

**Universidad Siglo 21**



**Carrera Contador Público**

**Trabajo Final de Grado**

**Reporte de Caso**

**Determinación de la estructura de financiamiento óptima**

**Empresa: Tarjeta Naranja**

**Autor: Baigorri Rampulla, Pablo Esteban**

**DNI: 29.474.153**

**Legajo: VCPB12472**

**Director de TFG: Ferreiro, Juan Esteban**

**Villa Nueva, Provincia de Córdoba, Argentina**

**Año 2021**

## Índice

<b>Resumen / Abstract</b> .....	3
<b>Introducción</b> .....	4
<b>Análisis de situación</b> .....	6
<i>Descripción de la situación</i> .....	6
<i>Diagnóstico organizacional</i> .....	7
<i>Análisis del contexto</i> .....	9
<i>Análisis de acuerdo al perfil profesional</i> .....	11
<b>Marco Teórico</b> .....	15
<b>Diagnóstico y discusión</b> .....	18
<i>Declaración del problema</i> .....	18
<i>Justificación del problema</i> .....	19
<i>Conclusión diagnóstica</i> .....	20
<b>Plan de implementación</b> .....	20
<i>Objetivo General</i> .....	21
<i>Objetivos Específicos</i> .....	21
<i>Alcances y limitaciones</i> .....	21
<i>Acciones a desarrollar</i> .....	22
<i>Marco de tiempo</i> .....	22
<i>Desarrollo de la propuesta</i> .....	23
<i>Propuesta de evaluación</i> .....	27
<b>Conclusiones y recomendaciones</b> .....	27
<b>Referencias</b> .....	29

## **Resumen**

El presente reporte de caso tiene como objetivo analizar la estructura financiera de Tarjeta Naranja, a fin de determinar un balance adecuado entre deuda propia y de terceros. Se observan distintas teorías, donde no existe una única posición referida a la conveniencia de financiamiento propio o de terceros, y la proporción adecuada de los mismos. Al analizar la empresa se encuentra una compañía líder, con trayectoria y solidez financiera, inmersa en un mercado inestable desde el punto de vista político-económico, que, sumado a la crisis generada por el Covid-19, genera oportunidades de crecimiento por el incremento del uso de las tarjetas y canales digitales. Tal como se expone en la conclusión del presente trabajo, se detecta una concentración de financiamiento sobre la cuenta contable de activo “comercios amigos”, y una disconformidad de los mismos sobre políticas de pago, generando un riesgo encubierto para la empresa. Por este motivo, se propone la incorporación de un nuevo producto a su cartera, como ser inversiones de clientes sobre cuentas de ahorro, que representen pasivos para la compañía.

*Palabras claves: financiación, administración financiera, recursos financieros.*

## **Abstract**

The objective of this case report is to analyze the financial structure of Tarjeta Naranja, in order to determine an adequate balance between its own debt and that of third parties. Different theories are observed, in which there is not only only position regarding the convenience of its own financing or that of third-party ones, and the right proportion of them. When analyzing the company, one finds a pioneer company, with a career and financial solidity, immersed in an unstable market from a political-economic point of view, which, added to the crisis generated by Covid-19, generates growth opportunities due to the increase in the use of cards and digital channels. As it was previously explained in the conclusion of the current work, a concentration of financing is detected on "participating businesses" (Comercio Amigo) and their disagreement with payment policies, which brings about a risk for the company. For this reason, the incorporation of a new product to its portfolio is proposed, such as client investments on saving accounts, which represent liabilities for the company.

*Keywords: financing, financial administration, financial resources.*

## **Introducción**

El presente Trabajo Final de Graduación se basa en el análisis de la estructura de financiamiento de la empresa Tarjeta Naranja. El desarrollo pretende analizar e interpretar la información contenida en los estados contables, a los fines de conocer los instrumentos de financiación utilizados por la empresa.

Tarjeta Naranja es la principal emisora de tarjetas de crédito de Argentina y líder en el interior del país. Nació en Córdoba, en 1985, como medio de pago para las cuentas corrientes de la casa de deportes Salto 96, fundada por dos profesores de educación física, David Ruda y Gerardo Asrín. (Naranja. Reporte de sustentabilidad, 2020).

Su filosofía de trabajo basada en la amistad, el respeto y la comunicación la posiciona entre las compañías con mejor clima laboral en Argentina. Su visión, ser la empresa líder en servicios financieros y no financieros, a la vez, la más admirada y querida por colaboradores, clientes y la comunidad en general.

En 1995 Banco Galicia se convirtió en su accionista favoreciendo la expansión hacia todo el país, junto con nuevos planes y servicios financieros para los clientes, no sólo a individuos sino también a comercios (denominados “comercios amigos”). Esta confianza en Tarjeta Naranja aceleró y consolidó su crecimiento, hasta alcanzar un liderazgo indiscutido. Entre 1998 al 2005, se concreta una alianza con Visa y los titulares comienzan a usar su plástico en todo el mundo. Inmediatamente, llegan las alianzas con Mastercard y American Express, y su crecimiento continúa.

En 2017 renovó su identidad cambiando su nombre a Naranja, con el objetivo de ampliar el portafolio de productos y servicios a través del marketing omnicanal, la innovación y la transformación digital. En el año 2019 avanza con solidez hacia un gobierno comprometido con la sustentabilidad económica, ambiental y social.

Fruto de los continuos desarrollos, en 2019 lanzó NaranjaX, una empresa tecnológica creada con la visión de convertirse en un sistema operativo para las personas, que busca resolver tanto su vida financiera como no financiera. En la actualidad, Naranja forma parte del holding Tarjetas Regionales S.A, que es propiedad en su totalidad del Grupo Financiero Galicia. Las familias fundadoras han mantenido sus participaciones accionarias a lo largo del tiempo, y luego de diversos procesos de reorganización societaria se han convertido en accionistas del Grupo.

El presente TFG pretende analizar la estructura financiera de Tarjeta Naranja, que al igual que las empresas de todo el mundo, buscan llegar a su óptimo modelo de financiación, esto es, un balance adecuado entre deuda de terceros y capital propio, a los efectos de financiar la estructura económica de la empresa.

En muchas ocasiones las empresas tienen la disyuntiva de elegir entre una financiación u otra. Es importante remarcar que cada financiación tiene sus ventajas y desventajas. En caso de financiarse con capital propio las empresas cuentan con independencia y agilidad en la decisión, sin garantías ni avales y sin contraprestación a cargo, pero con el riesgo de agotar sus recursos propios para afrontar dificultades financieras, y el costo de oportunidad que representa. Por otro lado, el financiamiento de terceros es muy recurrente puesto que no siempre las empresas cuentan con los recursos propios que les permitan financiar sus proyectos, pero con la contrapartida de los costos que traen aparejados, garantías y tiempos de otorgamiento.

De esta manera, una correcta financiación dada por una acertada administración del capital de trabajo, conduce a contar con la suficiente liquidez y así poder cumplir con los compromisos de pagos, mientras crece la rentabilidad.

Se recurrió a la búsqueda de antecedentes para que guíen y sustenten el desarrollo de este TFG, en donde se encontraron las obras de Lascano (2015) y Almada (2015). Ambos aplicaron técnicas de análisis y de campo similares sobre empresas con crecimiento económico, pero con problemas financieros. Las propuestas para solucionar esta problemática también se asemejaron, y consistieron en conocer y comprender la gestión financiera del corto plazo para lograr el uso eficiente de sus recursos operativos tomando decisiones de valor.

Algunas de las teorías y metodologías que se aplicaron en los trabajos de Lascano (2015) y Almada (2015) fueron: análisis de estados contables, ratios financieros, ciclo operativo, determinación de necesidad operativa de fondos, etc., arribando a conclusiones acerca de su forma de administración y proponiendo ajustes en los ciclos de las partidas operativas, como ser disminución de los períodos de inventario y créditos por ventas y aumento de los plazos de pago a proveedores.

También se puede mencionar la investigación Jimenez Naharro y M. Sanchez (2005) quienes afirman que son muchos los estudios teóricos y empíricos que se han realizado para intentar explicar la estructura financiera de una empresa, esto es, la combinación de recursos propios y ajenos utilizados para financiar sus inversiones. Sin embargo, no existe una teoría universal sobre el tema.

En tal sentido, la publicación de Briozzo (2016) en la Revista de Estudios Gerenciales Iberoamericana, analiza si existen características diferenciales en las pequeñas y medianas empresas en función de su tamaño y de su forma legal. Se estudian en especial las decisiones de financiamiento, tomando como marco el enfoque de jerarquía financiera, compensación y ciclo de vida. Los resultados muestran que, al considerar el tamaño de las empresas, estas difieren en sus decisiones de financiamiento

respecto al empleo de pasivos financieros, el endeudamiento a largo plazo, las restricciones en el acceso al sistema financiero y el conocimiento de créditos promocionales.

Por tanto, analizar Tarjeta Naranja resulta de interés por ser un caso de éxito en el país, tanto por el uso de la tecnología como por las estrategias adoptadas por la empresa, el reconocimiento de marca, su modelo de negocio y la gestión de sus empleados, por solo mencionar algunas variables de análisis.

En este sentido, analizar la estructura de financiamiento adquiere especial relevancia por ser un tema recurrente en las decisiones de las empresas, el apalancarse con fondos de terceros (sean por entidades financieras o a través de proveedores) o la utilización de recursos propios (en caso que se dispongan), o la mezcla adecuada de ambas alternativas, sirviendo así de referencia para otras empresas.

Por lo tanto, se busca presentar el método actual de financiamiento, analizarlo a través de ratios y evaluar si es posible mejorarlo a través de nuevas alternativas de financiación. El análisis se centrará en los aspectos económicos y financieros más relevantes, como pueden ser la solvencia, la liquidez, el endeudamiento y la rentabilidad de la empresa.

El análisis de estados contables es relevante y resulta por ende importante para los accionistas de la organización y para actores externos como proveedores, inversionistas, prestamistas y gobierno que desean conocer su rentabilidad, a su vez sirve para la toma de decisiones por la información que aporta, razón por la que se considera conveniente su análisis.

## **Análisis de situación**

### *Descripción de la situación*

Como se mencionó al inicio de este reporte de caso, Naranja es una compañía de sólida trayectoria y firme liderazgo, que prevé mantener su posición como la principal entidad emisora de plásticos a nivel nacional y la marca líder en el interior del país. Continuará con los proyectos de evolución digital, apostando por un paulatino crecimiento de su portfolio de productos y servicios basados en tecnología, a la mejora continua de la experiencia del cliente y la eficiencia en sus costos (Naranja. Reporte de sustentabilidad, 2020).

En este sentido, deberá seguir apostando a fuertes inversiones, lo que supone necesidad de financiamiento de las mismas. Esta situación toma relevancia al considerar algunas dificultades del sistema financiero argentino para el otorgamiento de crédito, como elevadas tasas de interés y corto plazo de financiación, producto de crisis macroeconómicas recurrentes y alta volatilidad económica, generando

de esta manera desconfianza en el sistema financiero y una elevada aversión al riesgo. Por tal motivo, muchas empresas recurren al autofinanciamiento de sus operaciones o a la toma de pasivos a corto plazo.

### *Diagnóstico organizacional*

Para realizar el análisis interno de la organización nos focalizamos en la herramienta FODA que permite conocer el perfil de una empresa en un momento dado. Entonces nos focalizamos en elementos internos y externos que influyan de manera positiva y negativa en la organización, como ser las fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas.

Entre las fortalezas, se destaca a Naranja como la principal emisora de tarjetas de crédito de Argentina y líder en el interior del país, con un liderazgo en el mercado altamente reconocido. Actualmente la firma posee un volumen de 5 millones de clientes con una cantidad de 10 millones de plásticos emitidos (Naranja. Reporte de sustentabilidad, 2020).

Cuenta con una experiencia en el rubro desde 1985 como emisora de tarjetas de crédito, con un modelo de gestión certificado bajo normas ISO, que garantiza la calidad operativa y de atención al cliente.

Puede mencionarse la alianza estratégica con Banco Galicia, que le permitió a Naranja superar la barrera generada por los requisitos de capital y abrirse camino en el mercado de servicios financieros.

Su filosofía de trabajo basada en la amistad, el respeto y la comunicación la posiciona entre las compañías con mejor clima laboral en Argentina. Desde 2004, participa del ranking internacional Great Place to Work que mide la percepción que tienen los colaboradores sobre su experiencia en el trabajo.

El crecimiento continuo y un desarrollo sustentable es el cimiento principal de la organización. Hoy se encuentran a disposición de los clientes una variada gama de productos, que va desde tarjeta de crédito, amplia gama de coberturas que aseguran la salud, el hogar y el automóvil, línea de préstamos personales, servicio de viajes y turismo, entre otros.

En relación a los avances tecnológicos y para dar respuesta a los nuevos hábitos de consumo, Naranja ha desarrollado Tienda Naranja como sitio de e-commerce exclusivo para los usuarios de Naranja. Se destaca también NaranjaX, que es una billetera virtual en la que el cliente puede enviar y recibir dinero en instantes, comprar dólares, recargar el celular, pagar y cobrar con QR.

Por otro lado, dentro de las debilidades que pueden encontrarse en Naranja son la gran cantidad de gastos burocráticos y de fidelización que posee, por el alto número de emisión de plásticos a una cantidad de clientes elevada. Asimismo, la posibilidad de gran cantidad de morosos y la necesidad de un sector de

cobranzas importante que lleve a cabo este tipo de operaciones son sus principales debilidades (Naranja. Reporte de sustentabilidad, 2020).

Una debilidad que es muy importante destacar es la disconformidad de los “comercios amigos” frente a los plazos de pago de Tarjeta Naranja, quienes deciden en algunos casos, dejar de operar con esta tarjeta. Un ejemplo muy claro de esto, es que VISA liquida ventas en cuotas a comercios a las 48 horas hábiles, siendo que Tarjeta Naranja lo hace recién a los 30, 60 o 90 días, según el cliente elija.

En este sentido, puede observarse una reducción de comercios activos en los últimos 2 años, pasando de 100.000 comercios a 67.000 comercios. Igualmente, respecto a las mediciones de satisfacción a clientes y comercios, los indicadores mostraron 70 puntos de NPS para clientes, y sólo 41 puntos de NPS para comercios (Net Promoter Score es una herramienta que sirve para medir la satisfacción del cliente con una sola pregunta). A pesar de esto, es la cifra más alta para el rubro de entidades financieras (Naranja. Reporte de sustentabilidad, 2020).

En relación a las oportunidades para Naranja, se puede considerar que están asociadas a la política financiera y económica del actual gobierno nacional, es decir, la bancarización de la población y la tecnificación de las compras a través del mayor uso de tarjetas de crédito (IERAL, 2020).

El avance del e-commerce en nuestro país, producto del aislamiento generado por la pandemia del Covid-19 y los cambios de hábitos de compra de los consumidores, representa una oportunidad para Naranja para captar dicho negocio a través de sus distintos productos (CACE, 2020).

Como consecuencia del factor económico social que vive nuestro país, es necesario un mayor financiamiento para los distintos sectores de la sociedad, quienes demandan compras cada vez más elevadas producto de la inflación (IERAL, 2020).

El crecimiento de Naranja en Buenos Aires sigue representando una oportunidad, por ser la región con mayor concentración de población en nuestro país (Naranja. Reporte de sustentabilidad, 2020).

Entre los principales inconvenientes o amenazas que puede mostrar el sector, se puede mencionar la fuerte competencia que representa el programa nacional de Ahora 12 para abonar compras financiadas en cuotas fijas mensuales con tarjeta de crédito bancarizadas, a tasas de financiación máximas, reguladas por el gobierno nacional (CACE, 2020).

Una situación que puede resultar de amenaza para Naranja, es el auge de los pagos en billeteras digitales que han tomado protagonismo durante el último año, como consecuencia del aislamiento y los cuidados en torno al Covid-19 (CACE, 2020).



### *Análisis del contexto*

Para el análisis del contexto en el cual la empresa se encuentra inmersa se recurrió a una herramienta de planificación estratégica llamada PESTEL, que analiza los aspectos del macro entorno. Los mismos se analizan a continuación.

*Aspecto Político:* El presidente Fernandez ya transita su segundo año de mandato, y su poder, confianza y credibilidad en la opinión pública se han visto disminuidos por el resultado negativo en las elecciones legislativas P.A.S.O., como así también por el manejo de la crisis sanitaria que generó el Covid-19 y la lenta recuperación de la economía de nuestro país. Además, transita este período sin un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional para reestructurar la deuda que el país mantiene con el organismo (IERAL, 2021).

Contrariamente a lo que ocurre en países vecinos, el déficit fiscal ha crecido considerablemente y, de cara a las próximas elecciones, se estima seguirá esta política de emisión monetaria del gobierno, que ha llegado a cuadruplicar en el mes de julio al promedio mensual del semestre anterior (IERAL, 2021).

*Aspecto Económico:* El país atraviesa una situación político-económica de inestabilidad caracterizada por una elevada inflación (superior al 3% mensual en octubre y 50% anual proyectada) y desajuste en el tipo de cambio (brecha cambiaria superior al 100% entre dólar oficial y libre), que sumada a la elevada emisión monetaria generan altas expectativas de devaluación de la moneda. A esto se suman las dificultades en el acceso al financiamiento por elevadas tasas de interés y una fuerte presión impositiva, entre otros (IERAL, 2021).

Asimismo, la proyección del PBI para 2021 se estima entre 7% y 8% de crecimiento, ayudado por un escenario internacional muy favorable con precios récord de la soja, que significan ingresos de divisas para el país (IERAL, 2021).

Frente al clima social adverso que se vive, y para fomentar el consumo, el gobierno nacional ha recurrido a distintos instrumentos de ayuda para empresas y distintos sectores de la población, como ser los créditos a tasa cero para monotributistas, la línea de inversión productiva MiPymes, el programa nacional Ahora 12 con tasas subsidiadas para compras en tarjeta, entre otros (IERAL, 2021).

Producto de estos programas nacionales, el uso de tarjetas de crédito muestra importante recuperación en el tercer trimestre del 2021, como así también el uso de tarjetas de débito, que superan en monto a las extracciones por cajero en el mismo período, explicada esta tendencia en el pago del gobierno del programa IFE, el pago a jubilados y la situación generada por el Covid-19 de preferencia de pago de los usuarios a través de medios electrónicos (IERAL, 2021).

*Aspecto Social:* El gobierno ha avanzado en su plan de vacunación contra el Covid-19, y permitido la realización de prácticamente todas las actividades, levantando gradualmente las restricciones laborales, escolares o de reuniones sociales. Esto mejoró el humor social, frente a una de las restricciones más largas por Covid-19 de los países del mundo (IERAL, 2021).

Sin embargo, la situación política y económica repercute en los asalariados con crudeza, siendo la devaluación de la moneda y la inflación las principales causas del empobrecimiento de la población; esto se evidencia en el aumento de los bienes y servicios en general, y su dificultad al momento de adquirirlos, (IERAL, 2021).

Por otro lado, se empieza a observar cambios en el comportamiento de los consumidores y sus expectativas sobre su vida personal, creciendo de manera exponencial los canales online y el intento por evitar aglomeraciones (IERAL, 2021).

*Aspecto Tecnológico:* Las nuevas generaciones demandan nuevas tecnologías, mayor dinamismo y respuesta, agilidad y simplicidad en las operaciones. Surgen las Fintech con gran poder en el mundo de las finanzas, como Ualá, Mercado Pago y la misma NaranjaX. También se observan billeteras virtuales que permiten pagos y consumos sin la utilización de tarjetas, como ser Wenance. Los canales online registran cifras récord desde el inicio de la pandemia, principalmente en los eventos masivos de Hot Sale, Cyber Monday y Black Friday (CACE, 2020).

Fuerte avance también del mundo Crypto, donde no solo se lo utiliza para atesoramiento, sino ahora también para compra de bienes y servicios cotidianos a través de tarjetas Visa y Master; en este caso la Fintech Lemon (CACE, 2020).

*Aspecto Ecológico:* La sociedad muestra avances en relación al cuidado del medio ambiente, la concientización sobre el tema adquiere cada vez más relevancia. Se observa en discusiones parlamentarias, en empresas de distintos rubros y en las familias, con simples acciones.

Respecto a Tarjeta Naranja, se encuentra alineada a la agenda 2030 propuesta por los Objetivos de Desarrollo Sostenible de las Naciones Unidas, siendo los principales compromisos: fin de la pobreza, trabajo decente y crecimiento económico, reducción de las desigualdades, hambre cero, educación de calidad, energía asequible y no contaminante, producción y consumo responsable, entre otros (Naranja. Reporte de sustentabilidad, 2020).

*Aspecto Legal:* El marco normativo en el cual la empresa se encuentra incluido es la Ley 19.550 de Sociedades Comerciales, como así también la Ley 21.526 de Entidades Financieras. Respecto al marco específico de su actividad puede mencionarse el sistema de tarjetas de crédito que se rige por la Ley

25.065. La autoridad de aplicación es el Banco Central de la República Argentina, observándose en la actualidad fuertes intervenciones o regulaciones sobre las tasas máximas para cobro de aranceles a comercios, como así también de plazos máximos de acreditación de liquidaciones por venta. Recientemente se extendió el impuesto a los débitos y créditos a los movimientos en las billeteras virtuales, regulando así la operatoria de las Fintech e igualando a los movimientos en cuentas bancarizadas, que se encuentran regulados por dicho impuesto.

#### *Análisis de acuerdo al perfil profesional*

En los próximos párrafos, se analizará la situación económica y financiera de la empresa Tarjeta Naranja S.A., comparando los estados contables pertenecientes a los periodos 2020, 2019 y 2018, los cuales se encuentran expresados en moneda homogénea.

*Tabla 1 – Composición de la estructura del Activo*

ACTIVO	A. Horizontal		A. Vertical		A. Vertical		A. Vertical	
	Vs 2019	Vs 2018	31/12/2020	% part.	31/12/2019	% part.	31/12/2018	% part.
			En miles de pesos		En miles de pesos		En miles de pesos	
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>								
Efectivo y equivalentes de efectivo	-73%	-74%	\$ 2.695.572	3%	\$ 9.897.559	11%	\$ 10.472.827	10%
Inversiones	-100%	-100%	\$ -	0%	\$ 1.801.839	2%	\$ 113.107	0%
Créditos por servicios prestados	35%	1%	\$ 87.403.751	87%	\$ 64.821.933	75%	\$ 86.603.357	81%
Otros créditos	4%	-31%	\$ 382.603	0%	\$ 368.483	0%	\$ 555.151	1%
<b>Total del Activo Corriente</b>	<b>18%</b>	<b>-7%</b>	<b>\$ 90.481.926</b>	<b>90%</b>	<b>\$ 76.889.814</b>	<b>88%</b>	<b>\$ 97.744.442</b>	<b>91%</b>
			En miles de pesos		En miles de pesos		En miles de pesos	
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>								
Créditos por servicios prestados	-11%	-80%	\$ 499.806	0%	\$ 564.157	1%	\$ 2.545.270	2%
Otros créditos	-27%	-42%	\$ 7.706	0%	\$ 10.543	0%	\$ 13.243	0%
Activo por impuesto diferido	-1%	64%	\$ 3.033.373	3%	\$ 3.061.806	4%	\$ 1.853.612	2%
Inversiones en asociadas y otras sociedades	-59%	63%	\$ 7.246	0%	\$ 17.583	0%	\$ 4.436	0%
Activos fijos	4%	27%	\$ 4.808.111	5%	\$ 4.619.525	5%	\$ 3.780.529	4%
Activos intangibles	-27%	-1%	\$ 1.274.636	1%	\$ 1.751.224	2%	\$ 1.281.666	1%
<b>Total del Activo No Corriente</b>	<b>-4%</b>	<b>2%</b>	<b>\$ 9.630.878</b>	<b>10%</b>	<b>\$ 10.024.838</b>	<b>12%</b>	<b>\$ 9.478.756</b>	<b>9%</b>
<b>Total del Activo</b>	<b>15%</b>	<b>-7%</b>	<b>\$ 100.112.804</b>	<b>100%</b>	<b>\$ 86.914.652</b>	<b>100%</b>	<b>\$ 107.223.198</b>	<b>100%</b>

Fuente: elaboración propia con base en los estados contables de Tarjeta Naranja S.A.

Luego de una caída considerable de los valores del Activo de un 19% entre el período 2019 y 2018, se observa un incremento del 15% en el año 2020 respecto al período anterior. La evolución del rubro crédito por servicios prestados, define este comportamiento, ya que es el rubro más significativo del Activo (87% para el año 2020), y la principal cuenta es deudores por tarjetas de crédito, dejando en evidencia la esencia del negocio de Tarjeta Naranja, y así también el crecimiento del consumo y el uso de la tarjeta de crédito posterior a la pandemia.

El Activo Corriente representa el 90% de los bienes de la empresa, indicando una baja inmovilización de activos. En el ejercicio 2020 muestra un incremento del 18% frente al ejercicio anterior.

Tabla 2 – Composición de la estructura del Pasivo y Patrimonio Neto

PASIVO	A. Horizontal		A. Vertical		A. Vertical		A. Vertical	
	Vs 2019	Vs 2018	31/12/2020	% part.	31/12/2019	% part.	31/12/2018	% part.
			En miles de pesos		En miles de pesos		En miles de pesos	
<b>PASIVO CORRIENTE</b>								
Cuentas por pagar	27%	14%	\$ 54.714.136	72%	\$ 42.949.727	66%	\$ 47.834.950	55%
Deudas bancarias y financieras	-1%	-24%	\$ 13.603.298	18%	\$ 13.772.621	21%	\$ 17.847.047	20%
Remuneraciones y cargas sociales	35%	-8%	\$ 1.523.672	2%	\$ 1.130.511	2%	\$ 1.661.579	2%
Cargas fiscales	16%	-9%	\$ 1.883.170	2%	\$ 1.620.779	2%	\$ 2.062.133	2%
Otros Pasivos	778%	138%	\$ 145.157	0%	\$ 16.539	0%	\$ 60.940	0%
Provisión impuesto a las ganancias	-6%	1390%	\$ 1.189.775	2%	\$ 1.268.086	2%	\$ 79.869	0%
<b>Total del Pasivo Corriente</b>	<b>20%</b>	<b>5%</b>	<b>\$ 73.059.208</b>	<b>96%</b>	<b>\$ 60.758.263</b>	<b>93%</b>	<b>\$ 69.546.518</b>	<b>79%</b>
			En miles de pesos		En miles de pesos		En miles de pesos	
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>								
Deudas bancarias y financieras	-34%	-83%	\$ 3.044.289	4%	\$ 4.616.480	7%	\$ 17.994.492	21%
Otros Pasivos	20%	-43%	\$ 12.014	0%	\$ 10.003	0%	\$ 21.156	0%
Previsiones	-2%	7%	\$ 145.058	0%	\$ 147.521	0%	\$ 136.123	0%
<b>Total del Pasivo No Corriente</b>	<b>-33%</b>	<b>-82%</b>	<b>\$ 3.201.361</b>	<b>4%</b>	<b>\$ 4.774.004</b>	<b>7%</b>	<b>\$ 18.151.771</b>	<b>21%</b>
<b>Total del Pasivo</b>	<b>16%</b>	<b>-13%</b>	<b>\$ 76.260.569</b>	<b>100%</b>	<b>\$ 65.532.267</b>	<b>100%</b>	<b>\$ 87.698.289</b>	<b>100%</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>12%</b>	<b>22%</b>	<b>\$ 23.852.235</b>		<b>\$ 21.382.385</b>		<b>\$ 19.524.909</b>	
<b>Total del Pasivo y Patrimonio</b>	<b>15%</b>	<b>-7%</b>	<b>\$ 100.112.804</b>		<b>\$ 86.914.652</b>		<b>\$ 107.223.198</b>	

Fuente: elaboración propia con base en los estados contables de Tarjeta Naranja S.A.

El rubro cuentas por pagar ha incrementado su peso sobre los demás rubros del Pasivo, pasando del 55% en 2018, al 66% en 2019 y llegando al 72% en 2020. También se ha incrementado año tras año, con aumentos del 14% versus el ejercicio 2018 y 27% versus el ejercicio 2019. Aquí se refleja la obligación de pago de Naranja a los “comercios amigos” por la liquidación de sus ventas, representando así el crecimiento sostenido que tiene la empresa en sus ingresos.

El rubro deudas bancarias y financieras del Pasivo Corriente es el segundo en importancia, a razón del 18% en 2020, manteniendo sus valores contra el ejercicio anterior, pero disminuyendo significativamente versus 2018, en un 24% producto de cancelación de préstamos. Se destaca en el ejercicio 2020 la emisión de obligaciones negociables en julio y diciembre, serie XLIV y XLV por un total de \$6.631 millones, representando el 56% del rubro deudas bancarias.

El Pasivo corriente representa el 96% del total de la deuda, reflejando que la principal fuente de financiación de la empresa es con obligaciones de corto plazo.

Respecto al endeudamiento a largo plazo, se observa una considerable reducción del Pasivo No Corriente, en el rubro deudas bancarias y financieras, en el período 2019 versus 2018, a razón de un 74%. Misma situación se produce al año siguiente, donde las deudas bancarias y financieras se reducen en un 34% interanual, manteniendo su política de desendeudamiento en el largo plazo.

Luego de una caída en el endeudamiento en el período 2019 versus 2018 de un 25%, vuelve a aumentar el Pasivo de la empresa en un 16%, mostrando valores similares al aumento del Activo.

El Patrimonio evidencia un sostenido crecimiento en los ejercicios analizados, de un 22% versus 2018 y un 12% versus 2019. Todo esto, en contexto económico y social muy complejo en nuestro país.

Tabla 3 – Ratios de liquidez

<b>Razón de Solvencia</b>		<b>31/12/2020</b>		<b>31/12/2019</b>		<b>31/12/2018</b>	
Activo		\$ 100.112.804		\$ 86.914.652		\$ 107.223.198	
Pasivo		\$ 76.260.569	1,31	\$ 65.532.267	1,33	\$ 87.698.289	1,22
<b>Liquidez Corriente</b>		<b>31/12/2020</b>		<b>31/12/2019</b>		<b>31/12/2018</b>	
Activo Corriente		\$ 90.481.926		\$ 76.889.814		\$ 97.744.442	
Pasivo Corriente		\$ 73.059.208	1,24	\$ 60.758.263	1,27	\$ 69.546.518	1,41
<b>Fondo de Maniobra</b>		<b>31/12/2020</b>		<b>31/12/2019</b>		<b>31/12/2018</b>	
Activo Corriente - Pasivo Corriente		\$ 90.481.926		\$ 76.889.814		\$ 97.744.442	
		\$ 73.059.208		\$ 60.758.263		\$ 69.546.518	
		\$ 17.422.718		\$ 16.131.551		\$ 28.197.924	

Fuente: elaboración propia con base en los estados contables de Tarjeta Naranja S.A.

Al evaluar los ratios de liquidez, es importante enfatizar que la compañía cuenta con liquidez suficiente para cancelar sus obligaciones de pago, al observarse los indicadores de razón de solvencia y liquidez corriente por encima de la unidad, como así también un fondo de maniobra positivo, manifestando una solidez financiera considerable.

Tabla 4 – Ratios de endeudamiento

<b>Endeudamiento</b>		<b>31/12/2020</b>		<b>31/12/2019</b>		<b>31/12/2018</b>	
Pasivo		\$ 76.260.569		\$ 65.532.267		\$ 87.698.289	
Patrimonio Neto		\$ 23.852.235	3,20	\$ 21.382.385	3,06	\$ 19.524.909	4,49
<b>Capital de trabajo neto sobre deudas a corto plazo</b>		<b>31/12/2020</b>		<b>31/12/2019</b>		<b>31/12/2018</b>	
Activo Corriente - Pasivo Corriente		\$ 17.422.718		\$ 16.131.551		\$ 28.197.924	
Pasivo Corriente		\$ 73.059.208	0,24	\$ 60.758.263	0,27	\$ 69.546.518	0,41
<b>Nivel de Endeudamiento</b>		<b>31/12/2020</b>		<b>31/12/2019</b>		<b>31/12/2018</b>	
Cuentas por pagar		\$ 54.714.136		\$ 42.949.727		\$ 47.834.950	
Activo		\$ 100.112.804	0,55	\$ 86.914.652	0,49	\$ 107.223.198	0,45

Fuente: elaboración propia con base en los estados contables de Tarjeta Naranja S.A.

Para el análisis de Endeudamiento se determina cuántos pesos de terceros se invirtieron en el ente, por cada peso aportado por los propietarios, apreciándose una marcada tendencia hacia la financiación de terceros por sobre la propia, relación que fue más pronunciada aún en el año 2018.

Se observa, además, un crecimiento de las cuentas por pagar en función a los activos de la empresa por el ratio de nivel de endeudamiento, como así también una disminución del excedente del capital de trabajo sobre las deudas de corto plazo.

Todo esto indica un fuerte apalancamiento de la empresa en los “comercios amigos”, a quienes retiene sus ventas para pagarlas luego en las condiciones acordadas.

Tabla 5 – Composición del Estado de Resultado

ESTADO DE RESULTADOS	A. Horizontal	A. Vertical		A. Vertical	
	Vs 2019	31/12/2020	% part.	31/12/2019	% part.
		En miles de pesos		En miles de pesos	
Ingresos por servicios	-10%	\$ 20.708.647	56%	\$ 22.965.780	59%
Egresos directos por servicios	27%	-\$ 3.407.363	9%	-\$ 2.693.258	7%
<b>Ingresos netos por servicios</b>	<b>-15%</b>	<b>\$ 17.301.284</b>		<b>\$ 20.272.522</b>	
Ingresos por financiación	-19%	\$ 22.480.639	61%	\$ 27.913.861	72%
Egresos por financiación	-61%	-\$ 5.080.763	14%	-\$ 13.168.088	34%
<b>Ingresos netos por financiación</b>	<b>18%</b>	<b>\$ 17.399.876</b>		<b>\$ 14.745.773</b>	
Resultado neto por inversiones transitorias	-33%	\$ 2.434.056	7%	\$ 3.615.002	9%
<b>Total de ingresos operativos</b>	<b>-4%</b>	<b>\$ 37.135.216</b>	<b>100%</b>	<b>\$ 38.633.297</b>	<b>100%</b>
Cargos por incobrabilidad	-33%	-\$ 4.442.969	12%	-\$ 6.655.399	17%
<b>Total de ingresos operativos netos del cargo por incobrabilidad</b>	<b>2%</b>	<b>\$ 32.692.247</b>	<b>88%</b>	<b>\$ 31.977.898</b>	<b>83%</b>
Gastos de personal	3%	-\$ 7.686.171	21%	-\$ 7.482.947	19%
Impuestos y tasas	-5%	-\$ 5.260.013	14%	-\$ 5.556.059	14%
Gastos de publicidad	-30%	-\$ 607.847	2%	-\$ 868.527	2%
Deprec. de activos fijos y amortización de activos intang.	17%	-\$ 1.809.235	5%	-\$ 1.542.666	4%
Otros egresos operativos	-6%	-\$ 6.877.452	19%	-\$ 7.350.375	19%
<b>Total egresos operativos</b>	<b>-2%</b>	<b>-\$ 22.240.718</b>	<b>60%</b>	<b>-\$ 22.800.574</b>	<b>59%</b>
<b>Resultado neto antes de inversiones en asociadas y otras soc.</b>	<b>14%</b>	<b>\$ 10.451.529</b>	<b>28%</b>	<b>\$ 9.177.324</b>	<b>24%</b>
Resultado de inversiones en asociadas y otras soc.	110%	-\$ 26.393	0%	-\$ 12.568	0%
Resultado por exp. al cambio del poder adq. de la moneda	-23%	-\$ 5.151.386	14%	-\$ 6.681.946	17%
<b>Resultado antes del impuesto a las ganancias</b>	<b>112%</b>	<b>\$ 5.273.750</b>	<b>14%</b>	<b>\$ 2.482.810</b>	<b>6%</b>
Impuesto a las ganancias	213%	-\$ 1.957.768	5%	-\$ 625.334	2%
<b>Resultado neto del ejercicio</b>	<b>79%</b>	<b>\$ 3.315.982</b>	<b>9%</b>	<b>\$ 1.857.476</b>	<b>5%</b>
<b>Resultado por acción</b>					
Utilidad básica y diluida por acción	79%	\$ 1.174		\$ 657	

Fuente: elaboración propia con base en los estados contables de Tarjeta Naranja S.A.

Del análisis del Estado de Resultados se observa una caída en los ingresos tanto por servicios como por financiación, siendo más pronunciado en este último. De manera similar, se observa una fuerte disminución de los egresos por financiación, a razón del 61%; no sucediendo lo mismo en los egresos por servicios que sufren un incremento de un 27%. El total de ingresos operativos se ve reducido en un 4%, sin embargo, y por la considerable reducción de cargos por cobrar, en un 33% respecto al período anterior, el total de ingresos operativos netos muestra un leve incremento del 2% interanual.

Todo esto impacta en un crecimiento considerable del resultado del ejercicio versus el período anterior, en un 79%, arrojando un resultado positivo de \$3.315 millones. Números muy satisfactorios, considerando el contexto macroeconómico en el que se evidenció una caída significativa del consumo interno.

*Tabla 6 – Ratios de rentabilidad*

<b>Margen de utilidad</b>	<b>31/12/2020</b>		<b>31/12/2019</b>	
Utilidad	\$ 3.315.982	<b>0,09</b>	\$ 1.857.476	<b>0,05</b>
Ventas	\$ 37.135.216		\$ 38.633.297	
<b>Rentabilidad del Patrimonio Neto</b>	<b>31/12/2020</b>		<b>31/12/2019</b>	
Utilidad	\$ 3.315.982	<b>0,14</b>	\$ 1.857.476	<b>0,09</b>
Patrimonio Neto	\$ 23.852.235		\$ 21.382.385	
<b>Rendimiento sobre Activos (ROA)</b>	<b>31/12/2020</b>		<b>31/12/2019</b>	
Utilidad	\$ 3.315.982	<b>0,03</b>	\$ 1.857.476	<b>0,02</b>
Activo	\$ 100.112.804		\$ 86.914.652	

Fuente: elaboración propia con base en los estados contables de Tarjeta Naranja S.A.

Se observa una mejora de todos los indicadores de rentabilidad entre los ejercicios 2020 y 2019. Por tal motivo, se concluye que la compañía es rentable, a pesar de contar con intereses financieros y deudas adquiridas, y que dichas deudas, corresponden al funcionamiento habitual de la compañía, por lo cual no afecta su liquidez y normal funcionamiento.

## **Marco Teórico**

Para estudiar las distintas fuentes de financiamiento se deben determinar algunos fundamentos conceptuales para realizar un análisis sistemático de capitales propios y de terceros. Este apartado expone las ideas de diversos autores tendientes a una revisión bibliográfica e investigación desde un punto de vista económico financiero.

### *Estructura de financiamiento óptima*

Distintas teorías sobre estructura de financiamiento mencionan como aspectos fundamentales considerar la proporción que ocupan los recursos propios y los recursos ajenos respecto a los activos de la empresa. Los recursos propios son los que configuran el patrimonio de la empresa, de ellos se espera la rentabilidad del capital; en cambio los recursos ajenos son los que hay que devolver, sobre los que hay que pagar intereses y son los que tiene prioridad en caso de insolvencia.

En este sentido, las primeras contribuciones son propuestas por David Durand (1952), quien defiende la existencia de una estructura óptima de capital que lleva a la maximización del valor de la empresa, es decir, busca establecer la relación entre el grado de endeudamiento de la empresa con su valor de mercado.

Por otro lado, el teorema de Modigliani-Miller (1958) afirma que el valor de una compañía no se ve afectado por la forma en que esta es financiada. El teorema establece que es indiferente que una empresa logre los recursos financieros necesarios para su funcionamiento acudiendo a sus accionistas o emitiendo deuda.

Según Saldivar y Ochoa (2012), para la estructura óptima de capital, la administración de una empresa es efectuada a través de la mezcla de pasivo y capital para alcanzar sus metas, canalizan sus decisiones y ajustes basados en la estructura de financiamiento.

La revista Cuadernos de Contabilidad publica un interesante artículo en el cual, sus autores Pérez, Bertoni, Sattler y Terreno (2015) proponen una herramienta mediante el cual se mejore el proceso de toma de decisiones financieras determinando una estructura de financiamiento óptima. Para alcanzar la mezcla de capitales más conveniente idean un modelo matemático que se ajusta a las distintas fuentes de financiamiento, las variables que inciden en el riesgo y la asociación entre la fuente y el destino de los fondos.

De la misma forma, analizando la estructura óptima de capital, Rivas (2016) afirma que las estructuras de financiamiento que están combinadas con recursos propios y ajenos, maximizan el valor de la empresa, siempre que el endeudamiento sea equilibrado y genere valor.

En Colombia, Ceballos, Montes y Fernández (2020) debaten las diferentes metodologías de estimación de la estructura de capital óptima, como enfrentar la toma de decisiones de financiamiento, viendo los verdaderos costos y riesgos asociados, y dejando de lado el tabú de que adquirir deuda es malo para una compañía, concluyendo que uno de los beneficios fundamentales son los beneficios tributarios.

#### *Magnitud de la empresa y su estructura de financiamiento*

En relación a la magnitud de la empresa y su estructura de endeudamiento, el trabajo realizado por Fernandez y Granados (2017) tuvo como objetivo determinar el efecto de los factores de estructura de capital en el nivel óptimo de endeudamiento en empresas de la industria cementera de Lima, Perú. Aquí se determinó que el tamaño de la empresa tiene efectos más significativos, corroborando así, que el endeudamiento aumenta con el tamaño y con las oportunidades de crecimiento e inversión.



En este sentido, en las investigaciones realizadas por González y González (2007) se espera que el tamaño de la empresa y el nivel de deuda sea inverso. De esta manera se determina que el tamaño de la empresa es una de las variables más estudiadas en la estructura de capital, ya que durante el ciclo de vida de las empresas la forma en que estas realizan su financiación depende directamente de su tamaño y madurez, por lo que prefieren financiarse con fondos propios evitando pasivos corrientes. En cuanto a financiamiento se refiere con crédito otorgado por los oferentes del mercado, es mucho más fácil financiar a largo plazo a las empresas más pequeñas.

#### *Indicadores financieros*

En función al análisis de ratios, según Pérez (2005) a partir de los estados contables, se obtienen coeficientes que se utilizan para pronosticar la posición financiera de la empresa. Estos coeficientes se denominan ratios, los de mayor relevancia para el análisis financiero de corto plazo son la liquidez corriente, liquidez seca, plazo de cobranzas de los créditos, plazo de pago a los proveedores y liquidez necesaria que evidencia el lugar de la empresa para desenvolverse en el corto plazo.

Referido a las relaciones financieras de largo plazo el índice endeudamiento brinda información de la financiación de la empresa con capital propio o de tercero; la inmovilización permite conocer los recursos no disponibles con fluidez; la rentabilidad de patrimonio neto posibilita fijar por cada peso invertido cuánto ganan o pierden los propietarios de la empresa; la rentabilidad del activo otorga datos de cuanto se gana o se pierde, por cada peso de recurso invertido, y por último, el efecto palanca que muestra la retribución del capital ajeno al recurso propio (Pérez, 2005).

Todas estas razones, determinan una comparación entre el financiamiento que tiene la empresa versus sus resultados. Este análisis, junto a las distintas alternativas de financiamiento, permite identificar debilidades o fortalezas que permitan el crecimiento y desarrollo económico y financiero de la empresa.

El autor Zapata Sánchez (2011), agrega que la buena o mala administración de las cuentas por cobrar impacta directamente en la liquidez de la empresa, ya que un cobro es el final del ciclo comercial donde se recibe la utilidad de una venta realizada y representa el flujo del efectivo generado por la operación general, además de ser la principal fuente de ingresos de la empresa base para establecer compromisos a futuro.

Por otro lado, si consideramos la relación entre la liquidez del sector de la empresa bajo análisis y el nivel de endeudamiento, podemos decir que se encuentra relacionada tanto positiva como negativamente con el endeudamiento de la empresa de acuerdo con Rangel Barbosa (2010). Así mismo

las empresas que presentan un alto nivel de activos líquidos, presentan menores niveles de endeudamiento, con el uso de sus propios recursos para efectos de su operación.

El presente Trabajo Final de Graduación se basa en el análisis de la estructura de financiamiento de la empresa Tarjeta Naranja, de manera que, un método de financiamiento óptimo le dará a la empresa en cuestión la capacidad de mantener un correcto capital de trabajo, con una mezcla adecuada de financiación propia y externa, considerando además la magnitud de la empresa bajo análisis y la liquidez del sector en la que está inmersa.

## **Diagnóstico y discusión**

### *Declaración del problema*

Al inicio del presente Trabajo Final de Grado se definió analizar la estructura de financiamiento de Tarjeta Naranja. Durante el desarrollo del mismo, se observó una empresa sólida, solvente, de envergadura y trayectoria considerable; con una posición dominante en el mercado, consolidada y referente en el sector financiero. Con una visión enfocada en el crecimiento y la mejora continua, encuentra en el actual contexto, una oportunidad para continuar su camino de expansión.

Del análisis de sus estados contables, se observan resultados positivos en sus ejercicios, reducción de gastos de operación, baja inmovilización de activos, deuda tomada a corto plazo que ha sido reducida considerablemente; liquidez suficiente para cubrir sus obligaciones de pago y un fondo de maniobra adecuado, esto a pesar de haber reducido sus pasivos en los últimos ejercicios. También pueden observarse indicadores de rentabilidad adecuados.

Respecto a la estructura de financiación de Tarjeta Naranja, apalanca sus activos principalmente con fondos de terceros, representado por el rubro cuentas por pagar en un 72%, y dentro del mismo la cuenta “comercios amigos” es la que concentra la mayor participación, lo cual representa un elevado riesgo por las debilidades que se mencionaron en el FODA frente al descontento de los comercios por los elevados plazos de pago. Sumado a esto, si persiste la reducción de comercios amigos antes mencionada, corre riesgo uno de sus pilares de financiamiento y la subsistencia de la empresa.

Concretamente, concentrar en “comercios amigos” el financiamiento de la empresa, representa un elevado riesgo para Tarjeta Naranja, quien debe buscar otras alternativas de financiación. No obstante, se aclara que esta alternativa de financiamiento es muy conveniente para la empresa, por no tener costo alguno de financiamiento.

### *Justificación del problema*

Analizando la actividad de Tarjeta Naranja con el paso de los años, se observa una notoria evolución en la misma, ya que nació y se convirtió en una tienda de deportes líder, luego se reinventó en la tarjeta de crédito con la mayor cantidad de plásticos emitidos, y por último, terminó convirtiéndose en una plataforma masiva de acceso a bienes y servicios denominada NaranjaX. Sin dudas, una empresa enfocada en la disrupción, la transformación constante y una visión de crecimiento exponencial.

Esta facilidad de la empresa para adaptarse a los constantes cambios y transformaciones que transita con el pasar de los años, hace suponer que no tendrá dificultades en adecuar su estructura de financiamiento frente a esta situación de concentración en comercios amigos de la financiación de la empresa.

Esta situación resulta muy peligrosa por varios motivos. En primer lugar y en relación al tema de estudio, significa ver disminuida cada vez más una fuente de financiamiento muy económica para Tarjeta Naranja, que, de no tenerla, debería pensar en costos por tomar dinero a través de préstamos u otras herramientas financieras, con la consecuente pérdida de rentabilidad para el negocio.

En segundo lugar y desde el punto de vista comercial, sería muy grave que los comercios dejen de trabajar con Tarjeta Naranja, es decir que dejen de recibirla por el elevado plazo de pago, ya que repercutiría de manera muy negativa, no solo en los ingresos y resultados del negocio, sino también en la subsistencia misma de la empresa.

En tercer lugar, y como consecuencia de lo mencionado con anterioridad, clientes que no puedan operar en comercios adheridos a Tarjeta Naranja, dejarían de operar con la misma, optando por otras tarjetas de crédito, situación muy compleja para la empresa.

Para contrarrestar esta situación Tarjeta Naranja viene trabajando duro respecto al crecimiento de comercios amigos, estableciendo anualmente metas para crecer en cantidad de comercios, ofreciendo planes de fidelización acordes a cada cliente, como ser distintos planes de pago por comercio, bonificaciones especiales en planes de venta y demás beneficios.

Respecto a los instrumentos financieros utilizados, la emisión de obligaciones negociables durante el ejercicio 2020 ha sido significativa, pero dista aún del peso específico que tienen las cuentas por cobrar en la compañía. Por debajo de estas, se encuentran los préstamos con entidades financieras, con un peso menor aún.

Sin embargo, no se observa una estrategia que permita un crecimiento en comercios amigos, por un lado, y una diversificación en su estructura de financiamiento por el otro. El beneficio por financiación a través de comercios, es sumamente beneficioso y, mucho más difícil, es su reemplazo.

### *Conclusión diagnóstica*

La búsqueda de la estructura de financiamiento óptima en una compañía es un tema muy complejo, con las más diversas opiniones de autores a lo largo del tiempo, y que aún no se ha podido llegar a una proporción deuda-patrimonio que satisfaga las expectativas que el tema genera.

El presente TFG pretende identificar novedosas e innovadoras alternativas de financiación para Tarjeta Naranja, a los efectos de reducir gradualmente la participación de la cuenta “comercios amigos” en la estructura de financiación de la empresa, siempre que no implique un incremento de costos.

No sólo se pretende la búsqueda de herramientas de financiamiento para la compañía, sino también la búsqueda de nuevos productos para la empresa que, inmersa en el mundo de las finanzas, le permita incorporar a su cartera aquellos que puedan cumplir una doble función: por un lado, cubrir una necesidad para el cliente, y por el otro, servir a la empresa como un instrumento para apalancar sus activos.

## **Plan de implementación**

Durante el desarrollo del presente TFG se analizó la estructura financiera de la empresa Tarjeta Naranja.

Se consultaron distintos autores sobre la estructura de financiamiento óptima de una empresa, con distintas teorías sobre la mezcla ideal de capital propio y ajeno. También distintos autores se analizaron sobre la relación entre la magnitud de la empresa y su financiamiento, con las más diversas opiniones, como así también la liquidez del sector en relación al endeudamiento.

Se encuentra en Tarjeta Naranja un apalancamiento muy concentrado terceros, en el rubro cuentas por pagar, específicamente en la cuenta “comercios amigos”, que, a su vez, manifiesta disconformidad con la operatoria de liquidación de ventas en tarjeta, observándose así, una disminución de comercios activos y, generando esta situación, una problemática para la empresa que debe resolverse en el corto plazo.

Se plantean, por lo tanto, una serie de objetivos que perseguirán el desafío de proponer a Tarjeta Naranja un cambio en su estructura de financiamiento.

### *Objetivos*

El propósito del presente plan de implementación es diversificar la estructura de financiamiento de Tarjeta Naranja, disminuyendo así la participación de la cuenta “comercios amigos” en la estructura financiera de la empresa.

Los objetivos específicos que se plantean, definirán los propósitos particulares y alcanzables para el logro del objetivo general, como ser:

1. Analizar las distintas herramientas de financiación que utiliza la empresa.
2. Evaluar nuevos productos financieros para incorporar a la empresa.
3. Disminuir el riesgo de financiamiento con “comercios amigos”.

### *Alcance y limitaciones*

*Alcance de contenido:* El presente trabajo se enfocará en la actividad financiera de la organización, en donde se llevarán a cabo actividades tendientes a proponer alternativas que optimicen la estructura financiera de la empresa.

*Alcance geográfico:* La propuesta del presente TFG es aplicable a la empresa Tarjeta Naranja, no pudiendo ser aplicado a otra organización, ya que cada una en particular presenta una situación que deberá ser analizada de manera minuciosa para poder elaborar un diagnóstico y su correspondiente plan de implementación.

*Alcance metodológico:* Se contemplará para su desarrollo la información expuesta en los estados contables al 31 de diciembre de los años 2018, 2019 y 2020, por lo que el cumplimiento de los objetivos de este TFG estará ligada a la información de ese momento en particular.

*Alcance temporal:* Dicha propuesta se espera que sea incorporada a la organización y que se lleve a cabo en un plazo de seis meses, a ser desarrollado en el primer semestre del año 2022.

*Limitaciones del plan de implementación:* Existen limitaciones en función a la información obtenida, ya que no se cuenta con reportes o proyecciones internas de la empresa, trabajando solo con información expuesta en los estados contables, impidiendo esta situación poder ahondar más en la implementación y lograr resultados más precisos.

*Recursos:* Se trabajará en el presente plan de implementación con recursos físicos como maquinarias, instalaciones, computadoras y recursos humanos idóneos en cuestiones contables, financieras, marketing y sistemas; informes de entidades financieras, análisis de riesgo, al igual que

recursos intangibles, es decir, conocimientos tecnológicos propios, contactos comerciales, procedimientos y sistemas de información, entre otros.

#### *Acciones a desarrollar*

Para alcanzar cada uno de los objetivos planteados se realizarán distintas acciones o actividades teniendo en cuenta el relevamiento de la información, el análisis y la evaluación de los procesos para luego señalar las acciones concretas a desarrollar. Dichas actividades estarán en función al cumplimiento de cada objetivo específico, a saber:

*Objetivo específico 1: Analizar las distintas herramientas de financiación que utiliza la empresa.* Se deberá tomar contacto con director de finanzas de la empresa para analizar la política de financiamiento y las herramientas utilizadas por la empresa, como ser la emisión de obligaciones negociables, la toma de préstamos en instituciones bancarias y la utilización de descubierto en cuenta corriente.

*Objetivo específico 2: Evaluar nuevos productos financieros para incorporar a la empresa.* Siendo que Tarjeta Naranja es una empresa que presta servicios financieros, evaluar la posibilidad de incorporar a su cartera de productos la toma de dinero de sus clientes, esto es, recibir inversiones a cambio de un rendimiento establecido. De esta manera, se diversifica el pasivo en su estructura financiera al generarse compromisos de pagos con sus clientes.

*Objetivo específico 3: Disminuir el riesgo de financiamiento con “comercios amigos”.* Cualquier cambio en política de financiación o de incorporación de nuevos productos en una empresa como Tarjeta Naranja, puede resultar burocrático por la envergadura de la misma. Razón por la cual, es fundamental trabajar con el área de marketing a los efectos de definir acciones concretas tendientes a recuperar la confianza de los “comercios amigos” con la tarjeta y disminuir cualquier riesgo en esta concentración financiera.

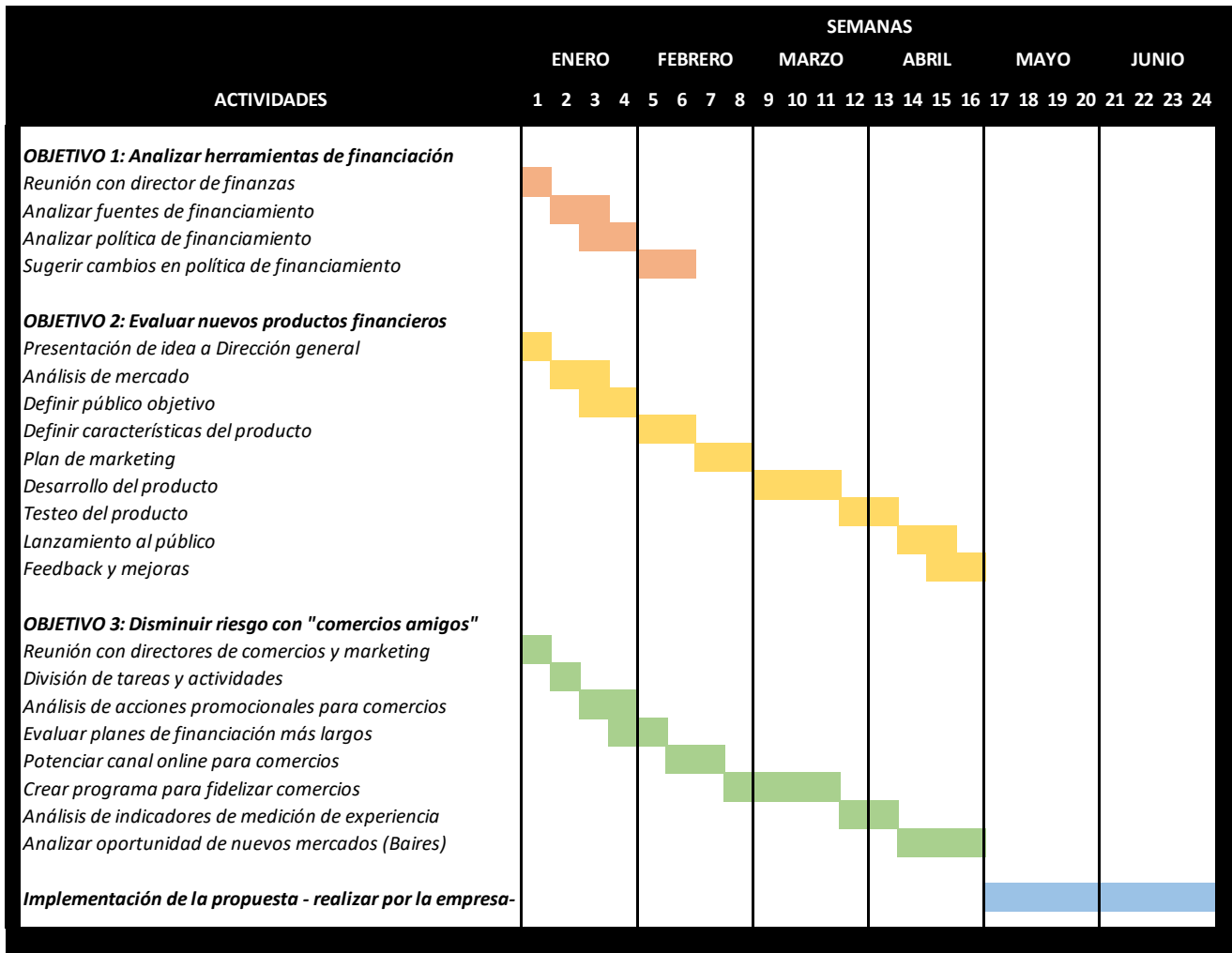
Una última acción, pero no menos importante, es la implementación por parte de la empresa de la propuesta de financiación, como así también la evaluación y seguimiento de sus resultados. Se destaca que los distintos objetivos demandarán acciones de trabajo diferenciadas, que involucran distintas áreas de la empresa, como ser finanzas, marketing, sistemas, entre otros.

#### *Marco de tiempo*

Cada una de las actividades anteriormente descritas tiene relación con las definidas en el Diagrama de Gantt que se presenta a continuación, y contribuyen al cumplimiento de los objetivos

específicos a cumplir para la realización del objetivo general. El diagrama de Gantt es una herramienta gráfica cuyo objetivo es exponer el tiempo de dedicación previsto para diferentes tareas o actividades a lo largo de un tiempo determinado. Esta herramienta permite organizar las tareas descritas en el plan de implementación y el tiempo que demandará cada una de ellas.

Tabla 7 – Diagrama de Gantt



Fuente: elaboración propia, Noviembre 2021

*Desarrollo de la propuesta*

A continuación, se desarrollan cada uno de los objetivos específicos definidos con anterioridad, con el fin de lograr el principal objetivo de este plan de implementación, que es diversificar la estructura

de financiamiento de Tarjeta Naranja, disminuyendo así la participación de la cuenta “comercios amigos” en la estructura financiera de la empresa.

*Objetivo específico 1: Analizar las distintas herramientas de financiación que utiliza la empresa.*

Importante aquí reunirse con director de finanzas de la empresa a los fines de evaluar cada una de las alternativas elegidas, las cuales se presentan a continuación, con un breve detalle de beneficios, costos y sugerencias.

*Obligaciones negociables:* La sociedad tiene vigente el programa global de emisión de obligaciones negociables por U\$S1.000 millones, autorizado por la Comisión Nacional de Valores. En el ejercicio 2020 se emitieron dos series de obligaciones negociables simples, no convertibles en acciones, por un valor nominal de \$6.631 millones, a razón con un costo de financiación del 34%, con vencimientos a uno y dos años; siendo la amortización de capital e intereses, en cuotas en una de las series, y cancelación total al vencimiento, en la otra serie.

Es el principal componente del rubro deudas bancarias y financieras, con un peso del 56% para el ejercicio analizado. Según la compañía se han utilizado para inversión en plataformas digitales de NaranjaX y cancelación de pasivos. Resulta una herramienta conveniente para la empresa ante requerimientos de capital considerables, como ser inversiones y nuevos desarrollos.

*Acuerdos de giro en descubierto:* Es una herramienta utilizada con frecuencia por la empresa. Se mantiene al cierre de ejercicio 2020 acuerdo disponible en Banco Galicia por \$1.900 millones y en Banco Macro por \$2.000 millones; el costo de interés está a razón del 36%. Representa en el ejercicio 2020 un 28% de las deudas financieras, mostrando un incremento de 30% respecto al año anterior. Luego de lograr aprobación tras requisitos de otorgamiento de los bancos, resulta una herramienta ágil de utilizar frente a descualces eventuales de capital, pero como contrapartida tiene un costo financiero elevado. Se aconseja su utilización solo para necesidades imperiosas de fondos como pago de sueldos o vencimientos impositivos.

*Préstamos de instituciones bancarias:* Tarjeta Naranja ha tomado un préstamo a un año de vencimiento en Banco Patagonia en el ejercicio 2020 por \$1.600 millones, a una tasa de 36,5% con amortización al vencimiento y pago de interés mensual. Su razón se debe a financiamiento de capital de trabajo. Representa sólo el 12% de las deudas bancarias y financieras. En este caso, la disponibilidad de préstamos con montos considerables, demanda el cumplimiento de ciertos requisitos para su otorgamiento, haciendo que esta herramienta no resulte ágil al momento de su solicitud, pero sí importante para complementar objetivos bien definidos.



Importante destacar que, en la medida en que el mercado lo permite, el objetivo de Tarjeta Naranja es mantener una distribución equilibrada de los vencimientos de deuda intentando priorizar la colocación de deuda a largo plazo. Por tal motivo, las obligaciones negociables presentan beneficios frente a los préstamos bancarios, no sólo por tasas inferiores, sino también por plazos más prolongados, además de poder emitir deuda en función de sus flujos y necesidades. Se destaca también que mejora la transparencia y confiabilidad, ya que su información se convierte en pública. Por tal motivo, se aconseja la emisión de obligaciones negociables frente a la toma de préstamo bancario.

Respecto al descubierto en cuenta corriente, es una herramienta que no debe reemplazarse por el momento, ya que permite hacer frente a descargos eventuales en la empresa. Su utilización se considera adecuada.

*Objetivo específico 2: Evaluar nuevos productos financieros para incorporar a la empresa.*

Tal como se mencionó con anterioridad, Tarjeta Naranja se encuentra inmersa en el mundo de las finanzas, ofreciendo la más variada gama de servicios financieros. Resta incorporar en este sentido la posibilidad a los clientes para realizar inversiones, colocaciones financieras en la compañía. Simplemente pagar rendimientos por el dinero disponible de los clientes.

Este punto es de gran importancia por la posibilidad que tiene la empresa de captar de sus clientes y del público en general, fondos líquidos del mercado, que engrosen y diversifiquen su estructura de financiamiento, permitiendo fondar nuevas inversiones y proyectos, o contribuir a la cobertura del circuito de otorgamiento de préstamos que realiza la empresa. Por otro lado, suma productos a su cartera generando rentabilidad para el negocio.

Se cree que puede ser un caso de éxito, debido a que el sistema financiero está basado en la confianza (tomar préstamo y devolverlo junto con los intereses; realizar inversión y luego recibir el capital e intereses acordados) y Tarjeta Naranja es una empresa que genera e inspira confianza, por su envergadura, trayectoria y posicionamiento de marca. Posee también una cartera de clientes muy amplia a los cuales hay que presentarles el nuevo producto.

En este sentido ya hay casos de éxito, que trabajan con productos financieros de inversión para sus clientes, con rendimiento diario por el dinero disponible en cuentas de ahorro, como Mercado Pago y Ualá, simplemente desde la App de un Smartphone.

Puede realizarse un ejercicio muy simple a los efectos de comprender la situación, diciendo que, si existen 5.000.000 de clientes de Tarjeta Naranja, y suponiendo que un porcentaje realizara una inversión

mínima de \$10.000, entonces el porcentaje de participación de esta nueva cuenta, sobre el pasivo de la empresa, sería de:

- Si el 2% de los clientes invierten, esta cuenta representa el 1% del Pasivo
- Si el 5% de los clientes invierten, esta cuenta representa el 3% del Pasivo
- Si el 10% de los clientes invierten, esta cuenta representa el 6% del Pasivo

Se observa de manera notoria que puede cumplirse con el objetivo general de reducir la participación de la cuenta “comercios amigos” con un nuevo instrumento de financiación.

Sin dudas, será una acción que generará tiempo y esfuerzo, sujeto a un sinfín de autorizaciones y normativa del BCRA. También trabajo con equipo de sistemas, desarrollo, seguridad, marketing, entre otros. Es fundamental destacar que Naranja pertenece al mundo Fintech, razón por la cual es muy importante aprovechar la estructura y experiencia en este sentido.

*Objetivo específico 3: Disminuir el riesgo de financiamiento con “comercios amigos”.*

El descontento por los plazos de pago, es una percepción generalizada en los comercios que puede traer resultados muy desfavorables para la empresa. Esto sucede desde hipermercados que tienen elevado poder de negociación con la tarjeta y continúan operando por solicitud de los clientes, como así también de pequeños establecimientos que simplemente deciden no recibir la tarjeta.

Es de vital importancia definir acciones concretas tendientes a disminuir cualquier riesgo vinculado a la concentración del apalancamiento de los activos de Tarjeta Naranja, sobre la cuenta “comercios amigos”.

Se definen a continuación, una serie de acciones para trabajar en este sentido, conjuntamente con el área de marketing y el área comercial:

- Análisis de acciones promocionales para comercios vinculados, como ser recorte de plazo de pago en 15 días sobre acuerdo habitual.
- Evaluar planes de financiación más largos, para competir con programa Ahora 12.
- Captar nuevos mercados donde Tarjeta Naranja todavía no se ha desarrollado, como ser Buenos Aires.
- Programa de fidelización de comercios, con premios según escalas de facturación, como ser piezas de marketing, acceso a eventos deportivos y demás.
- Mejorar indicadores de experiencia en “comercios amigos”, en particular versus la última medición de 41 puntos de NPS obtenidos.

### *Propuesta de evaluación*

A continuación, se plantean índices de medición que son de utilidad para evaluar la correcta implementación de las actividades propuestas, verificar que las debilidades hayan disminuido y comprobar que la alternativa de financiación elegida haya contribuido en la optimización de la estructura de financiamiento de la empresa.

En primer lugar, realizar un análisis vertical del rubro Pasivo, durante los próximos seis meses. Se propone evaluar los siguientes indicadores:

- Hacer hincapié en el rubro cuentas por pagar. Se propone un objetivo de reducción de la participación actual del rubro en un 5% para el primer semestre, y un 5% adicional para el segundo semestre.
- Dentro del rubro cuentas por pagar, analizar la cuenta “comercios amigos”. Se propone como objetivo un incremento del 30% sobre los valores del semestre anterior.
- Dentro del rubro deudas bancarias y financieras, analizar disminución de préstamos durante el ejercicio 2021 en un 100%.

En segunda instancia, se propone analizar las mediciones de satisfacción de comercios luego de las acciones propuestas, donde se estima crecer en las siguientes escalas: +5% en puntos NPS en febrero, +15% acumulado en abril y +25% acumulado en junio, cerrando el semestre por arriba de los 50 puntos de NPS.

Respecto a la incorporación de nuevos productos, se considerará para su análisis, medición y seguimiento, los siguientes indicadores:

- Rentabilidad del Activo (ROA): este índice expresa cuanto se gana o pierde por cada peso de recursos invertidos en la empresa.
- Rentabilidad sobre el Patrimonio Neto: Este cociente indica la capacidad de la empresa para generar beneficios para sus accionistas. Si el resultante de este ratio se encuentra por arriba de la rentabilidad mínima exigida por los accionistas significa que se encuentra en su nivel óptimo.

## **Conclusiones y recomendaciones**

El presente TFG pretende analizar la estructura de financiamiento de Tarjeta Naranja. Al evaluar y estudiar distintos autores, se observa que la mezcla adecuada de financiamiento propio y de terceros no está aún resuelta por la doctrina, dependiendo de diversos factores como ser la envergadura de la empresa, la actividad que desarrolla, entre otros.

La problemática detectada en la empresa muestra una concentración de financiamiento de terceros en la cuenta “comercios amigos”, específicamente, las ventas pendientes de liquidación a estos comercios por recibir tarjeta naranja de los clientes.

Esta concentración, no genera resultados negativos en la empresa, al contrario, resulta un instrumento de financiación de bajo costo para la empresa y un diferencial para la compañía. Adicionalmente, la mayoría de los indicadores relevados en la empresa son satisfactorios, y adquieren relevancia al considerar el contexto de crisis por el Covid-19 y el contexto de inestabilidad que se vive en el país.

Sin embargo, esta concentración representa un riesgo oculto para la empresa, ya que los “comercios amigos” demuestran alto nivel de descontento de la gestión de liquidación de ventas, mostrando caída en cantidad de comercios activos y resultados negativos en encuestas de satisfacción. Situación que podría repercutir negativamente en los resultados de la empresa, por ser la esencia del negocio de Tarjeta Naranja.

La propuesta desarrollada para Tarjeta Naranja se enfoca en reducir este riesgo, diversificando la estructura de financiamiento de la empresa. En primer lugar, se confirma la correcta utilización de obligaciones negociables como financiación de inversiones a la medida de la empresa, y la sugerencia de utilizar estas herramientas por sobre los préstamos bancarios; también se confirma la utilización de descubierto en cuenta corriente, pero con la aclaración de utilizarlos sólo ante casos determinados.

En segundo lugar, y como alternativa novedosa, se propone el desafío de incorporar a su cartera de productos, las inversiones de clientes, resolviendo así la problemática planteada. Esta situación demandará un arduo trabajo de investigación y desarrollo, con discusiones acerca de utilizar la Fintech NaranjaX como plataforma para estas operaciones, o la creación de una nueva empresa de servicios financieros, lo que sería, en definitiva, un banco.

En última instancia, se propone trabajar sobre la mejora de la experiencia de “comercios amigos”. Situación de vital importancia.

Se espera con ansias, que Tarjeta Naranja pueda incorporar las recomendaciones realizadas en el presente TFG. Igualmente, se espera que otros autores puedan retomar este tema de la estructura óptima de financiamiento, tema aún no resuelto por la doctrina, y puedan construir aportes que redunden en el beneficio de las empresas.

En última instancia, e independientemente de la cuestión financiera, se deja como recomendación para estudios posteriores, analizar a Tarjeta Naranja desde el punto de vista de la internacionalización de

la marca. Se observa experiencias negativas en la empresa en años anteriores, en los mercados de República Dominicana y Perú, pero en la actualidad contrastan con los casos de éxito de Mercado Libre en Brasil y México, y la Fintech Ualá también en México.

## Referencias

- Briozzo et Alabama. / Estudios Gerenciales 32 (2016) 71–81. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0123592315000790>
- CACE (2020). Informe Mid Term. Recuperado de <https://www.anunciantes.org.ar/archivos/informes/CACE-EstudioMID2020ComercioElectronico.pdf>
- Durand, David (1952). Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. A chapter in Conference on Research in Business Finance, 215-262. New York: National Bureau of Economic Research. Disponible en: <https://www.nber.org/system/files/chapters/c4790/c4790.pdf>
- F. Jiménez Naharro y M. Sanchez (2005). La estructura financiera de las empresas. Un análisis descriptivo Recuperado de <http://www.periodicosibepes.org.br/index.php/recadm/article/view/400>
- F. Modigliani y M. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," American Economic Review (1958).
- García Aguilar, J., Galarza Torres, S. y Altamirano Salazar, A. (2017). Importancia de la administración eficiente del capital de trabajo en la Pymes, 10(23), 30-39.
- Informe de coyuntura IERAL 29/07/2021. IERAL (2021), Recuperado de [https://www.ieral.org/images\\_db/noticias\\_archivos/4408-Informe%20de%20Coyuntura.pdf](https://www.ieral.org/images_db/noticias_archivos/4408-Informe%20de%20Coyuntura.pdf)
- Markowitz, Harry M. (March 1952). "Portfolio Selection"; The Journal of Finance
- Naranja, (2020). Reporte de sustentabilidad 2020. Recuperado de <https://sustentabilidad.naranjax.com/>
- Pérez, J. O., Bertoni, M., Sattler, S. A. y Terreno, D. D. (2015) Bases para un modelo de estructura de financiamiento en las pymes latinoamericanas. Cuadernos de Contabilidad, 16 (40), 179-204.

Recuperado de [http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0123-14722015000100006](http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0123-14722015000100006)

Ramírez Rojas, J. L. (s.f.). Procedimiento para la elaboración de un análisis FODA como una herramienta de planeación estratégica en las empresas, 54-61. Recuperado de <https://www.uv.mx/iesca/files/2012/12/herramienta2009-2.pdf>

Riquelme Leiva, M. (2015). Las 5 Fuerzas de Porter – Clave para el Éxito de la Empresa. Santiago, Chile.