

Universidad Siglo 21



**Trabajo Final de Grado. Reporte de Caso.
Carrera de Contador Público**

**Determinación de la estructura de financiamiento óptimo
en A. J. & J. A. Redolfi S.R.L.**

“Obligaciones Negociables Bajo el Régimen Pyme CNV Garantizadas”

“Negotiable Obligations Under the Guaranteed CNV SME Regime”

Autor: Hernández, Martín E.

DNI: 23.227.871

Legajo: VCPB 13756

Director de TFG: Ferreiro, Juan Esteban

Río Cuarto, Córdoba

Argentina, noviembre, 2021

Índice

Resumen	ii
Abstract	ii
Introducción	1
Análisis de la Situación	3
<i>Descripción de la situación</i>	3
<i>Análisis del contexto</i>	3
<i>Escenario político</i>	3
<i>Escenario económico</i>	4
<i>Escenario social</i>	4
<i>Escenario tecnológico</i>	4
<i>Escenario ecológico y legal</i>	4
<i>Análisis específico según el perfil profesional</i>	6
Marco Teórico	9
Diagnóstico y Discusión	11
<i>Problema de investigación</i>	11
<i>Justificación del problema</i>	12
<i>Conclusión diagnóstica</i>	13
Plan de implementación	14
<i>Objetivo General</i>	14
<i>Objetivos Específicos</i>	14
<i>Alcance de la propuesta</i>	14
<i>Recursos necesarios</i>	15
<i>Acciones necesarias</i>	16
<i>Marco temporal</i>	16
<i>Desarrollo de la propuesta</i>	16
<i>Evaluación y medición de la propuesta</i>	17
Conclusiones y Recomendaciones	19
Referencias	21

Resumen

El presente trabajo se desarrolló a partir del análisis de la estructura financiera de A.J. & J.A. Redolfi S.R.L., empresa familiar dedicada a la comercialización y distribución de productos de consumo masivo. La finalidad fue brindarle a la empresa, inmersa en una realidad económica difícil del país, una propuesta de financiamiento para la puesta en marcha de un depósito en construcción y una solución al problema financiero de corto plazo que se reveló, a través de los ratios analizados. Estos indicadores mostraron una situación económica razonable pero un desfasaje en sus deudas a corto plazo y un elevado monto de los intereses producto del alto costo del financiamiento bancario. A los fines de darle respuesta a estos inconvenientes, se propuso la utilización del Mercado de Capitales como alternativa viable, tomando como justificación los beneficios directos e indirectos que la incursión en tal mercado, les brinda a las empresas participantes.

Palabras Claves: Análisis, financiamiento, empresa, indicadores, deuda.

Abstract

This work was developed from the analysis of the financial structure of A.J. & J.A. Redolfi S.R.L., a family business dedicated to the marketing and distribution of mass consumption products. The purpose was to provide the company, immersed in a difficult economic reality of the country, a financing proposal for the start-up of a warehouse under construction and a solution to the short-term financial problem that was revealed, through the ratios analyzed. These indicators showed a reasonable economic situation but a lag in their short-term debts and a high amount of interest as a result of the high cost of bank financing. In order to respond to these drawbacks, the use of the Capital Market as a viable alternative was proposed, taking as justification the direct and indirect benefits that the incursion into such a market offers to the participating companies.

Keywords: Analysis, financing, company, Indicators, debt.

Introducción

El presente trabajo surge de la observación de la estructura financiera de A.J. & J.A. Redolfi S.R.L.; ubicada en la localidad de James Craick, provincia de Córdoba.

El ente objeto de estudio, cuenta con cinco décadas de permanencia en el mercado, desempeñándose en el sector mayorista de productos alimenticios, con una planta de 132 empleados, un parque automotriz compuesto por 5 utilitarios pequeños, 23 utilitarios de mayor tamaño, 20 camiones y 5 montacargas, así como con 4 autoservicios mayoristas ubicados en la ciudades de Villa María, San Francisco, Río Cuarto y Río Tercero y con distribuidoras en James Craick, Río Tercero, Córdoba Capital y Río Cuarto.

El ente es de origen familiar dado que, en septiembre de 1959, los hermanos Alonso Jacobo y Miguel Ángel Redolfi, compraron un negocio de cigarrería, bazar y librería, al que denominaron Redolfi Hnos. 16 años más tarde, los hermanos, de común acuerdo, tomaron diferentes rumbos; Miguel continuó con la librería y el bazar, mientras que Alonso desarrolló el negocio mayorista al cual se estudia.

Actualmente posee aproximadamente 6000 clientes, cubriendo casi la totalidad de la provincia de Córdoba e incluso traspasa la frontera provincial llegando al sur de Santa Fe, La Pampa y San Luis.

A través del estudio de sus Estados Contables y analizando su activo y pasivo, plazos de cobranza y de pagos, así como el nivel de endeudamiento, se observó que la empresa posee un desfasaje de carácter financiero, provocado por el nivel de deudas a corto y largo plazo, que generaban un verdadero problema a los gerentes y socios, pero fundamentalmente a la empresa, a la hora de tener que recurrir al financiamiento externo; es por ello que, con el presente estudio, se pretende observar las opciones aportadas por el mercado de capitales e implementar la mejor alternativa de financiamiento para A.J. & J.A. Redolfi S.R.L.

Hoy por hoy, las PyMES enfrentan múltiples dificultades para acceder al crédito, tales como un elevado costo, derivado de las altas tasas de interés que se le suma a los altos costos bancarios de la operación, los plazos de pagos que no se ajustan a los tiempos de desarrollo de una inversión, las insuficientes garantías, el desconocimiento de las líneas de crédito existentes y de los procedimientos para acceder, así como la desconfianza en el sistema bancario, propia de este tipo de empresas (Canosa & Vienni, 2017).

En una tesis de maestría realizada sobre asimetrías informativas entre los Bancos Comerciales y las PyMES, se concluyó que, en cuanto a las fuentes de financiamiento que utilizan las mismas, se observa un claro sesgo al autofinanciamiento, ubicándose por debajo, el financiamiento por proveedores, el financiamiento con entidades bancarias y, por último, la utilización de sistemas no formales. Se pudo observar que, la baja utilización del sistema financiero como medio de financiación de las empresas, se debe principalmente a los excesivos requisitos, a las altas tasas y a la burocracia que presentan la mayoría de los bancos a la hora de otorgar créditos PyMEs (Ramírez, 2011).

Los mercados financieros son el punto de encuentro entre inversionistas, intermediarios financieros y ahorristas o proveedores de fondos. Entre los intermediarios financieros, se encontró a la banca pública y privada, entre los públicos designados para tal fin, al mercado de capitales, que se ha convertido en un potencial proveedor de fondos del sector para las PyMEs, que, a pesar de que en los últimos años ha incrementado la utilización de instrumentos, aún continúa siendo baja su adopción (Serra, 2019).

Como afirmó Barreda (2010) en su tesis doctoral, la utilización más intensiva del mercado de capitales puede proveer elementos que permitan un mejor desarrollo del sector, facilitando el control de impositivo, permitiendo, además, obtener tasas más bajas. Asimismo, Berardo (2014) en su tesis de maestría en administración de empresas, afirma que, el mercado de capitales se presenta cada vez más como una importante opción para que las PyMEs puedan obtener financiamiento, utilizando sus diversas herramientas tanto en el corto como en el largo plazo.

Considerando la importancia de trabajar sobre un buen sistema de financiamiento para la empresa, minimizando el costo y los riesgos, puesto que la reducida disponibilidad de fondos para una nueva inversión constituye una restricción que no favorece el desarrollo y crecimiento de ésta y, siguiendo lo expuesto por los estudios de los diversos autores mencionados precedentemente, el presente trabajo tiene como finalidad proponer un plan de implementación como instrumento de financiación, para la conclusión y puesta en marcha del nuevo depósito a través de una estructura de financiamiento óptima en el mercado de capitales, que favorezca el desarrollo de la empresa A.J. & J.A. Redolfi S.R.L.; constituyendo también, un mayor rendimiento para el Ente en el desarrollo de sus operaciones, cumpliendo con la estrategia planteada de marcar una diferenciación con respecto a los competidores a través de un servicio orientado a la satisfacción del cliente, con precios competitivos y por consiguiente, con mayor valor para sus socios.

Análisis de la Situación

Descripción de la situación

A.J. & J.A. Redolfi, como se deja ver en párrafos anteriores, se constituye bajo la forma de una S.R.L. contando en la actualidad con 4 socios y con una actividad principal de comercialización mayorista de productos alimenticios, de limpieza, de librería, entre otros.

Realiza sus ventas en un 80% de contado y en un 20% a plazo, contando con plazos de financiación de 7, 14 y 21 días, dependiendo de cada cliente.

Su proceso de comercialización está diseñado en tres etapas, siendo la primera de ellas el abastecimiento; la segunda, la recepción y; la tercera, la venta a través de dos canales, mayorista en sus salones de autoservicios y a través de preventistas; encontrándose el centro de distribución principal, en la localidad de James Craick, donde se centralizan las compras y el abastecimiento a los puntos de venta del interior.

Es en tal localidad, donde se ha comenzado la construcción de un depósito que le aporta beneficios desde el punto de vista de las operaciones, almacenamiento, etc., estando aún en proceso de construcción por falta de recursos financieros para concluirlo.

Es por esto último que, determinar una estructura de financiamiento óptimo, es infalible.

Análisis del contexto

Para analizar el contexto en el cual está inmerso el Ente, se utiliza la herramienta de análisis PESTEL, que identifica los factores externos que afectan, positiva o negativamente a Redolfi S.R.L.

Escenario político

El escenario político, se ha caracterizado desde hace años por giros y contra giros importantes, que generaron incertidumbre y situaciones de desequilibrio que influyeron negativamente en la estructura de financiamiento del Ente en estudio; situación que se agravó con la pandemia y que llevó a que el Gobierno, colaborara con fondos para estimular el desarrollo de las PyMEs, como decisión positiva de Estado (Infobae, 2021).

Escenario económico

El escenario económico, se ha caracterizado desde hace 3 años por un proceso inflacionario que no se detiene, que lleva a que las empresas cierren, que haya falta de inversiones, que el acceso al financiamiento sea difícil, entre otros aspectos que suceden por la ausencia de una política fiscal que aguante la inflación (Rubinstein, 2021); lo que impacta negativamente en Redolfi S.R.L.

A pesar de ello, hay indicadores que se muestran positivos, como la mayor exportación, nuevos acuerdos comerciales y el control de las cuentas fiscales, que beneficia al sector PyME. Según datos oficiales, en Julio del 2021 se produjo el mayor nivel de exportaciones registrado desde Junio de 2013; el estimador mensual de la actividad económica registró para el mes de Julio 2021 un incremento del 10,8% respecto del mismo mes de 2020 y un 20,5% respecto al mes anterior (INDEC, 2021).

Escenario social

El escenario social, Argentina enfrenta indicadores de pobreza preocupantes, una tasa de desocupación alta y el impacto del COVID-19 que provoca una caída en el PBI, aspectos que perjudicaron al Ente por desalentar el consumo. Para hacer frente a esta situación y de forma indirecta contribuir a Redolfi, el gobierno implementó un paquete de medidas de emergencia para proteger a los más vulnerables, priorizando el gasto social a través de diversos programas de asistencia (Banco Mundial, 2021).

Escenario tecnológico

El escenario tecnológico demanda el uso de las TICs, que son tecnologías que utilizan la informática, la microelectrónica y las telecomunicaciones para crear nuevas formas de comunicación con la finalidad de facilitar la emisión, acceso y tratamiento de la información, acortando así las distancias (Belloch Ortí, s/f), lo que beneficia a Redolfi y le crea una oportunidad para expandirse en las redes sociales y por consiguiente en el mercado, para generar mayores ventas.

Escenario ecológico y legal

El escenario ecológico y legal, impacta de forma negativa en el Ente, debido a que la Ordenanza N° 1564/07 regula la locación y radicación en el Área Empresarial Municipal de James Craik, de los establecimientos comerciales, industriales y/o de

servicios; por tal, la obra que está en proceso de construcción, debe realizarse en el sitio donde la normativa le permita seguir funcionando.

Analizando los escenarios previos, se observa que los vaivenes de un año electoral, el alza sostenida de los precios, la desocupación y la pobreza, son indicadores que afectaron directamente al consumo y por tal, al Ente que está siendo analizado, puesto que comercializa productos de consumo masivo, muy sensibles a estos cambios, debido a la gran cantidad de competidores, una clientela no fidelizada y una elevada variedad de sustitutos. Por el lado de la tecnología A.J. & J.A. Redolfi S.R.L. tendrá que adaptarse a los cambios, incorporando un sistema de comercio electrónico, y dotando a sus vendedores de dispositivos conectados a internet que le permiten cargar el pedido del cliente y enviarlos para su preparación y facturación en tiempo real.

A los fines de analizar las ventajas y desventajas del Ente, tanto a nivel interno como externo, utilizaremos la herramienta de análisis FODA.

Estrictamente desde el plano organizacional Redolfi, muestra algunos factores que la posicionan favorablemente, tales como la búsqueda constante de proyección desde su lugar de origen, con una predisposición a encontrarse abierta hacia la sociedad, interactuando permanentemente con ella. Debido a que solo comercializa y distribuye productos, se diferencia de los demás competidores por sus servicios, teniendo corto plazo de entrega, descuentos por pago de contado y asesoramiento comercial, etc. La nueva estructura construida, le permite tener un bajo costo por inmovilización ya que permite reducir el índice de pérdidas por rotura, robos y pérdida de tiempo en la preparación de pedidos, entre otros. Con la ampliación de la capacidad del depósito, se posibilita la generación de nuevas alternativas de negocios, la oportunidad que se presenta con la nueva infraestructura es la exclusividad de comercialización de productos de Molinos Río de la Plata y Cepas. El traslado del centro de distribución a la flamante construcción, lleva a la expansión y organización interna, además de un sostenido crecimiento del volumen de ventas. De la observación del organigramas se advierte que no posee un área de administración, análisis y desarrollo financiero, siendo esta función desarrollada en conjunto por el gerente general y sus socios, provocando que nuevas oportunidades de negocios y alternativas de financiación se pierdan por no tener un área especializada. Siguiendo con la observación del organigrama tampoco se visualiza un departamento de recursos humanos para la selección, contratación, capacitación en los distintos puestos de trabajo y seguimiento de los 132 empleados que el ente posee.

Se observa asimismo, en sus estados financieros, una deuda a corto plazo producto del endeudamiento bancario mayor, a la de largo plazo, provocando esto, problemas para el cumplimiento de sus obligaciones. Los cobros se realizan mediante transferencias bancarias ya que no cuentan con bocas de cobro y los pagos son realizados via transferencias bancarias y cheques. No cuenta con un software contable, de manera que las registraciones son realizadas por el contador para cumplir con las obligaciones impositivas mediante la solicitud de las facturas.

En la Tabla N° 1 siguiente, se muestra a modo de resumen las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas, que posee el Ente en su contexto interno-externo.

Tabla N°1:

Matriz FODA

Fortalezas:	Debilidades:
<ul style="list-style-type: none"> • Alto porcentaje de ventas al contado, por lo tanto, buena disponibilidad de fondos. • Diferenciación de productos/servicios. • Bajo costo de inmovilización. • Alta trayectoria. • Buen ambiente laboral. 	<ul style="list-style-type: none"> • Endeudamiento a corto plazo. • No posee administrador financiero. • Perdidas de oportunidades de negocios y financiación por falta de profesionalización. • No posee departamentos de RRHH. • Falta de una planificación fiscal oportuna a sus necesidades.
Oportunidades:	Amenazas:
<ul style="list-style-type: none"> • Posibilidad de acceder al certificado PyME. • Generación de nuevos negocios. • Garantías Bancarias. 	<ul style="list-style-type: none"> • Incertidumbre por la inestabilidad política y económica. • Variedad de competidores. • Planes de marketing que desaparezcan la poca oferta del Ente.

Fuente: Elaboración propia.

Analisis específico según el perfil profesional

Para el análisis de la estructura financiera se procedió a la utilización de los Estados Contables de A.J. & J.A. Redolfi S.R.L.

Analizar su estructura patrimonial consistió básicamente en ilustrar la cuantía, composición, utilización e incidencia de los elementos que la integran y puede desarrollarse en diferentes grados de detalles, según detalla Lamattina (2006).

El objetivo del análisis de los Estados Contables del Ente, es para establecer el diagnóstico y perspectiva sobre la situación financiera a corto, mediano y largo plazo (Perez J. O., 2005).

Para conocer la situación en la que se encuentra el Ente, se realizaron los análisis horizontal y vertical, siguientes; luego para diagnosticar la situación y planificar la

estructura de financiamiento óptima, se realizan los análisis de ratios financieros y económicos, a modo de complemento.

Tabla N°2

Análisis Horizontal de Redolfi S.R.L. comparando los periodos 2017 a 2018

Análisis Horizontal	% de variación año a año
Caja y Banco	-78,11%
Cuentas por Pagar	15,81%
Bienes de Cambio	30%
Total de Activo Corriente	8,07%
Bienes de Uso	65,02%
Otros Activos Corrientes	100%
Total de Activo No Corriente	78,59%
Total Activo	26,17%
Cuentas por Pagar	46,19%
Rem. y Cargas Sociales	17,65%
Cargas Fiscales	12,39%
Otras Cuentas por Pagar	0%
Total de Pasivo Corriente	31,89%
Otras Cuentas por Pagar	0%
Otros Pasivos No Corrientes	525%
Total de Pasivo No Corriente	42,53%
Ventas	15,81%
Costo de Ventas	14,63%
Resultado Bruto	20,27%
Gastos de Administración	59,27%
Gastos de Comercialización	-53,88%
Resultado Actividad Principal	79,20%
Resultado Financiero	97,98%
Resultado Neto	31,79%
Otros Ingresos y Egresos	-29,04%
Resultados Antes de Imp. Ganancias	49,19%
Impuesto a las Ganancias	43,19%
Reultado Final	31,79%

Fuente: Elaboración propia

De lo exteriorizado en la Tabla N°2 se observó que, el activo corriente se incrementó en menor medida que el pasivo corriente; que, el activo no corriente creció en mayor medida al pasivo no corriente; y que, el activo total se incrementó en menor medida que el pasivo total. De ahí que, debido a que el pasivo aumentó en mayor proporción que el activo, se percibió que la empresa enfrentó problemas financieros, siendo ésto una dificultad no menor ya que un endeudamiento alto, dado por una primacía del pasivo por sobre el activo, indicó entre otras cosas, una barrera para el acceso al crédito. Asimismo, profundizando en las variaciones dentro de cada año de estudio, se tiene lo siguiente:

Tabla N° 3

Análisis Vertical de Redolfi S.R.L. comparando los periodos 2016 a 2018

Análisis Vertical	2018	2017	2016
Caja y Banco	1,63%	9,39%	0,76%
Cuentas por Cobrar	39,74%	43,29%	26,91%
Otras Ctas por Cobrar	0%	0%	3,78%
Bienes de Cambio	22,30%	21,65%	26,91%
Total de Activo Corriente	63,67%	74,33%	58,36%
Bienes de Uso	33,57%	25,67%	41,64%
Otros Activos No Corrientes	2,76%	0%	0%
Total Activo No Corriente	36,33%	25,67%	41,64%
Total de Activo	100%	100%	100%
Cuentas por Pagar	24,03%	20,74%	28,39%
Rem. y Cargas Sociales	10,18%	10,19%	1,87%
Cargas Fiscales	6,45%	7,24%	5,38%
Total de Pasivo Corriente	40,66%	38,90%	35,64%
Cuentas por Pagar	13,57%	17,12%	0%
Otros Pasivos No Corrientes	7,48%	1,51%	4,69%
Total de Pasivo No Corriente	21,05%	18,63%	4,69%
Total de Pasivo	61,71%	57,37%	40,34%
Total de PN	38,29%	42,47%	59,66%
Total de Pasivo + PN	100%	100%	100%
Ventas	100%	100%	10%
Costo de Venta	78,37%	79,18%	79,98%
Resultado Bruto	21,63%	20,82%	20,02%
Gastos de Administración	2,41%	1,75%	2,17%
Gastos de Comercialización	3,57%	8,96%	7,20%
Resultado Actividad Principal	15,65%	10,12%	10,64%
Resultado Financiero	12,39%	7,25%	6,91%
Resultado Neto	3,27%	2,87%	3,73%
Otros Ingresos y Egresos	-0,28%	-0,45%	-0,11%
Resultado antes de Imp. a las Ganancias	2,76%	0%	0%
Impuesto a las Ganancias	1,33%	0,85%	1,27%
Resultado Final	1,94%	1,57%	2,36%

Fuente: Elaboración propia

Realizado el análisis vertical a los Estados Contables de A.J. & J.A. Redolfi S.R.L, los porcentajes que arrojó la Tabla N° 3, no mostraron, en general, grandes cambios en la composición porcentual en cada componente del Activo, Pasivo y Resultados a través de los años analizados; aunque, si se pudo notar como dato sobresaliente, un marcado incremento en los Activos No Corrientes en el año 2018 debido a que se incorporó a la empresa un depósito construido y un fuerte incremento en el mismo año del resultado financiero. De acuerdo a lo analizado presuntamente mediante el uso de ratios y de los análisis tanto vertical como horizontal, se puede anticipar que, el problema de A.J. & J.A. Redolfi S.R.L es de carácter financiero, ya que su situación económica se vió razonable y estable; aspectos que se profundizarán en el apartado de Diagnóstico y Discusión.

Marco Teórico

Una de las principales actividades del gerente financiero de una empresa es tomar decisiones de inversión y financiamiento, esto implica un profundo análisis de la información contenida en los Estados Contables. El objetivo del análisis de los Estados Contables, según Pérez (2005) consiste en establecer el diagnóstico y perspectiva sobre la situación financiera y económica de un Ente, basado en esa información brindada por dichos estados.

La importancia del análisis financiero es la aplicación de estrategias que permitan visualizar el nivel de liquidez, solvencia, endeudamiento y rentabilidad de la actividad empresarial, facilitando la toma de decisiones de los diversos usuarios incluidos los directivos del Ente objeto de estudio (Ochoa Gonzalez, Sanchez Villacres, Andocilla Cabrera, Hidalgo, & Medina Hinojosa, 2018)

Una de las principales herramientas para tal análisis es la que conforma el estudio de los ratios o razones financieras, entre las que se tiene, según Cereceda, Pantano y Toledo Serpi (2021):

- *Endeudamiento*: El índice de endeudamiento compara los fondos prestados por terceros con el aporte de los propietarios, al efecto de financiar los activos que la empresa necesita para desarrollar su actividad; mide la estructura de financiación del ente y evidencia el riesgo implícito que conlleva la utilización de fondos de terceros y relaciona los pasivos con el patrimonio neto.
- *Solvencia*: El índice de solvencia compara el Activo con los fondos prestados por terceros para financiar los Activos que la empresa necesita para su actividad; mide la estructura de financiación del ente y refleja el grado de cobertura de los acreedores del riesgo de desvalorización de los activos al liquidarlos.
- *Liquidez*: El índice de liquidez, es un indicador de la capacidad del ente para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo.
- *Capital de Trabajo*: El índice de capital de trabajo manifiesta el manejo financiero del ente en el corto plazo, por lo que es importante que sea positivo, ya que al relacionarlo con el índice de liquidez, el beneficio será revelador (positivo).

Además del análisis de los ratios, es muy importante el análisis tanto vertical como horizontal, ya que aportan datos importantes que permiten conocer y complementar la

situación financiera el ente, que es diagnosticada con los análisis de ratios propiamente dichos. De ahí que también según Cereceda, Pantano y Toledo Serpi (2021):

- *Análisis Vertical:* El análisis vertical, es una evaluación estática, puesto que no analiza los cambios ocurridos a través del tiempo, sino que permite conocer la constitución interna de la información financiera de un solo ejercicio, reexpresados en una base común (porcentual), que permite ir haciendo comparaciones.
- *Análisis Horizontal:* El análisis horizontal, busca es determinar la variación absoluta o relativa que haya sufrido cada partida en los Estados Contables en un periodo respecto a otro y determina cual fue el crecimiento o decrecimiento de una cuenta en un periodo determinado, para finalmente determinar si el comportamiento del ente en un periodo, fue bueno, regular o malo; identificando claramente cuales han sido las variaciones de cada una de las partidas del balance.

El nivel de endeudamiento, es una de las principales preocupaciones de las finanzas corporativas; debido a esto, se han formulados innumerables teorías tratando de determinar la estructura óptima de capital de un ente. Entre ellas se tiene a la Teoría Moderna de la estructura de capital desarrollada por Modigliani y Miller (1958) quienes probaron que la dirección de un ente no debe preocuparse por la proporción de la deuda y el capital propio porque, en mercados de capitales perfectos, cualquier combinación posible es buena; sin embargo el teorema de irrelevancia de la deuda se basa en supuestos restrictivos que no se cumplen en la realidad, y cuando estas suposiciones se eliminan, entonces la estructura de capital se convierte en un importante factor determinante (como se cita en González, Zinno Abrio y Barbei, 2018).

Por otra parte, la teoría de picoteo "*pecking order*" de Myers y Majluf (1984), establece que la mayoría de las PyMEs siguen una jerarquía a la hora de elegir su fuente de financiación: los fondos propios se prefieren por sobre la financiación externa, y si ésta se hace necesaria, la deuda segura se prefiere a las emisiones de deuda y de capital de riesgo que están en el extremo más bajo de dicha jerarquía (Rubino, 2017).

En el presente trabajo se toma como de interés para Redolfi, la diversificación de oportunidades que propone el mercado de capitales, tomando como parámetros las regulaciones vigentes, los bajos costos, las oportunidades de ingreso y el bajo riesgo para la misma.

Diagnóstico y Discusión

Para poder establecer la estructura de financiamiento óptima, es importante analizar los principales indicadores que conducirán al diagnóstico certero de la situación:

Tabla N° 4

Indicadores financieros

Ratios de	Al 31/12/2018	Al 31/12/2017	Al 31/12/2016
Endeudamiento	1,61	1,35	0,68
Solvencia	1,62	2,35	2,48
Apalancamiento	1,61	1,35	0,68
Apalancamiento CP	1,06	0,92	0,60
Apalancamiento LP	0,55	0,43	0,08
Capital de Trabajo	30.775.376,51	37.559.377,01	15.493.417,34
Liquidez	1,57	1,91	1,64
Cobertura de Intereses	0,66	0,68	

Fuente: Elaboración propia.

Tabla N° 5

Indicadores Económicos

Ratios de	Al 31/12/2018	Al 31/12/2017
Rentabilidad del Activo	4,63%	4,08%
Rendimiento del Capital	12,10%	9,61%
Margen de Utilidad Neta	1,94%	1,57%
Período de Cuentas Por cobrar	60	60
Período de Cuentas por Pagar	46	36
Días de Inventario	77	38
Ciclo Operativo	137	98

Fuente: Elaboración propia.

Problema de investigación

Se observó que el índice de endeudamiento, pasó de ser menor a 1 en el año 2016 a ser superior a 1 en el periodo 2017 - 2018, lo que demostró que en el año anterior, los pesos invertidos por los socios fueron mayores al aportado por terceros, situación ésta que se revirtió en los años siguientes; es decir, los pesos que aportaron los terceros fueron mayores a los aportados por los socios. Tales valores revelaron un apalancamiento creciente en el periodo analizado, que de seguir esa dinámica, se convertiría en un problema mayor, para el ente en cuestión.

Asimismo, se observó que la liquidez y solvencia, revelaron que Redolfi, fue reduciendo los recursos para hacer frente a las deudas de corto y largo plazo, pero aún así,

la capacidad para afrontarlos era superior a la media, lo que dio un haz de luz para planificar un fondeo óptimo para el ente.

Por último, el fondo de maniobra si bien demostró una disminución en los últimos dos años, no generó inconvenientes puesto que alcanzó para cubrir las deudas a corto plazo, al tiempo de que el valor fue positivo en la estructura financiera.

Según los valores observados de la Tabla N° 5, se pudo afirmar que el ente estuvo obteniendo Rentabilidad de sus Activos, ya que el ratio mostró resultados positivos, además de un leve incremento en el año 2018 con respecto al 2017; de igual manera, se reconoció un incremento en el Rendimiento del Capital.

Un dato preocupante a tener en cuenta es, que el valor de rotación de las cuentas por cobrar, fue más alto que el de las cuentas por pagar, situación que advirtió que el ente puede tener problemas para hacer frente a sus deudas a corto plazo; pero que luego si se observa el ratio de liquidez, dicha inquietud, es saldada, aunque podría mejorarse con un adecuado plan de implementación, tal como se pretende alcanzar en el presente.

El ciclo operativo se incrementó notablemente, ya que pasó de 98 en 2017 a 137 días en 2018, debido al incremento en los días de inventario de la mercadería.

Justificación del problema

Al poseer deuda a corto plazo, se corre el riesgo de entrar en insolvencia, provocando esta situación, una escasez de fondos propios y generando así, una dependencia casi total de sus acreedores, ergo, perdiendo la autonomía financiera, o sufriendo una descapitalización para poder hacer frente a sus obligaciones.

Por otro lado, el marcado aumento en los intereses financieros, que pasa del 6,91% en 2016 al 7,25% en 2017 y al 12,30% en 2018, indicó que se está pagando un elevado costo por la financiación de terceros tomada por el Ente.

Esta situación se vio claramente reflejada en el ratio de cobertura de intereses, siendo su resultado menor a 1, dado que en el 2018 arrojó 0,66 y en 2017, 0,68; mostrando tal razón que el ente no refleja una buena capacidad de pago, porque las utilidades operativas no cubren dicho pago de los intereses.

Por tal, para integrar, el análisis efectuado a la información contenida en los Estados Contables de Redolfi S.R.L., dimensionó dos grandes problemas de carácter financiero: 1) el alto nivel de endeudamiento a corto plazo y 2) el preocupante monto de intereses financieros, que pueden venir por falta de planificación fiscal y de aprovechamiento de recursos que como PyME puede acceder.

Conclusión diagnóstica

La profundización del problema financiero del ente fue producto de los adelantos en cuenta corriente y préstamos bancarios solicitados, es decir el problema es producto del financiamiento adoptado; esto es, por utilizar el sistema bancario para financiarse, perdiendo de vista otras opciones más convenientes del mercado bursátil.

En el 2018 se una gran parte del resultado de su actividad, fue destinado a pagar intereses y cargas financieras; por tal, un plan adecuado para reducir y/o evitar esto, es vital.

Para poder revertir esta situación, la empresa deberá incorporar alternativas que reduzcan la deuda a corto plazo, trasladandola a largo plazo en caso de que sea con intereses bajos que le ganen a la inflación y facilitando así, el cumplimiento de las obligaciones, acompañado de una reducción de costos financieros.

Es por ello que, el mercado de capitales, se ve como la alternativa más recomendada para la obtención de capital óptimo para las PyMEs.

Plan de implementación

Objetivo General

Evaluar la situación financiera de A.J. & J.A. Redolfi S.R.L., a través de un análisis de sus estados contables, para obtener en el mercado de valores una fuente de financiamiento alternativa, con menor costo en términos impositivos como de intereses y gastos financieros, al año 2021.

Objetivos Específicos

- Realizar un diagnóstico de la situación económica y financiera de la empresa para conocer su estructura de financiamiento actual.
- Determinar qué alternativas de financiamiento hay disponible en el mercado de valores, como medio para apalancar los déficits observados.
- Verificar la posibilidad de implementación de la nueva fuente de financiamiento, producto de la investigación.
- Definir los costos de la alternativa de financiación, para medir su conveniencia.

Alcance de la propuesta

Entre las alternativas que se pueden encontrar en el mencionado mercado para el financiamiento de las PyMEs, se tiene: Obligaciones Negociables, Acciones, Fideicomisos Financieros, Fondos Comunes de Inversión Cerrados, Cheques de Pago Diferido y Pagares; siendo las obligaciones negociables, la mejor alternativa, de acuerdo con el costo – beneficio.

Las Obligaciones Negociables son instrumento de deuda emitidos por empresas privadas, en pesos o dólares, con un interés fijo o variable. Son negociables en el mercado de capitales y están reguladas por la Comisión Nacional de Valores (CNV), lo cual es garantía para una PyME, que siempre prefirió los fondos propios por sobre los de terceros.

La propuesta está pensada en emitir obligaciones negociables PyMES CNV garantizadas por un monto de \$17.000.000,00 por un lapso de 24 meses, con una tasa de corte de 54% (TNA).

Para el desarrollo de la temática propuesta, se considera que el ente en estudio, califica según los parámetros de la CNV como PyME CNV, y que el monto obtenido se utilizará para la finalización y puesta en marcha del nuevo depósito, y con el remanente

cancelar los adelantos en cuenta corriente. Siendo que, de acuerdo a lo estipulado por la Ley 23.576 en su artículo N° 36, esta opción está exenta de IVA y del impuesto a las transferencias de títulos valores.

El inicio del procedimiento para la emisión de las obligaciones negociables debe ser inmediato, ya que, debido a los vaivenes del contexto económico ya enunciados, se pueden ver modificadas las condiciones actuales para dichas operaciones; estimándose necesario para la implementación y puesta en marcha de la propuesta un plazo de 2,5 meses.

En cuanto al alcance geográfico, la implementación de la propuesta se llevara a cabo dentro del área de finanzas (que debe crearse para tal fin) de la empresa A.J. & J.A. Redolfi S.R.L. ubicada en la localidad de James Craick, provincia de Córdoba, no habiendo ninguna limitación para su puesta en marcha, más que la mera creación del área y de la disposición de los profesionales para ello.

Recursos necesarios

Para llevar adelante la propuesta, la empresa debe contar con un empleado administrativo, con un perfil orientado a las ciencias económicas, ya que su tarea, entre otras, consistirá en ser el nexo entre el ente, el agente de compensación y liquidación (ALyC – quien es el encargado de realizar las operaciones en el mercado propiamente dicho, esto es, colocar negociar, liquidar y custodiar las obligaciones) y la sociedad de garantía.

Para el desarrollo de tales funciones, se debe contar con una oficina, que puede ser compartida con otros empleados de la firma, equipada con una computadora con conexión a internet.

Además de lo mencionado anteriormente, para poder emitir las Obligaciones Negociables, es condición necesaria, contar una Sociedad de Garantía.

Cuantificando los recursos necesarios, se tiene:

1. El costo de un empleado administrativo, según dato extraído de la página de AGECE y según el acuerdo salarial firmado en abril de 2021, el salario básico bruto por jornada completa para un empleado administrativo categoría A es de \$61.809,61. (AGECE, 2021)
2. El precio de mercado para una PC de escritorio completa es de \$74.420,00 aproximadamente. Cabe aclarar que no tiene costo por la instalación de ningún

software específico, ya que el utilizado es la autopista de información financiera (AIF) obtenido de la página principal de la CNV.

3. El costo promedio del agente bolsa es del 1% del total de la deuda.
4. El costo total de la comisión de la sociedad de garantía es del 2,5% del total de la deuda.

Acciones necesarias

Los requisitos que A.J. & J.A. Redolfi S.R.L. debe cumplimentar para poder emitir Obligaciones Negociables Simples según la CNV son, los siguientes:

1. Calificar como PyMES CNV, para lo que se tiene en cuenta a los últimos tres balances, que, para el caso de la empresa analizada, como el sector al que pertenece es el comercial, el monto es de \$2.602.540.000. Requisito que se cumple.
2. Contar con una fianza emitida por una Entidad de Garantía listada en la CNV.

Marco temporal

Tabla N° 6

Diagrama de Gantt.

Tiempo /Fases	Fase N° 1	Fase N° 2	Fase N° 3	Fase N° 4
Diciembre 2021 - Semana 1				
Diciembre 2021- Semana 2				
Diciembre 2021 - Semana 3				
Diciembre 2021 - Semana 4				
Enero 2022 - Semana 5				
Enero 2022 - Semana 6				
Enero 2022 - Semana 7				
Enero 2022 - Semana 8				
Febrero 2022 - Semana 9				
Febrero 2022 - Semana 10				

Fuente: Elaboración propia.

Las actividades mencionadas deben realizarse de manera correlativa, siguiendo el orden descripto, y cada acción, debe realizarse una vez concluida la anterior.

Desarrollo de la propuesta

A las acciones a seguir por parte del Ente, para poder emitir dichas obligaciones negociables, se las divide en cuatro fases, tal como se describe a continuación:

Fase N° 1

El empleado administrativo debe comunicarse con la Entidad de garantía seleccionada por los directivos de A.J. & J.A. Redolfi S.R.L., a fin de que esta le brinde la información necesaria para la emisión; esto es, plazos, forma de pago, montos, términos de emisión, etc.

Fase N°2

Culminada la fase N°1 se debe acceder a la página de la CNV, y se deberá completar y remitir el formulario de “Solicitud de Autorización de Firmante Digital Autopista de Información Financiera” firmado por el representante legal, certificado por escribano público, entidad bancaria o funcionario de la CNV. Una vez obtenida la credencial y toda la documentación solicitada, deberá ser emitida a la CNV para su evaluación.

Fase N°3

Evaluada la documentación y autorizada la emisión por parte de la CNV, se inicia el proceso de licitación primaria y listado del instrumento en un mercado autorizado.

Fase N°4

Con posterioridad a la emisión se procederá a dar aviso a la CNV del resultado de la colocación dentro de los 2 días hábiles luego de cerrada la colocación

Confección del acta del órgano de administración sobre el cumplimiento del plan de afectación de fondos, si la afectación se produce en etapas, dentro de los 10 días hábiles luego de concluida cada una de ellas.

Una vez recibido los fondos se deberá afectar los mismos de la siguiente manera:

- \$10.000.000,00 a la finalización y puesta en marcha del depósito.
- \$7.000.000,00 a cancelar deudas bancarias a corto plazo.

Evaluación y medición de la propuesta

El personal administrativo encargado, deberá elaborar un informe detallado del desarrollo y evolución de la operación financiera de forma periódica y remitirlo a los directivos de la firma. Este informe deberá ser mensual para poder tomar decisiones a tiempo, en caso de desviaciones de lo planificado o variaciones en el rendimiento.

Para el desarrollo del informe deberá analizar los siguientes indicadores:

- Apalancamiento Total,
- Apalancamiento CP
- Apalancamiento LP
- Análisis del costo total del capital de tercero.

Del análisis de los indicadores de apalancamiento a corto plazo y apalancamiento total, se ve una reducción sostenida del parámetro, lo que está indicando que los objetivos planteados se van cumpliendo, mientras que el apalancamiento a largo plazo debe ir en aumento; en cuanto al análisis del costo del capital de tercero debe ser inferior al costo financiero total para el nivel de endeudamiento.

Conclusiones y Recomendaciones

A.J. & J.A. Redolfi S.R.L es una empresa con una dilatada trayectoria en el mercado de la comercialización y distribución mayorista de productos alimenticios, limpieza y librería; como toda PyME no está exenta de los desequilibrios producidos por los vaivenes económicos sufridos en la República Argentina, provocando ésto, entre otras cosas, el difícil acceso a las fuentes de financiamiento, debido al mandato del autofinanciamiento, a la escasez de ofertas y a los altos costos.

Para abordar el presente reporte de caso se efectuó un análisis de la información contenida en los Estados Contables de A.J. & J.A. Redolfi S.R.L de los ejercicios 2016, 2017 y 2018, que fueron los facilitados por la universidad para el estudio.

De éste análisis financiero se concluye, con la interpretación de los distintos ratios abordados, que el ente, presentó una situación económica estable, siendo su situación financiera la que reflejó inconvenientes, de acuerdo a los datos calculados en el ratio de endeudamiento, producto de un alto apalancamiento a corto plazo como así también un elevado monto de intereses, teniendo como principal fuente, el financiamiento bancario.

Dado la situación descripta y teniendo en cuenta el contexto en que se encontraba inmerso el ente, la diversificación de oportunidades que proponía el mercado de capitales, lo posicionaba como la mejor alternativa para brindar una fuente de financiamiento distinta a las tradicionales utilizadas por la empresa, que le generaban altos costos financieros.

Comparadas las posibilidades ofrecidas por dicho mercado, y con el objetivo de brindarle la mejor herramienta al ente; se concluye que, para poner en marcha el nuevo depósito como así también solucionar su problema financiero a corto plazo trasladando los pasivos corrientes a no corrientes y ganarle a la inflación, se llegó a la conclusión de que la emisión de obligaciones negociables simples garantizadas, eran la mejor opción para la captación de fondos, permitiendo reemplazar al sistema utilizado por el ente y reduciendo intereses que este último ha generado.

Como beneficio adicional que trae asociado el uso del mercado de capitales se visualiza la apertura de A.J. & J.A. Redolfi S.R.L a la vista de nuevos inversores y a la posibilidad en un mediano plazo poder llegar a nuevos mercados, hasta ahora no explorados por éste, además de nuevas oportunidades de negocios.

El mercado de capitales es un mercado en continuo cambio, es por ello que se recomienda continuar el estudio de éste para poder captar nuevas oportunidades que le permita a cualquier ente, un sostenido crecimiento en el tiempo de índole financiero. Se recomienda además profundizar en el análisis de otros posibles problemas que presenta A.J. & J.A. Redolfi S.R.L como lo es la falta de un departamento de recursos humanos, ya que la captación, capacitación y seguimiento del personal es uno de los pilares para el correcto funcionamiento del ente.

Referencias

- Banco Mundial. (04 de abril de 2021). *Argentina: panorama general*. Recuperado de <http://bancomundial.org/es/country/argentina/overview>
- Barreda, M. E. (2010). *Fuentes de Financiamiento Para Pymes: Posibilidad de Apertura al Mercado de Capitales*. Recuperado de <http://bc2.uns.edu.ar>.
- Belloch Ortí, C. (s/f) *Las Tecnologías de la Información y Comunicación (T.I.C.)*. Recuperado de <https://www.uv.es/~bellochc/pdf/pwtic1.pdf>
- Berardo, C. F. (2014). *Financiamiento de las PyMes en el Mercado de Capitales*. Recuperado de <http://bibliotecavirtual.unl.edu.ar>
- Canosa, T. y Vienni, G. (12 de agosto de 2017). *Financiamiento: El Desafío de las PyMES*. Recuperado de <https://www.uia.org.ar/centro-de-estudios/3385/financiamiento-el-desafio-de-las-pymes/>.
- Cereceda, F., Pantano, A. y Toledo Serpi, C. (2021). *Análisis Financiero de EECCs*. Recuperado de <https://www.cpcesj.org.ar/web/files/item/img/70/AN%C3%81LISIS%20FINANCIERO%20DE%20EECCs%20GJP%208.0.pdf>
- González, P. C., Zinno Abrio, F. B. y Barbei, A. A. (2018). *Estructura de Capital: revision de la literatura y propuesta de investigación*. XXXIX Jornadas Universitarias de Contabilidad y VI Jornadas Universitarias Internacionales de Contabilidad, Centro de Estudios en Contabilidad Internacional. Puerto Iguazú. Recuperado de <http://sedici.unlp.edu.ar/handle/10915/70045>
- Infobae. (30 de agosto de 2021). Gisela Marziotta y Matías Tombolini se reunieron con pymes de base tecnológica y analizaron cómo potenciar el sector. *Infobae*. Recuperado de <https://www.infobae.com/politica/2021/08/30/gisela-marziotta-y-matias-tombolini-se-reunieron-con-pymes-de-base-tecnologica-y-analizaron-como-potenciar-el-sector/>
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censo de la República Argentina. (2021). Cuentas nacionales Vol. 5, n° 17 - Estimador mensual de actividad económica. *Informes técnicos*, 5(179). Recuperado de https://www.indec.gov.ar/uploads/informesdeprensa/emaef_09_216694481E23.pdf

- Lamattina, O. E. (2006). *Analisis de Estados Financieros. Un enfoque integral*. Osmar D. Buvatti.
- Ochoa Gonzalez, C., Sanchez Villacres, A., Andocilla Cabrera, J., Hidalgo, H. & Medina Hinojosa, D. (2018). *El análisis financiero como herramienta clave para la gestión financiera eficiente en las medianas empresas comerciales*. Eumednet.
- Pérez, J. O. (2005). *Analisis de los Estados Contables. Un enfoque de Gestion*. Universidad Católica de Córdoba.
- Ramírez, M. S. (2011). *Asimetrías informáticas entre los bancos comerciales y las empresa PyMEs en la Plata y localidades vecinas* (Tesis de Maestría en Dirección de Empresas). Universidad Nacional de La Plata, La Plata. Recuperado de http://sedici.unlp.edu.ar/bitstream/handle/10915/3425/Documento_completo.pdf?sequence=1&isAllowed=y
- Rubino, S. D. (2017). *Estructura optima de capital, evidencia en empresas argentinas*. Recuperado de <http://Repo.udes.edu.arsitorio>
- Rubinstein, G. (21 de febrero de 2021). La política fiscal para llegar a una inflación de 29% no está a la vista. *La Nacion*. Recuperado de https://www.lanacion.com.ar/economia/gabriel-rubinstein-la-politica-fiscal-para-llegar-a-una-inflacion-de-29-no-esta-a-la-vista-nid2607389/?gclid=Cj0KCQjwg7KJBhDyARIsAHrAXaFeV26CyCSTZRfqFWis8CHj2vyCEm9Dm6TbhxBxnuORKKP6oIQX7SMaAtUFEALw_wcB
- Serra, H. G. (2019). *Instrumentos de Financiamiento del Mercado de Capitales como Estrategia para el Desarrollo de las PyMEs en Córdoba* (Tesis de Contador Público). Universidad Siglo 21, Córdoba. Recuperado de <https://repositorio.21.edu.ar/bitstream/handle/ues21/16944/SERRA%20HECTOR%20GERMAN.pdf?sequence=1&isAllowed=y>