\$ 373.954	\$ 137.073	37%	\$ 373.954	100%
entre 31/12/19 y 30/06/20	\$ 1.033.614	\$ 378.872	37%	\$ 1.033.614	100%
entre 30/06/20 y 30/09/20	\$ 567.269	\$ 207.933	37%	\$ 567.269	100%
entre 30/09/20 y 31/12/20	\$ 1.304.490	\$ 478.162	37%	\$ 1.304.490	100%
Corrientes					
entre 31/12/20 y 31/03/21	\$ 64.693.975	\$ 61.778.864	95%	\$ 6.469.398	10%
entre 31/03/21 al 30/06/21	\$ 16.059.612	\$ 15.335.966	95%	\$ 1.605.961	10%
entre 30/06/21 al 30/09/21	\$ 6.531.998	\$ 6.237.666	95%	\$ 1.306.400	20%
entre 30/09/21 al 31/12/21	\$ 2.984.119	\$ 2.849.655	95%	\$ 895.236	30%
No corrientes					
a partir del 2022	\$ 499.806	\$ 499.806	100%	\$ 499.806	100%
TOTALES	\$94.048.837	\$87.903.998	93%	\$14.056.127	15%

Fuente : Elaboración Propia en base a los Estados Contables Tarjeta Naranja 31/12/20

De esta manera, se estructura un patrimonio total a ceder de \$14.056.127 miles de pesos de los cuales el 73% corresponden a créditos “Corrientes”, 23% a “Créditos de plazo vencido” y el 4% a créditos “No Corrientes”.

Se propone entonces la estructuración de un fideicomiso financiero bajo la modalidad “Pass-Trough” (metodología tradicional en donde la cartera de créditos es transmitida por la venta a un “vehículo” que emite valores de participación) en un Programa Global por un monto nominal de 14 mil millones de pesos que será dividido en dos tramos de valores de deuda fiduciaria (VDF) con distintos riesgos teniendo en cuenta las probabilidades de cobro de los créditos. Para ello, se requiere de la estipulación de un contrato de fideicomiso financiero con una organización fiduciante, que se encuentre autorizada por la Comisión Nacional de Valores (CNV). Mediante dicho contrato, Naranja se promete a transferir definitivamente los créditos para constituir el patrimonio fideicomitado. Del mismo se emitirán y colocarán por Oferta Pública cotizando en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) pudiéndose negociar en el Mercado Abierto Electrónico (MAE) para ser adquiridos inversores interesados.

El VDF Clase “A” está compuesto por un valor nominal de \$10.200.000 miles de pesos sobre los cuales se devengará un interés igual al promedio del valor informado por el BCRA de la tasa BADLAR del último día hábil del mes devengado y, teniendo en cuenta las condiciones sobre las que se desenvuelve el mercado, se le adiciona una sobretasa del 5%. Por otro lado, el VDF Clase “B” de \$3.800 miles de pesos, devengará el mismo interés mencionado para la clase A más una sobretasa adicional del 8%, cuyo pago se hará efectivo previa cancelación de las operaciones con la clase “A”. Por último, el plazo total de la operación está estipulado en un periodo de 24 meses. En resumen:

Tabla 10. *Resumen Valores Deuda Fiduciaria clase "A" y "B"*

	Valor Nominal (en miles de pesos)	Participación	TNA min	TNA max	Capitalización	Plazo
VDFA	\$ 10.200.000	73%	39,12%	40,65%	Mensual	18 meses
VDFB	\$ 3.800.000	27%	43,07%	43,19%	Mensual	24 meses

Fuente : Elaboración Propia (2021).

Un dato no menor es que para una estimación lo más aproximada a la realidad, se tomaron las tasas BADLAR proyectadas presentadas en el informe “Relevamiento sobre Expectativas de Mercado” (REM) publicado en septiembre de 2021 por el BCRA.

A continuación, en la Tabla 11 se proyectan los flujos de fondos teóricos de los VDF Clase “A” y Clase “B” en el periodo determinado utilizando el Sistema de Amortización Francés el cual es implementado mayormente para estos casos.

Tabla 11. Flujo de Fondos Teóricos VDF "A" y "B"

Valor de Deuda Fiduciaria Clase "A"						
Mes	TNA Estimada	Amortización	Interés	Total	Saldo	
0					\$	10.200.000
1	34,19% + 5%	\$ 427.009	\$ 328.552	\$ 755.561	\$	9.772.991
2	34,19% + 5%	\$ 440.763	\$ 314.797	\$ 755.561	\$	9.332.228
3	34,12% + 5%	\$ 455.168	\$ 300.063	\$ 755.231	\$	8.877.060
4	34,17% + 5%	\$ 469.661	\$ 285.793	\$ 755.454	\$	8.407.398
5	34,36% + 5%	\$ 484.268	\$ 271.985	\$ 756.253	\$	7.923.131
6	34,95% + 5%	\$ 498.423	\$ 260.161	\$ 758.583	\$	7.424.708
7	35,65% + 5%	\$ 513.104	\$ 248.067	\$ 761.170	\$	6.911.605
8	35,30% + 5%	\$ 531.034	\$ 228.935	\$ 759.969	\$	6.380.571
9	34,94% + 5%	\$ 549.373	\$ 209.458	\$ 758.830	\$	5.831.198
10	35,25% + 5%	\$ 566.818	\$ 192.909	\$ 759.727	\$	5.264.380
11	35,06% + 5%	\$ 585.894	\$ 173.335	\$ 759.229	\$	4.678.486
12	35,13% + 5%	\$ 605.080	\$ 154.313	\$ 759.393	\$	4.073.406
13	35,19% + 5%	\$ 624.960	\$ 134.556	\$ 759.517	\$	3.448.446
14	34,95% + 5%	\$ 645.859	\$ 113.232	\$ 759.091	\$	2.802.587
15	35,12% + 5%	\$ 666.927	\$ 92.416	\$ 759.344	\$	2.135.659
16	35,17% + 5%	\$ 688.891	\$ 70.512	\$ 759.403	\$	1.446.768
17	35,00% + 5%	\$ 711.685	\$ 47.565	\$ 759.250	\$	735.083
18	35,06% + 5%	\$ 735.083	\$ 24.203	\$ 759.286	\$	-
Valor Deuda Fiduciaria Clase "B"						
Mes	TNA Estimada	Capital	Interés	Total	Saldo	
					\$	3.800.000
19	35,19% + 8%	\$ 579.413	\$ 134.895	\$ 714.308	\$	3.220.587
20	35,07% + 8%	\$ 600.100	\$ 114.009	\$ 714.108	\$	2.620.488
21	35,17% + 8%	\$ 621.267	\$ 92.981	\$ 714.248	\$	1.999.221
22	35,25% + 8%	\$ 643.269	\$ 71.068	\$ 714.337	\$	1.355.952
23	35,08% + 8%	\$ 666.182	\$ 48.012	\$ 714.193	\$	689.770
24	35,14% + 8%	\$ 689.770	\$ 24.458	\$ 714.228	\$	-
Totales		\$ 14.000.000	\$ 3.936.274	\$ 15.793.515		

Nota : Valores expresados en miles de pesos. Sistema de amortización francés.

Fuente : Elaboración Propia (2021).

Costos Derivados del Fideicomiso

En cuanto a los principales costos de estructuración, la mayoría son fijos, lo que representa un aspecto positivo dado el considerable monto de la cartera fideicomitada. Asimismo, se detallan también los distintos beneficios impositivos a la hora de configurar el fideicomiso de Naranja.

Tabla 12. Tasas y Comisiones Fideicomiso Financiero

Tasas y Comisiones CNV	Agente de Calificación de Riesgos	\$ 110.000	\$ 330.000	
	Agente de Custodia, Registro y Pago	\$ 480.000	\$ 2.000.000	
	Agente de Negociación	\$ 40.000	\$ 120.000	* (1)
	Agente de Liquidación	\$ 300.000	\$ 1.000.000	
	Fiduciarios Financieros	\$ 90.000	\$ 270.000	
	Comisión Emisión por Programa Global		0,01%	* (2)
	Comisión Colocación de Serie y/o Clase		0,04%	
Otras Comisiones	Publicaciones	\$	50.000,00	* (1)
	Derecho de Cotización BCBA		0,036%	* (2)
Impuestos	Impuesto a las Ganancias		Monto fijo + Alícuota	* (3)
	Impuesto al Valor Agregado		-	* (4)
	Impuesto a los Débitos y Créditos		-	* (5)
	Impuesto a los Ingresos Brutos		-	* (6)
	Impuesto a los Sellos		-	* (7)

(1) Comisión Anual.

(2) Comisión sobre el total de la cartera de créditos.

(3) El Artículo 73 Inc. a) apart. 6 de la LIG, establece que los fideicomisos financieros constituidos en el país conforme las disposiciones de la ley 24.441 quedan sujetos al gravamen empleando la escala que se detalla a continuación:

Hasta \$ 5.000.000 de la ganancia neta imponible acumulada: abonarán una alícuota del 25%; Más de \$ 5.000.000 y hasta \$ 50.000.000 de la ganancia neta imponible acumulada: abonarán un monto fijo de \$ 1.250.000 más una alícuota del 30% sobre el excedente de ese monto; Más de \$ 50.000.000 de la ganancia neta imponible acumulada: abonarán un monto fijo de \$ 14.750.000 más una alícuota del 35% sobre el excedente de ese monto.

Si el fideicomiso financiero cumple con los requisitos establecidos por el decreto reglamentario, puede acceder al beneficio fiscal que le permite deducir los importes que corresponda asignar en concepto de distribución de utilidades.

(4) Conforme lo prescripto por el artículo 83 inc. a) de la Ley N° 24.441 las operaciones financieras y prestaciones relativas a la emisión, suscripción, colocación, transferencia, amortización, intereses y cancelación de los valores fiduciarios como así también las correspondientes a sus garantías, están exentas del IVA siempre y cuando los mismos sean colocados por Oferta Pública.

(5) El artículo 10 inc. c) del decreto 380/2001 exime de este tributo a las cuentas utilizadas por los fideicomisos financieros en forma exclusiva en el desarrollo específico de su actividad, en tanto y en cuanto cumplan con los requisitos necesarios establecidos para acceder al beneficio fiscal.

(6) La Resolución CV 075/2019 establece “El Art. 193 del CTP, expresamente indica que los fideicomisos financieros que pueden aplicar la alícuota cero en el Impuesto sobre los Ingresos Brutos son aquellos fideicomisos financieros cuyos fiduciantes sea una entidad financiera comprendida en la Ley Nacional N°21.526”.

(7) El Art. 294 del CTP en su inciso 47) establece que quedarán exentos del Impuesto de Sellos “Los contratos de fideicomisos constituidos de acuerdo a las disposiciones establecidas por el Código Civil y Comercial de la Nación, en relación exclusivamente a la transmisión de los bienes y/o deudas fideicomitidas”.

Fuente : Elaboración Propia (2021).

Con estos datos se calcula entonces que el costo financiero total para los dos años en que se llevará a cabo la operación está dado por un monto total de \$14.180 miles de pesos, lo que representa aproximadamente un 10% del total del fideicomiso. Por otro lado, analizando el aspecto impositivo, al hacer Oferta Pública, Naranja cuenta con una enorme ventaja fiscal dadas las distintas exenciones en los Impuestos enunciados salvo en el Impuesto a las Ganancias, siendo el único beneficio para este caso la deducción de los gastos vinculados a la operación y sus intereses devengados.

Objetivo Específico 3: Impacto de la Propuesta

Análisis del Estado de Situación Patrimonial y Estado de Resultados

El último objetivo de la investigación pretende mostrar los efectos de la propuesta en la estructura financiera de Tarjeta Naranja. Se presentan en las Tablas 13 y 14 el Estado de Situación Patrimonial y Estado de Resultados comparando la situación original de la firma con la situación propuesta destacando los siguientes puntos relevantes:

Tabla 13. Efectos de la Propuesta en el Estado de Situación Patrimonial

ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL	ORIGINAL	PROPUESTA	VARIACIÓN
ACTIVO			
Activo Corriente			
Efectivo y equivalentes (1)	\$ 2.695.572	\$ 16.681.392	\$ 13.985.820
Inversiones	-	-	-
Créditos por servicios prestados (2)	\$ 87.403.751	\$ 73.903.557	\$ (13.500.194)
Otros Créditos	\$ 382.603	\$ 382.603	-
Total Activo Corriente	\$ 90.481.926	\$ 90.967.552	\$ 485.626
Activo No Corriente			
Créditos por servicios prestados (3)	\$ 499.806	-	\$ (499.806)
Otros Créditos	\$ 7.706	\$ 7.706	-
Activo por impuesto diferido	\$ 3.033.373	\$ 3.033.373	-
Inversiones	\$ 7.246	\$ 7.246	-
Activos Fijos	\$ 4.808.111	\$ 4.808.111	-
Activos Intangibles	\$ 1.274.636	\$ 1.274.636	-
Total Activo No Corriente	\$ 9.630.878	\$ 9.131.072	\$ (499.806)
TOTAL ACTIVO	\$ 100.112.804	\$ 100.098.624	\$ (14.180)
PASIVO (4)	\$ 76.260.569	\$ 76.260.569	-
TOTAL PATRIMONIO NETO (5)	\$ 23.852.235	\$ 23.838.055	\$ (14.180)
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	\$ 100.112.804	\$ 100.098.624	\$ (14.180)

Nota: Valores expresados en miles de pesos.

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Contables de Tarjeta Naranja S.A. al 31/12/20

- (1) Naranja pasó a contar con \$16.681.392 miles de pesos en efectivo teniendo un incremento del 84% de efectivo disponible inmediatamente para realizar cualquier tipo de inversión de las que la firma tiene previstas o también cumplir con sus obligaciones reduciendo así el pasivo. Dicho incremento estuvo dado por los créditos adelantados a través del fideicomiso neto de sus costos.
- (2) Los créditos por servicios se redujeron dado que fueron cedidos al constituir el fideicomiso. El 24% de ellos constituyen créditos de plazo vencido y el 76% restante créditos a cobrar en un plazo no mayor a un año.
- (3) Los créditos no corrientes también se ven disminuidos en su totalidad debido a que se adelantaron dichos fondos con la alternativa de financiación elegida.
- (4) El Pasivo no presenta modificación alguna a causa de la financiación elegida “por fuera del balance”, esto brinda a la firma la posibilidad de no contraer pasivos manteniendo estables sus niveles de endeudamiento.
- (5) El Patrimonio Neto muestra una merma de \$14.180 miles de pesos en concepto de tasas y comisiones abonadas para la constitución del fideicomiso.

Tabla 14. Efectos de la Propuesta en el Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS	ORIGINAL	PROPUESTA	VARIACIÓN
Ingresos por servicios	\$ 20.708.647	\$ 20.708.647	-
Egresos por servicios	\$ (3.407.363)	\$ (3.407.363)	-
Ingresos netos por servicios	\$ 17.301.284	\$ 17.301.284	-
Ingresos por financiación	\$ 22.480.639	\$ 22.480.639	-
Egresos por financiación (6)	\$ (5.080.763)	\$ (5.094.943)	\$ (14.180)
Ingresos netos por financiación	\$ 17.399.876	\$ 17.385.696	\$ (14.180)
Resultado neto por inversiones transitorias	\$ 2.434.056	\$ 2.434.056	-
Total de ingresos operativos	\$ 37.135.216	\$ 37.121.036	\$ (14.180)
Cargos por incobrabilidad	\$ (4.442.969)	\$ (4.442.969)	-
Total de ingresos operativos netos del cargo x incobr.	\$ 32.692.247	\$ 32.678.067	\$ (14.180)
Total egresos operativos	\$ 22.240.718	\$ 22.240.718	-
Resultado neto antes de inversiones en asociadas	\$ 10.451.529	\$ 10.437.349	\$ (14.180)
Resultado de inversiones en asociadas y otras sociedades	\$ (26.393)	\$ (26.393)	-
Resultado por exp. al cambio del poder adq. de la moneda	\$ (5.151.386)	\$ (5.151.386)	-
Resultado antes del impuesto a las ganancias	\$ 5.273.750	\$ 5.259.570	\$ (14.180)
Impuesto a las ganancias	\$ (1.957.768)	\$ (1.957.768)	-
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO (7)	\$ 3.315.982	\$ 3.301.802	\$ (14.180)

Nota: Valores expresados en miles de pesos.

Fuente: Elaboración Propia en base a los Estados Contables de Tarjeta Naranja S.A. al 31/12/20

- (6) Los egresos por financiación se incrementan por el costo de la operación.

(7) Si bien en principio se contempla una pequeña disminución en el resultado de la firma, dicho resultado no considera las ganancias implícitas que se obtendrán raíz de esta elección, como ser el enorme beneficio por el ingreso efectivo de aquellos créditos que poseían escasas probabilidades de ser cobrados, o la certeza de cumplir con sus obligaciones sin correr riesgos, o también la posibilidad de realizar colocaciones de dinero en inversiones atractivas como solía hacer años anteriores con ánimos de diversificar. Además, es importante señalar que en la propuesta tampoco se está teniendo en cuenta la enorme ventaja fiscal que se obtiene a raíz de la implementación del FF con respecto a su estrategia original.

Análisis en los indicadores financieros

La Tabla 15 expone un resultado positivo en la implementación de la propuesta. Si bien el índice de liquidez corriente no se incrementó en grandes cantidades, al cambiar la composición del rubro “Activo Corriente”, la razón efectivo se incrementa en más de un 500%. Por otro lado, el pasivo no presenta variaciones por lo que Naranja mantiene sus niveles de endeudamiento originales. Las razones de rentabilidad muestran pequeñas variaciones en sus resultados por los costos en que incurre, sin embargo, como se explicó anteriormente, no se están considerando los beneficios que se obtendrán por el ingreso del efectivo inmediato ni la reducción de costos impositivos.

Tabla 15. *Efectos de la Propuesta en las Razones Financieras*

	RAZONES	ORIGINAL	PROPUESTA	VAR%
Liquidez	Razón Corriente	1,24	1,25	1%
	Razón de efectivo	0,04	0,23	517%
	Capital de Trabajo Neto	\$ 17.422.718	\$ 17.922.524	3%
	CTN de Activos Totales	0,17	0,18	6%
Endeudamiento	Razón deuda total	0,76	0,76	0%
	Razón Deuda - Capital	3,20	3,20	0%
	Multiplicador del capital	4,20	4,20	0%
	Razón deuda a largo plazo	0,12	0,12	0%
	Razón de cobertura de intereses	2,04	2,04	0%
Rentabilidad	Margen de utilidad	0,10	0,10	-0,20%
	Rendimientos sobre activos	0,03	0,03	-0,30%
	Rendimiento sobre capital	0,14	0,14	-0,22%

Fuente: Elaboración Propia (2021).

Conclusiones

A lo largo del presente trabajo se propuso el armado de un plan de financiamiento óptimo para el caso de Tarjeta Naranja. En primer lugar, se llevó a cabo una investigación sobre qué estrategia sería más conveniente de implementar y de la cual se obtendrían mayores beneficios, no solo en el ámbito financiero, sino también en la estructura operativa y de costos dadas las características de la compañía. Se concluyó así, que el fideicomiso financiero constituye para Naranja la alternativa de financiamiento que mayor optimización daría a su estructura financiera. ¿Y por qué no optar por una alternativa tradicional?, en primer lugar, dado que se investigó y detectó que el costo financiero que asume la firma con la alternativa propuesta es claramente menor que las tasas de las fuentes de financiamiento que emplea actualmente para préstamos bancarios y/o acuerdos en cuenta corriente, lo que brinda la posibilidad de hacerse de efectivo a una tasa más conveniente en relación a las fuentes tradicionales. Por otro lado, es preciso señalar que dichas alternativas tradicionales de financiamiento constituyen actualmente un endeudamiento, no así la securitización, que consta simplemente de una cesión de activos o financiación denominada “por fuera del balance” puesto que no se incrementa el pasivo de la firma y mantiene sus niveles de endeudamiento originales. Otro punto a destacar es el hecho de que, el no poder contar con grandes montos de dinero en el corto plazo con las fuentes de financiamiento tradicionales, deja en evidencia una ventaja adicional a la hora de proponer la estructuración del fideicomiso financiero.

Ahora bien, del armado de la propuesta del fideicomiso, se prueba que conforma una gran optimización en la estructura financiera de Naranja, ya que le permitiría asignar dichos fondos líquidos a nuevos proyectos más rentables, logrando así renovar su ciclo operativo y apalancar su crecimiento. Además, otorga la posibilidad de seguir brindando nuevos préstamos y créditos menos riesgosos con respecto a los que contaba, teniendo en cuenta que, al poder separar dichos activos “riesgosos” e introducir en ellos las mejoras crediticias exigidas por las calificadoras de riesgo, se logra obtener una mejor oportunidad de cobro de estos créditos que tenían escasas o quizás nulas probabilidades de ser cobrados.

Por otro lado, es importante destacar que, según lo analizado, los costos impositivos asociados a la estructuración del fideicomiso son sumamente inferiores a los

impuestos teóricos en que incurriría la compañía de no llevar a cabo el mismo, siendo esto otro beneficio que optimiza en gran medida el costo fiscal. Asimismo, al ser fijas la mayoría de las tasas y comisiones de preparación del fideicomiso financiero, y dada la posibilidad de generar a futuro nuevos valores de deuda fiduciaria, se pone en evidencia otro beneficio dado que el costo fijo total de estructuración seguiría siendo el mismo.

Dentro de las limitaciones del presente trabajo se manifiesta que no se tuvo en cuenta la calificación de riesgo de la cartera de créditos fideicomitida pues dicha tarea corresponde ser analizada con mayor grado de detalle por una Agencia Calificadora de Riesgo idónea en la materia. Otra restricción está dada por el límite de extensión y de tiempo a desarrollar en el trabajo. Además, la propuesta actual de financiamiento no considera los beneficios implícitos de utilizar el capital de trabajo adelantado. Queda entonces pendiente de investigar, qué alternativa o conjunto de ellas otorga los mejores resultados en cuanto a la rentabilidad de la compañía luego de colocar dichos fondos adelantados. Por último, tampoco se tienen en cuenta los beneficios impositivos de llevar a cabo la propuesta.

De todo lo expuesto se concluye que, es conveniente para la compañía estructurar un fideicomiso financiero y que dicha alternativa se sume a las fuentes de financiamiento actuales logrando así obtener la mejor combinación de estrategias que optimice su estructura financiera actual. Se demostró entonces que dicha alternativa de financiamiento facilitaría la posibilidad de adelantar fondos de activos que resultaban ineficientes para otorgar mayor liquidez a la firma permitiéndole de esta manera hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, otorgar créditos y préstamos con mejores oportunidades de cobro, ejecutar nuevas colocaciones de dinero en inversiones más rentables y también en aquellas inversiones ya planificadas como las “*Sucursales del Futuro*”, cumpliendo así con el objetivo inicial propuesto de potenciar los indicadores de liquidez y rentabilidad de Tarjeta Naranja.

Bibliografía

- Banco Central de la República Argentina. (2017). *Fideicomisos Financieros comprendidos en la Ley de Entidades Financieras*. Recuperado el 29/09/2021 de <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Textord/t-fclef.pdf>.
- Banco Central de la República Argentina. (2021). *Resultados Relevamiento Expectativas de Mercado*. Recuperado el 17/10/2021 de <https://shortest.link/1tt8>.
- Comisión Nacional de Valores. (2021). *Tasas y Aranceles*. Recuperado el 10/10/2021 de <https://shortest.link/1pEv>.
- Fusion Media Ltd. (s.f.). *Indicadores técnicos*. Fecha de consulta 25 de agosto de 2021. Recuperado de <https://es.investing.com/technical/indicators/>.
- Lisoprawski, Silvio. (2000). *Securitización: Los negocios fiduciarios y el fideicomiso. Ley de financiamiento de la vivienda y la construcción*. En el tratado de los contratos de empresa. Tomo II. Contratos bancarios, de Martorell, Ernesto E., Ed Depalma, 2ª ed actualizada, Buenos Aires, Argentina.
- Marani, Peralta & Sarmiento. (2021). *La Titulación de los Créditos como medio de financiamiento*. (Licenciatura) Universidad Nacional de Córdoba, Argentina.
- Ley 6006. (1977). *Código Tributario de la Provincia de Córdoba*. Arts. 193 y 294. D.O. 574/2012. Publicada en el Boletín Oficial el 26/06/2012. Argentina.
- Ley 20.628. (1973). *Ley de Impuesto a las Ganancias*. Art. 73. D.O. 620/2021. Publicada en el Boletín Oficial el 16/06/2021. Argentina.
- Ley 24.441. (1994). *Ley de Financiamiento de la vivienda y construcción*. Arts. 1, 19, 20, 21, 22, 23, 24 y 83. Publicada en el Boletín Oficial el 22/12/1994. Argentina.
- Regatuso Daniela. (2017). *Beneficios de la elección del fideicomiso financiero como estrategia de financiamiento para tarjetas de crédito regionales de Argentina* (Maestría en finanzas) Universidad Torcuato di Tella, Argentina.
- Trading View. (s.f.). *Analizador de acciones*. Fecha de consulta 25 de agosto de 2021. Recuperado de <https://es.tradingview.com/screener/>.