

UNIVERSIDAD F.A.S.T.A.

FACULTAD:

CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES

CARRERA:

CONTADOR PÚBLICO NACIONAL

SEMINARIO DE GRADUACIÓN

DOCENTE A CARGO:

CDOR. JORGE N. VIVES

ALUMNO:

ROGELIO ANDRÉS ECHEMENDI

TEMA:

“ OBLIGACIONES NEGOCIABLES ”

24/11/98



BIBLIOTECA

Caja 17-2
E-02

INDICE

Tema, problema, hipótesis, objetivos	
Naturaleza temporal, variables, unidad de análisis	4
Marco teórico	6
Síntesis, abstract	11
Desarrollo	12
Introducción	12
Descripción y características del contexto	15
Análisis comparativo	17
Forma de garantizar los títulos	19
Beneficios de las O.N	21
Contenido de las entrevistas	24
Entrevistas	25
Anselmo S.A.	25
Cooperativa ALFA	27
Trafer S.A	29
BALTRA S.A.	31
Molinos Tres Arroyos S.A.	33
Cdor. Victor Escudero	35
Análisis de las entrevistas	37
Situación financiera	37
Planeamiento de las inversiones	38
Financiamiento de la empresa	38
Medios que utilizan	39
Grado de conocimiento e interés	40
Caso práctico de emisión de O.N.	41
Proyecto de inversión	41
Financiamiento del proyecto	41
Mecanismo operativo	42
Convocatoria Asamblea Extraord.	42
Acta de Asamblea Extraord.	42
Acta de directorio	44
Prospecto de emisión	49
Presentación en la Bolsa de Comercio	55
Modelo de emisión	58
Conclusión	61
Bibliografía	62

TEMA: Obligaciones Negociables para PyMes

PROBLEMA: Interés en la utilización de las O.N.

HIPÓTESIS

Ante la indebida asistencia financiera del sector agroindustrial, las obligaciones negociables se presentarían como una alternativa de financiamiento, para que el empresario obtenga ese apoyo que necesita.

OBJETIVOS GENERALES:

- a- Indagar la situación financiera del sector y cómo es asistido el mismo.
- b- Indagar si hay razones por las cuales las O.N. podrían ser una alternativa de financiamiento.
- c- Plantear la implementación de las mismas.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS:

- a- Analizar la situación financiera y los instrumentos que habitualmente se utilizan.
- b- Realizar un análisis comparativo de las O.N. con las demás alternativas de financiamiento conocidas, incluso la emisión de acciones.
- c- Demostrar los beneficios de éstos títulos de deuda.
- d- Analizar las razones por las que las pymes del sector agroindustrial se deben interesar en emplear las O.N.
- e- Determinar el contexto en el que se colocarán.
- f- Evaluar el interés de los potenciales emisores.
- g- Plantear la manera de garantizar los títulos.

NATURALEZA TEMPORAL: Sincrónica.

UNIVERSO: Pymes del sector agroindustrial de Tres Arroyos.

UNIDAD DE ANÁLISIS: Las pymes del sector que incluyen:

- Fabricantes de bienes de capital.
- Prestadores de servicios.
- Productores de insumos.
- Agroalimentarias.

VARIABLES TEÓRICAS:

- a- Tipo de organización:
 - Cooperativa.
 - Sociedad Anónima.
 - S.R.L.
 - Otras.

b- Tamaño de la empresa emisora (capital):

- hasta \$1000000
- hasta \$5000000
- hasta \$10.000000

c- Rama de la actividad:

- fabricante de bs. de capital
- productores de insumos
- prestadores de servicios
- agroalimentarias.

d- Tipo de garantía:

- común
- especial
- flotante

e- Tipo de título:

- al portador
- nominativos
- endosables
- no endosables

f- Volumen de financiamiento:

- hasta \$200000
- hasta \$500000
- más de \$500000 y hasta \$750.000

g- Modalidades de emisión:

- simples
- convertibles
- canjeables
- ajustables
- con participación en utilidades

MARCO TEÓRICO

El estudio a desarrollar en este trabajo se halla vinculado a tres disciplinas; por un lado es necesario que el Estado a través de la POLÍTICA ECONÓMICA nos brinde las condiciones básicas para la utilización de este instrumento, y esto sólo se puede hacer adecuadamente en el marco de una economía ordenada. En segundo lugar al DERECHO COMERCIAL, que nos indica el marco regulatorio a través de sus normas. Por último el campo de las FINANZAS, en tanto nos permite identificar que alternativas existen para que una determinada actividad económica obtenga los recursos financieros, que requieren sus proyectos.

Estas tres disciplinas se deben combinar y analizar para poder concluir sobre que posibilidad existe en la instrumentación de las obligaciones negociables en el contexto elegido.

Conceptualmente las obligaciones negociables “son títulos valores representativos de un empréstito, generalmente de mediano o largo plazo, emitidos en masa o en serie por determinadas personas jurídicas autorizadas a ello por la ley de O.N”.(1)

Las obligaciones negociables constituyen una forma jurídica, entre tantas otras, representativa de una modalidad financiera, siendo ésta el elemento ejemplificativo principal por estar legislado especialmente.

En cuanto a la POLÍTICA ECONÓMICA, es importante señalar que los altos requerimientos de capital, generalmente, no pueden provenir totalmente de fondos propios de las empresas. A causa de ello, éstas deben endeudarse para obtenerlos; lo cual implica como mínimo las siguientes condiciones básicas: a) la estabilidad monetaria; b) la sencillez del sistema impositivo; c)tasas de interés razonables; y d) ahorro interno adecuado.

a) La estabilidad monetaria (inflación no superior a un 5% anual) presupone una política asentada en el control del gasto e inversión públicos y en un sistema tributario que sea lo más sencillo posible, lo cual permite combatir eficazmente la evasión impositiva.

b) La sencillez del sistema impositivo básicamente consiste en primer lugar, en impuestos de fácil determinación por el fisco, de manera que el costo de recaudación y fiscalización sea el menor posible, siguiendo con los impuestos que tiene que liquidar el contribuyente, especialmente los más pequeños, sea lo menos complicada posible y por último facilitar al contribuyente el pago de sus impuestos, habilitando al efecto la mayor cantidad de lugares en los cuales aquél pueda pagarlos.

c) Tasas de interés adecuadas a dicho nivel máximo de inflación, es decir tasas pasivas del orden de un máximo de un 7% y tasas activas (interés que los bancos cobran por prestar dinero) del orden de un máximo del 11%. Esta diferencia del 4 puntos (técnicamente denominada spread) debe incluir los costos del banco y su utilidad.

(1) Blaquier, R. “Dcho. empresario”. Edit. De Palma, pág. 74

d) ahorro interno destinado a gastos e inversiones productivas y no a solventar un déficit fiscal. "Cuanto mayor sea el ahorro interno, será superior la confianza de los capitales nacionales respecto de su país y menos se dependerá de capitales provenientes del exterior".(2) Esto no significa que los capitales extranjeros no sean convenientes, siempre serán necesarios, sobre todo en países emergentes como la Argentina, pero la confianza de la población mediante la puesta a disposición de sus ahorros para la inversión productiva es una gran ayuda a la economía nacional.

El DERECHO COMERCIAL es el conjunto de normas, principios y procedimientos que regulan las relaciones comerciales. Nuestro ordenamiento jurídico ha contemplado la emisión de títulos u obligaciones representativos de deudas sociales, este tratamiento ha ido evolucionando de acuerdo al contexto económico social imperante en nuestro país.

La emisión de títulos representativos de deuda fue asumiendo diversas modalidades hasta adoptar la forma de un instrumento depurado y aplicable, denominado Obligaciones Negociables. Comenzó con la Reforma de 1862 al Código de Comercio, que introdujo los artículos 365-368, referentes a la emisión de obligaciones. Posteriormente se sancionó la ley 8875 del año 1912 sobre debentures que los sustituyó.

En el año 1972 se sancionó la ley de sociedades comerciales 19550 que incluía en sus artículos 325 a 360, un régimen para contraer empréstitos "mediante la emisión de debentures y obligaciones negociables" (art. 325 L.S.C.), "conforme a esto las obligaciones negociables y los debentures eran una denominación distinta aplicable a un mismo título, por lo tanto estos dos instrumentos eran equivalentes, tenían igual régimen jurídico".(3)

La ley 23576 de obligaciones negociables, crea entre ambos títulos un distingo que nunca existió en nuestro derecho positivo, otorgando el nuevo régimen a las O.N. y reservando la ley 19550 para los debentures. Ahora existe un régimen simplificado para las O.N., ya que "ofrece un instrumento de deuda fácilmente adaptable a las características y necesidades particulares de cada empresa".(4)

En cuanto al acceso de las **pymes** al mercado de capitales, existe a partir del decreto PEN 1087/93, un régimen tendiente a facilitar el mismo por medio de la oferta pública, la cual en síntesis dispone:

- a) Las pymes serán automáticamente autorizadas a hacer oferta pública de títulos valores representativos de deuda, previo registro ante la C.N.V.
- b) El monto máximo de las emisiones será de \$ 5.000.000

(2) Revista de la Bolsa de Comercio de Rosario, Nro. 1470, 12/1996

(3) Blaquier, R. obra citada, pág. 114

(4) Duprat, J.; "instrumentos financieros", pág. 227

c) Las emisiones deberán ser colocadas y negociadas en entidades autorreguladas autorizadas por la C.N.V. y por medio de los intermediarios acreditados ante ellos, y sólo podrán ser adquiridas por “inversores calificados”, que reúnan las condiciones de idoneidad profesional o técnica o de solvencia patrimonial.

“El fundamento de ello es que la menor información con que contarán los inversores (respecto del régimen común de oferta pública) se compensa con el requisito de que los títulos solo podrán ser adquiridos por inversores calificados, es decir, aquellos cuyos conocimientos técnicos les permita una adecuada evaluación de los riesgos involucrados y su solvencia patrimonial mayores posibilidades de soportarlos, en caso de concretarse”.(5)

d) estas emisiones estarán exceptuadas del requisito de calificación de riesgo (decr. PEN 2478/92), según el cual, para que las pymes se exceptúen de este requisito para la oferta pública de sus títulos, deberán reunir las siguientes condiciones:

Con respecto al emisor:

- El patrimonio neto de la emisora, según último balance, deberá ser inferior a los \$ 10 millones.
- Los ingresos por ventas de bienes y servicios del último ejercicio no podrán superar los \$ 20 millones.
- La emisora deberá tener su establecimiento principal ubicado en la zona de influencia del mercado autorregulado.

Con respecto a la emisión:

- el monto total de la emisión no podrá superar los \$ 3 millones
- la emisora no podrá realizar nuevas emisiones mientras la anterior no haya sido totalmente cancelada.

Con respecto al mercado donde coticen:

- tales títulos deben cotizar exclusivamente en mercados autorregulados en el interior del país.
- en la publicidad que se efectúe se mencionará expresamente que la emisión no cuenta con calificación de riesgo.

e) Estas emisiones gozarán del tratamiento impositivo del de la ley 23576 de obligaciones negociables.

El campo de las FINANZAS, involucra las diversas maneras de acceso al mercado o sistema financiero, con una gran cantidad de alternativas entre las cuales se encuentran los títulos valores que se ocupa este trabajo, las obligaciones negociables.

“El mercado o sistema financiero permite movilizar los ahorros, asignar el crédito y limitar, valorar e intercambiar riesgos resultantes de la actividad”.(6)

(5) Campos, Alberto, “Finanzas para la inversión”, Ed. Macchi, pág.443.

(6) Revista Novedades Económicas Nro.166, 10/94

El sector agroindustrial tiene en líneas generales tres vías de financiamiento. Dos de ellas pertenecen al mercado financiero, que “son el sistema bancario tradicional y el mercado de capitales (aún de muy escasa difusión), aunque ambos son interdependientes y no pueden diferenciarse con precisión debido a que movilizan los mismos recursos”(7) ; y, en tercer lugar, otra de gran difusión que es el sistema extrabancario.

El sistema bancario tradicional, es el que otorga una porción importante de fondos para el sector, a través de innumerables opciones crediticias, sea por préstamos hipotecarios, prendarios (sobre todo para la adquisición de bienes de capital) y personales (capital de trabajo), con un plazo razonable de acuerdo a los riesgos inherentes a la operación.

En los últimos años han surgido las cooperativas de crédito y también las cooperativas agrícolas, cumplen esta función.

Si bien su objeto es diferente; al estar formadas por productores agropecuarios, en estos entes el crédito es la actividad principal, mientras que la comercialización de productos y los otros servicios están subordinados a aquel.

“El tradicional negocio bancario entre depósitos y créditos se enfrenta con una tendencia de “desintermediación”, que se manifiesta mayormente en créditos de importantes volúmenes y plazos más extensos, los que se obtienen acudiendo directamente al mercado de capitales. De esta forma los inversores financian de manera directa a las emisiones de títulos de deuda en el mercado de capitales”.(8)

El mercado de capitales institucionalmente está conformado por bancos de inversión, bolsas de comercio, mercados de valores, y a ellos acuden los fondos de inversión y los inversores institucionales, buscando invertir en títulos públicos y privados.

El mercado de capitales ha evolucionado favorablemente en los últimos años, ya que se nutrió de confianza, de manera que el perfil de los inversionistas y las necesidades de los empresarios han encontrado en él alternativas para financiar sus actividades.

Es por ello que el gobierno está promoviendo que se estructuren, dentro de las economías regionales, estos mercados posibilitando su instrumentación. Para ello la Comisión Nacional de Valores ha organizado un sistema para la emisión de O.N. para PyMES, que pueden operar a través de mercados regionales.

De algún modo esto sirve para neutralizar las dificultades que tienen este tipo de empresas para incorporarse al mercado de capitales, ya que hasta estos tiempos, eso era un ámbito acotado a las grandes empresas.

Las fuentes extrabancarias de financiación son muy utilizadas en el sector, sobre todo en las pequeñas industrias con dificultades de acceso al crédito formal y por el productor agrícola-ganadero. Cabe distinguir dos categorías, la comercial y la financiera.

(7) Van Horne, J.; “Administración financiera”. Terc. edición, pág 397.

(8) Candiotti, M.; “Instrumentos financieros”, Edit. Macchi, pág. 58.

En la categoría **comercial**, las características y consecuencias de este sistema dependen de las modalidades del medio, siendo muy común principalmente en las zonas de agricultura subdesarrollada y de escasa capitalización. Este medio se caracteriza, en general, por el hecho de recurrir a solicitudes de adelantos al acopiador, proveedor o fuentes de insumos, con compras a corto y mediano plazo, lo que “puede significar para el tomador una pérdida de libertad de su manejo económico, ya que por lo general puede quedar atado en exceso a un determinado proveedor o acopiador y por lo tanto a tener que aceptar un precio o condiciones comerciales contrarias a sus propios intereses”.(9)

La otra fuente extrabancaria es la **financiera**, compuesta por los prestamistas. Se caracteriza por ser una fuente de financiamiento cara y otorgada bajo condiciones muy desventajosas y no siempre comerciales o normales. Su uso puede darse en zonas agrícolas con bajo grado de capitalización.

(9) Coscia, Adolfo; “Economía Agraria”, Ed. Hemisferio Sur, pág 212.

SÍNTESIS

- Las obligaciones negociables pueden constituir uno de los medios de obtener recursos financieros para el sector agroindustrial, el que ha sido postergado al acceso de los mismos durante décadas.
- Los empresarios del sector, podrán cubrir las necesidades de este recurso, al que solo podría acceder a través de los préstamos otorgados por entidades financieras, viéndose perjudicado no sólo por el costo del dinero, sino también por plazos excesivamente cortos, que no guardan relación con el retorno de la inversión.
- Estos títulos permiten neutralizar los inconvenientes generados por los medios convencionales en cuanto a costo y plazo.

ABSTRACT

Business duties could be one of the ways to obtain resources for the agroindustrial sector, which to access it was postponed. The industrial and the service supplier could get at this resource which access in the past was only through a loan given by financial companies, that harmful for its money cost but investment return within a short time. This titles low to avoid the inconvenients produced by the conventional way, being profitable in cost and term.

DESARROLLO

INTRODUCCIÓN

En el mundo de los negocios, el financiamiento ha tomado una importancia relativa superior a épocas anteriores, en los que el capital propio y los medios convencionales de financiarse eran suficientes para llevar adelante un proyecto empresario.

En las dos últimas décadas nuevas herramientas y un soporte material provisto por los distintos mercados de capitales diseminados en todo el mundo, han cambiado el escenario en el mercado financiero, junto con la mencionada necesidad por parte de los sectores productivos.

En nuestro país, con cierto retardo, debido a la situación macroeconómica que impero hasta principios de ésta década, la producción no era el eje central de la economía y si lo era la búsqueda de rentabilidad basada en la especulación financiera con la continua pérdida del poder adquisitivo de la moneda; y los proyectos eran de muy corto plazo en desmedro de las inversiones de capital.

A partir de la estabilidad monetaria se planteó un nuevo esquema de política económica, posibilitando la inversión en sectores productivos, que no habían sido asistidos financieramente porque la orientación de los capitales tenía otro destino. Esto produjo un aletargamiento en la incorporación de tecnología actualizada a la par de países desarrollados.

Uno de los sectores más afectados por la situación descrita ha sido el agroindustrial, ya que las políticas económicas lo usaron como variable de ajuste de una economía volcada a la asistencia social mediante el déficit fiscal, con el consiguiente endeudamiento público y/o emisiones monetarias.

El sector representa históricamente y en la actualidad entre el 55% y el 65% de las exportaciones, con sus productos primarios y sus derivados, incluyendo algunos bienes de capital. Demás está decir que los capitales producto de ahorro interno, deberían volcarse con mayor intensidad en la agroindustria.

En el sector agro-industrial, como en toda otra actividad económica, el productor o empresario se vale para operar tanto de los recursos propios como de los recursos ajenos.

“En líneas generales el crédito dinamiza la actividad y facilita una más rápida adecuación a los nuevos requerimientos del mercado y a los cambios e innovaciones técnicas, esto último es de particular importancia en épocas como la presente, en que estamos viviendo una verdadera revolución tecnológica. Analicemos por ejemplo si hubiera sido posible, sin la ayuda del crédito, lograr el acelerado proceso de mecanización que experimentó el sector pampeano en el último cuarto de siglo”.(10)

(10) Coscia, Adolfo. Obra citada. Pág 243.

(11) Rev. del Instituto Argentino de M. de Capitales, Nro.12, 04/92.

“El crédito facilita al empresario los medios materiales necesarios para “optimizar” los resultados de su explotación, de ahí que deba considerársele como una fuerza creadora de riqueza”.(11)

Para el sector agro-industrial de esta zona del sudeste, formado por empresas pequeñas y en menor medida medianas, la situación crediticia y las dificultades de financiamiento datan de varias décadas atrás. Sería interesante enumerar algunos de los factores, los que luego en el desarrollo del trabajo serán analizados más detenidamente, sobre todo con los datos empíricos relevados:

- a) falta de nivelación de la tasa de interés pagada por las pymes con los parámetros internacionales, lo cual impacta directamente sobre los costos de producción, y ante la absoluta imposibilidad de trasladarlos a sus precios, este mayor costo produce una disminución en el margen de utilidad.
- b) la asincronía de los plazos y el alto costo de los fondos mencionados en el párrafo anterior provocan en buena medida el nivel de endeudamiento, debido a el arrastre de muchos años de exacción de su legítimo ingreso y en la consecuente descapitalización de las empresas.
- c) “la adaptación que necesariamente deben realizar las empresas agropecuarias ante el significativo cambio en el marco macroeconómico, es imposible de concretar sin la fluida disponibilidad de capital necesario para las inversiones, a tasas de interés y plazos acordes con las características propias de sus proyectos”.(12)
- d) a partir del cambio coyuntural en nuestra economía, se incrementó la demanda de capital en giro y por lo tanto se incrementó la demanda de fondos para financiarlo, las razones son varias, se pueden mencionar entre ellas las siguientes:
 - d.1: desapareció el financiamiento a tasa negativa que brindaban los organismos recaudadores de impuestos, dado que antes las tasas por mora eran menores que las de mercado;
 - d.2: se redujo la evasión impositiva, con la consecuente detracción de riqueza y disponibilidad de fondos;
 - d.3: se generó un inédito clima de competencia comercial (blanqueo, apertura económica, desregulación, etc.) que también cambió las condiciones de financiación de las empresas, ya que los plazos de pago se estiraron por también lo hicieron los de cobro;
 - d.4: un incremento en los costos en las empresas agropecuarias, cuyo financiamiento no es simétrico con el retorno en ingresos de los mismos.

Todas estas razones han provocado un incremento del capital en giro o de trabajo para poder solventar financieramente un ciclo productivo.

(12) Coscia. Obra citada.

- e) Otro aspecto que afecta el financiamiento del sector es la formalización del crédito, esto impide el acceso al mismo a quienes no son capaces de presentar balances o flujos de fondos en orden, y quedando condenados a formas precarias de endeudamiento, como los acuerdos de sobregiro en cuentas corrientes a tasas altísimas que solo sirven para financiar la agonía, esto demuestra que a veces la inaccesibilidad al crédito puede ser también por deficiencias de gestión o gerenciamiento.
- f) y por último, la crisis financiera aguda provocada por el “efecto tequila”, a principios del '95, determinó un periodo de asfixia de fondos que afectó particularmente a las pymes, ya que el sector en años anteriores, en general, había contraído préstamos, y quien los otorgó requería de la cancelación de los mismos, sin poder refinanciar dichos préstamos. Bajo ésta restricción financiera generalizada, prevalecía el financiamiento mediante adelantos en cta. cte. y la utilización de mercados informales para las empresas de menor tamaño.

Una de las herramientas de financiamiento aplicables, serían las obligaciones negociables, instrumento aún no utilizado para la obtención de fondos a largo plazo, por las unidades económicas bajo análisis.

Las obligaciones negociables, incorporadas a través de la ley 23576/89, son títulos valores emitidos en serie, por una compañía o ente autorizado, representativos de un empréstito, comúnmente al portador, que confieren al titular el derecho de reembolso del capital y una renta, conforme a las condiciones de emisión. Pueden emitirlos, las sociedades por acciones, las cooperativas, las asociaciones civiles y las sucursales de las sociedades constituidas en el extranjero. En el caso de obligaciones convertibles, solo pueden emitirlas la sociedades por acciones.

DESCRIPCIÓN Y CARACTERÍSTICAS DEL CONTEXTO

UBICACIÓN

El partido de Tres Arroyos se divide en 12 cuarteles con una superficie de 580.609 hectáreas. Abarca una extensa llanura en el Sudoeste de la Provincia de Buenos Aires.

Limita al norte con los partidos de Adolfo González Chaves y Coronel Pringles, al este con el partido de San Cayetano, al oeste con el partido de Coronel Dorrego y al sur con el océano Atlántico.

ASPECTOS DEMOGRÁFICOS

El distrito de tres Arroyos según datos registrados en el último censo cuenta con 62.179 habitantes distribuidos entre las localidades más importantes y la ciudad cabecera de la siguiente manera:

- - Tres Arroyos: 44.946 habitantes.
- - Claromecó: 893 habitantes.
- - Copetonas: 1.246 habitantes.
- - Orense: 2.204 habitantes.
- El resto de la población se distribuye en otros asentamientos urbanos de menor tamaño. La densidad poblacional es de 10,6 hab/km.2.

PRODUCCIÓN

Tres Arroyos ha desarrollado económicamente un espectro de actividades sustentadas en diversos factores que han coadyuvado su crecimiento, motivo por el cual se proyecta, considerando sus potencialidades, en un interesante centro de inversiones productivas.

- PRODUCCIÓN AGRÍCOLA

En primer término los factores climáticos y condiciones del suelo han hecho de la región un centro agrícola por excelencia. Esto permite una producción de diversos cultivos, tales como trigo pan, trigo candeal, girasol, cebada, maíz, soja, avena y lino.

Las superficies sembradas en nuestro partido en el período 97/98, alcanzaron las 372300 hectáreas. En el siguiente cuadro se muestran los porcentajes destinados a cada cultivo en el distrito.

Trigo pan.....	46,12%
Girasol.....	35,1%
Cebada.....	6,81%
Maíz.....	4,34%

Trigo candeal.....	2,85%
Avena.....	2,66%
Lino.....	1,36%
Alpiste.....	0,54%
Soja.....	0,22%

Considerando que según el último Censo Nacional Agropecuario existen en el partido 1326 explotaciones y se distribuyen de la siguiente manera de acuerdo al tamaño:

Hasta 100 has	298 explota.	22,5%
de 101 a 400 has	591 explota.	44,6%
de 401 a 1000 has.	326 explota.	24,5%
más de 1000 has.	110 explota.	8,4%

- PRODUCCIÓN GANADERA

Respecto a la producción ganadera, las excelentes pasturas existentes hacen posible la invernada y cría de bovinos, ovinos y porcinos, los que producen carnes de gran calidad y la posibilidad de explotación tambera.

Según datos obtenidos en enero del '97 existen en el partido 247.207 cabezas de vacunos, 193.981 de lanares, 5.284 de porcinos y 4.440 de equinos. Si se consideran las distintas actividades y sobre un total de 813 establecimientos ganaderos, 223 se dedican a la cría, 65 a la invernada, 485 combinan entre cría e invernada y 40 se dedican a actividades tamberas. Esta distribución está expuesta en el siguiente cuadro.

Actividad	Distribución
Cría.....	27,42%
Invernada.....	8%
Invernada y cría.....	59,6%
Tambo.....	4,38%

- PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Considerando la producción industrial, Tres Arroyos ofrece importantes ventajas comparativas para la radicación fabril. Las empresas productoras del sector alimenticio encuentran en la región el suministro necesario de insumos; las dedicadas a las maquinarias e implementos agrícolas la demanda justificada para la colocación de los mismos; las inversiones en fertilizantes y agroquímicos la importante superficie dedicada al agro y la trascendencia de mantener los rindes y la calidad de producción. Este sector cuenta con la ventaja de la existencia de un parque industrial, el cual ofrece los servicios necesarios y las regalías establecidas por ley para la radicación de empresas industriales.

Sobre la base de las 57 más importantes, pueden destacarse los siguientes porcentajes determinados por rubros:

- maquinarias e implementos, 25%
- construcción, 4%
- petroquímicas, 2%
- metalúrgicas, 25%
- fertilizantes 5%
- alimenticias, 22%
- otras, 17%.

Dentro de las industrias dedicadas a la elaboración de productos alimenticios, merecen destacarse las diversas actividades desarrolladas, que abarcan la elaboración de derivados del sector agrícola, que se detalla en el gráfico 3.

ANÁLISIS COMPARATIVO DE LAS O.N. CON OTROS INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO

- a) Diferencia con los debentures: tanto los debentures como las obligaciones negociables son títulos valores representativos de una deuda de la emisora con el suscriptor originario o titular por transmisión, quien es acreedor de la primera.

A partir de la ley 23576, se diferencian básicamente por;

- quien puede emitirlos: los debentures solo pueden ser emitidos por sociedades por acciones y las O.N. pueden emitirlas además de las mencionadas, las s.r.l., las asociaciones civiles, las cooperativas y entidades del estado.
- necesidad o no de previsión estatutaria expresa: en el caso de las O.N., no es necesario que el estatuto de la emisora contemple expresamente la posibilidad de su emisión, sí para los debentures.
- exigencia o no del fideicomisario. previo a la emisión de los debentures, la emisora está obligada a celebrar un contrato de fideicomiso con un banco, básicamente “destinado al control de las integraciones y la defensa conjunta de

los intereses de los futuros debenturistas; ello no es requisito indispensable para las O.N.”.(13)

- calidad de títulos ejecutivos: la ley le otorga a las O.N. expresamente a los tenedores acción ejecutiva para reclamar el capital, actualizaciones e intereses; “la falta de una norma expresa al respecto crea dudas acerca de la ejecutoriedad de los debentures”.(14)
- b) diferencia con los títulos de deuda de corto plazo con oferta pública: son títulos que tienen una naturaleza jurídica parecida pero no igual a las O.N.; que se distinguen por:
- los títulos de deuda de corto plazo solo pueden emitirse bajo la forma simple, no pueden ser convertibles en acciones de la emisora.
 - la finalidad de las O.N. es representar deudas a mediano o largo plazo, en cambio los títulos a que se refiere este punto instrumentan deudas a corto plazo, para satisfacer requerimientos de liquidez transitoria de las empresas, situación que técnicamente se la denomina “necesidades de tesorería”.
- c) diferencia con los bonos previstos por la ley 19550: estos bonos de goce y de participación que la ley de sociedades comerciales permite emitir a las sociedades no tienen semejanzas con las O.N., ya que no instrumentan deudas de la sociedad emisora; son creados atendiendo a necesidades y causas diversas, apuntan a finalidades distintas y son limitados en lo que se refiere a las personas a favor de quienes se lo puede emitir; a diferencia con las O.N., la posibilidad de emitir estos bonos debe estar expresamente previsto en el estatuto.
- d) diferencia con las acciones: si bien tanto las acciones como las O.N. son títulos valores, se “diferencian netamente en que la acción representa una parte del capital social y consecuentemente otorga al titular el carácter de socio”(15) (accionista y no acreedor) es decir, participación en la sociedad mediante un porcentaje del capital social. En cambio, las O.N. representan una deuda de la emisora; su titular es un acreedor (no socio), el solo hecho de ser obligacionista no otorga participación alguna en el capital de la emisora ni derecho alguno a utilizar sus instalaciones.

Las O.N. convertibles otorgan al obligacionista la calidad de acreedor al igual que las simples, pero además y a diferencia de aquellas, la dan el derecho de optar por dar por cancelada la deuda mediante la suscripción de acciones emitidas a tal efecto por la emisora a un precio predeterminado o determinable establecido en la emisión, de este modo cambia la condición de acreedor por la de socio.

(13) Blaquier, R.; obra citada, pág 167.

(14) Blaquier, R.; obra citada, pág 170.

(15) Kennedy, R. “Estados Financieros”. Uthea. Pág 456.

FORMA DE GARANTIZAR LOS TÍTULOS

Un aspecto clave es la forma en que las O.N. se garanticen, ya que en buena medida va a determinar el interés de los inversores en adquirirlas. Estas garantías representan las seguridades que la emisora otorga a las O.N. que ha emitido respecto del cumplimiento de las obligaciones a su cargo derivadas del empréstito, es decir; en principio el pago del capital e intereses en tiempo y forma y además en el caso de las O.N. convertibles el cumplimiento de la obligación de la conversión.

Para el caso particular de las PyMes existe un organismo llamado FoGaBa SAPEN que brinda el servicio de prestar garantías en favor de las emisoras, respaldandolas con su patrimonio avalado por la Provincia de Buenos Aires.

Este sistema de garantías está desarrollado en el punto siguiente como un respaldo, además de conocer la opinión de algunos de los entrevistados sobre este organismo.

Las garantías deben ser iguales para todas las O.N. de una misma emisión, pero puede variar en caso de existir diversas emisiones, alternativa que no es el caso para el régimen especial de las pymes, que no podrán realizar nuevas emisiones mientras la anterior no haya sido totalmente cancelada.

Se pueden emitir O.N. con garantía común, garantía especial, garantía flotante: pueden ser garantizadas por cualquier otro medio.”Las garantías se constituyen por las manifestaciones que el emisor realice en las resoluciones que dispone la emisión”.

- Garantía común: esta manera otorga a los acreedores la calidad de acreedores quirografarios de la emisora. Esta garantía no otorga privilegio alguno, simplemente consiste en que el patrimonio de la emisora responde por las deudas, consecuentemente, los obligacionistas cuyas O.N. tienen garantía común no se diferencian de otros acreedores corrientes de la sociedad.
- Garantía especial: quedan afectados al pago de las O.N. emitidas con tal garantía bienes determinados de al emisora susceptibles de hipoteca. La garantía especial otorga a los obligacionistas el privilegio de tener la calidad de acreedores hipotecarios de la emisora, ya que “consiste lisa y llanamente en el otorgamiento de hipoteca de uno o varios inmuebles de la emisora”. Se trata de una hipoteca con garantías especiales porque; a) se constituye por la manifestación unilateral del emisor, a diferencia de lo habitual que es una constitución mediante contrato; b) debido a la garantía se constituye con la emisión y antes de ser suscritas el beneficiario de tal hipoteca es indeterminado, esto se debe a que antes de que sean colocadas en el mercado estas estén debidamente garantizadas; c) para la transmisión de dicha hipoteca solo es necesario la transferencia de la O.N., sin requisitos de inscripción registral; d) se constituye y puede ser cancelada por declaración unilateral de al emisora; e) esta hipoteca puede constituirse hasta por 40 años, a diferencia de la hipoteca común que puede registrarse hasta por 20 años.
- Garantía flotante: la emisión de O.N. con esta garantía constituye un privilegio que afecta a su pago todos los derechos, bienes muebles e inmuebles, presentes y futuros

o una parte de ellos de la entidad emisora, y otorga los privilegios que corresponden a la prenda, y a la hipoteca según el caso.

Se trata de una garantía sui géneris, por cuanto recae sobre bienes indeterminados, y no está sujeta a inscripción. Debido al principio de libre disposición y administración por parte de la emisora, “las cosas afectadas a la garantía desaparecen y se sustituyen por otras sin intervención del acreedor, y “entonces solo resulta del privilegio que en favor de las obligaciones con garantía flotante pesa sobre las cosas existentes en el momento de hacerse efectiva la garantía”.

- Garantías reales: presentan la característica distintiva de tener asiento sobre un bien determinado, inmueble o mueble según los casos, que quedan afectados especialmente al cumplimiento de la obligación garantida, si el deudor no la atiende oportunamente. estas garantías pueden ser otorgadas por un deudor o por un tercero.
- Garantías personales: es con la garantía personal de al emisora. Los obligacionistas que cuenten con garantía común tienen el carácter de quirografarios frente a quien ha otorgado tal garantía. estas son generalmente el aval y la fianza.

BENEFICIOS DE LAS OBLIGACIONES NEGOCIABLES

Para enumerar los beneficios de estos títulos, es necesario estudiarlos de manera comparativa. Esto en parte está realizado con respecto a otros títulos por lo tanto hacerlo nuevamente sería redundante, pero sí es necesario efectuarlo en relación a los demás medios de financiamiento, en definitiva los que emplean las pymes del sector en nuestra región, las cuales representan nuestra unidad de análisis en este trabajo.

Los beneficios que poseen estos títulos, van a influir directamente en las razones por las cuales las pymes de Tres Arroyos se interesen en utilizarlos. Evidentemente hablar de comparaciones presupone que las pymes bajo estudio son sujetos jurídica y técnicamente capaces de acceder a un medio como las obligaciones negociables. Cumplidas estas condiciones los beneficios serían los siguientes:

- 1) **Costo de financiamiento: incluidas las comisiones y demás gastos de emisión y colocación.** El costo financiero de los títulos es inferior al de un préstamo otorgado por una institución financiera, aun siendo este garantizado con hipoteca. Esto se debe a la “desintermediación” por parte de los bancos, por lo tanto los ahorristas financian directamente las emisiones en el mercado de capitales, arbitrando las tasas activas y pasivas. Si las colocaciones se hacen al 7/8 % anual y los fondos en préstamo se toman al 18/20 %, al inversor le resulta interesante colocar al 12/14 % y al tomador recibir los fondos a esa misma tasa, mas los gstos.
- 2) **Plazo:** Obtener financiamiento en un banco por un plazo de 3 o más años no es sencillo. Las O.N. son utilizadas para el largo plazo. Este plazo es vital para que un proyecto de inversión pueda llevarse a cabo con una relación lógica costo-ingreso, y períodos de amortización adecuados, lo que permitiría respetar la regla del equilibrio financiero mínimo. Una de las características de nuestras PyMes es financiar activos fijos con deudas de muy corto plazo, las cuales son de muy difícil cancelación ya que estos activos generan ingresos a un plazo mayor, lo que provoca un ahogamiento financiero. Las O.N. se emitirían a un plazo que permita obtener de la inversión el retorno necesario para la cancelación de los títulos, con los flujos de fondos positivos obtenidos.
- 3) **Opción de convertir el título en acciones:** Las O.N. convertibles conjugan los intereses de ambas partes involucradas en el empréstito. La emisora las emite teniendo en cuenta la posterior conversión de la deuda en su capital social, de manera tal de cancelar todo o parte del empréstito, si los obligacionistas optan por convertir, con el menor desembolso posible. La contrapartida de ello es que los obligacionistas-acreedores pasarán a ser accionistas mediante el aumento de capital de la emisora consecuencia de las acciones originadas en la conversión. “El inversor suscribe las O.N. convertibles especulando con que mediante la conversión obtendrá las acciones a un valor inferior al precio de ellas vigente si en tal momento las comprara en el mercado”.

Cabe señalar que los accionistas de la emisora que no suscriban las O.N. perderán participación en la emisora con las conversiones que efectúen los obligacionistas, a

causa de no suscribir el aumento de capital producto de la emisión de acciones con destino a la conversión.

Para la emisora, la ventaja de la emisión de O.N. convertibles básicamente consiste en obtener fondos, para capital de trabajo, refinanciación de pasivos, inversiones, bajo mejores condiciones que un préstamo común, especulando con que la favorable evolución de los negocios, y el consecuente aumento del valor de las acciones que ha emitido, motive a los obligacionistas a optar por convertir sus O.N. en acciones emitidas por la emisora, en vez de cobrar sus créditos. La emisión de estos títulos básicamente persigue que la emisora obtenga fondos correspondientes a un aumento de capital por suscripción en forma anticipada, debido a que por el momento la emisora considera que las acciones correspondientes no podrán colocarse en forma satisfactoria.

La ventaja de las O.N. convertibles para el obligacionista consiste en la posibilidad ya sea de adquirir acciones de la emisora a un precio inferior al de mercado, o bien en esperar que tal precio suba debido a la buena evolución de las acciones de la emisora, lo cual será posible en buena medida a causa del empréstito obligacionario. De todos modos el acreedor podrá optar de permanecer como acreedor y cobrar su crédito sin convertirse en accionista de la emisora.

4) **Garantía del FOGABA:** La estructuración de una emisión de obligaciones negociables a plazo y costo aceptable para las empresas y los inversores se ve favorecida por la presencia del Fondo de Garantías de Buenos Aires (FOGABA S.A.). Esta institución a través de un convenio celebrado con el Mercado Regional de Capitales otorgará los avales y garantías requeridas a las emisiones de O.N. que mejoran sustancialmente los problemas de capacidad de repago y facilitan la aceptación y colocación de estos títulos en los inversores calificados.

La propuesta es que cualquier empresa Pyme que cuente con un proyecto o requiera fondo a mediano plazo, pueda emitir obligaciones negociables. En base a la bondades del proyecto y a la situación patrimonial de la empresa, obtendrá una garantía por parte de FOGABA por el 75% de la emisión, y constituye un fideicomiso financiero de garantía por el pago del 25% restante del capital adeudado. El FOGABA para otorgar esta garantía como AAA en el mercado argentino, que brinda posibilidades de colocación y la admisión por parte del mercado financiero que prefiere este tipo de garantías a las que ofrecen comúnmente las pymes, para esta prestación se solicita al empresario una contragarantía que puede ser hipotecaria y/o prendaria en una relación 1 a 1 con el monto garantizado.

5) **Colocación a través de terceros (underwriting):** Este es un contrato que está estrechamente vinculado con el mercado de capitales. Se trata de un contrato "entre una entidad financiera y una entidad emisora de valores mobiliarios, por medio del cual la primera asume la obligación de prefinanciarle a la segunda, con garantía o sin ella, una emisión de títulos".

Por este tipo de acuerdo la entidad adquiere en la práctica el monto convenido de la emisión, quedando desde ese momento la empresa emisora, liberada del riesgo por la falta de colocación de los títulos. El agente colocador como se le llama habitualmente a quien se compromete a vender los títulos debe tratar de vender las emisiones en el plazo mínimo posible, para lograr rápidamente el retorno del capital invertido.

6) **Régimen fiscal:** Los tenedores de obligaciones negociables quedarán sujetos al tratamiento conforme al siguiente detalle:

- a- impuesto a los sellos: están exentos los actos, contratos y operaciones, incluyendo entregas o recepciones de dinero, relacionadas a la emisión, suscripción y colocación.
- b- impuesto a las ganancias: están exentos de este tributo;
 - los resultados provenientes de la compraventa, cambio, permuta y disposición de las O.N.
 - los intereses que generan las O.N.
- c- Impuesto sobre la transferencia de títulos valores: están exentas las que se realicen en el mercado abierto y bursátil.
- d- impuesto al valor agregado: están exentas las operaciones financieras y prestaciones relativas a emisión, suscripción, colocación, transferencia, amortización e intereses.
- e- todos los pagos de capital e intereses con respecto a las O.N. y cupones se harán libres de retenciones o deducciones en concepto de impuestos, derechos, gravámenes o cargas gubernamentales de cualquier naturaleza retenidos o fijados dentro de la República Argentina o de cualquier autoridad en la misma que tenga facultades fiscales.

FRIGORÍFICO ANSELMO S.A.I.C.I.F.

UBICACIÓN: Av. Constituyentes y ruta 228, Tres Arroyos.

ACTIVIDAD: matanza, faena y comercialización de carnes.

Los entrevistados son el gerente administrativo, Sr. Omar González y el asesor administrativo-financiero Cdor. Bonifacio.

ENTREVISTA

1.a y 1.b) En Tres Arroyos son tantas las actividades que es muy difícil poder opinar en general, yo podría opinar sobre el sector al que pertenecemos, o sea la industria y también la situación del productor ya que tenemos un contacto permanente.

En principio el productor está bastante endeudado, y no solo porque haya más crédito disponible, sobre todo porque en el '95/96 tuvieron un mercado de granos muy bueno, con precios que duplicaron los históricos y se animaron a endeudarse. Tal vez confiaron en que los precios se iban a mantener y algunos en este momento tienen problemas con los bancos.

En la industria se han endeudado no porque anden mal, sino porque han tenido algún proyecto de inversión, por supuesto que hay más posibilidades que antes de obtener dinero, siempre hablando de una empresa seria y que dé garantías, no solo patrimoniales sino también de una imagen en el mercado local.

Ahora los bancos tienen mucha información para poder detectar o decidir a quien darle financiamiento, si tenés antecedentes negativos los van a conocer con toda seguridad. Eso para quien haya tenido un traspie en algún momento, ni siquiera muy grave puede tener alguna dificultad. En este aspecto creo que el sistema es un poco rígido, por lo tanto el que no cumple con los requisitos pedidos por los bancos va a tener problemas financieros.

1.c) El planeamiento es algo que se va a imponer, porque lo van a exigir los que prestan dinero. Ha cambiado el criterio para dar un préstamo, antes se basaban en el capital, ahora no es tan así, analizan cuales son tus posibilidades para poder pagar ese préstamo. Al banco les conviene que les devuelvas el dinero y sus intereses, y no ejecutar bienes judicialmente. El negocio es financiero y no inmobiliario. En nuestra ciudad ha sucedido lamentablemente, que los bancos no han tenido otro remedio que pedir la quiebra de sus deudores o directamente remarle los bienes en garantía por no tener en cuenta la capacidad de pago, sino que bienes tenía para responder en caso de no cumplir.

De todos modos, y respondiendo tu pregunta, los que planean son las empresas organizadas y con una estructura administrativa. El pequeño empresario solo hace un programa de producción y un cuadro de ingresos y egresos para el año venidero.

2.a) Ambos, por supuesto. Si bien no es significativo el endeudamiento porque la mayor parte de nuestro pasivo está formado por la compra de vacunos, que lo hacemos a un plazo de 30 a 60 días. Tenemos algunos préstamos para la renovación del parque automotor y de alguna maquinaria.

2.b) La proporción (según balance) de los recursos con respecto al activo es 36% de pasivo y 64% del patrimonio neto. Parece alto pero tenemos un activo corriente suficiente, generado por los deudores por ventas que nos permite cancelar con tranquilidad el pasivo generado por la compra de hacienda. Los plazos de cobro de

nuestras cuentas es inferior al plazo de pago a nuestros principales acreedores que son los ganaderos. La tercera parte de ese pasivo es por préstamos a largo plazo, que están asociados a alguna inversión específica.

2.c) Yo creo que la empresa cuenta con los medios como para funcionar normalmente, no hay sobresaltos.

2.d) Como te dije principalmente con los productores ganaderos, con los plazos de compra, y no te podría decir a que tasa, porque estaría dentro del precio, si la compra fuera al contado inmediato el precio sería un poco inferior. El costo de los préstamos rondan una tasa del 13%, tal vez más aquellas que son de movimiento, más o menos del 18%.

2.e) Con la estructura actual, en cuanto a la capacidad de producción que tenemos no creo que sea necesario. La actividad puede crecer en el futuro, en función de la posibilidad de que aumente por un lado el consumo interno, lo que es poco probable, y por otro en el aumento de las exportaciones. Si sucediera una cosa u otra, la capacidad de producción necesariamente tendrá que aumentarse, y para ello se requerirá una gran inversión. En ese caso, al menos en parte se va a tener que financiar con terceros.

Otro factor que nos puede beneficiar y por lo tanto incrementar las ventas es la rebaja en la alícuota del IVA al 10.5%, porque impide en parte la competencia desleal por evasión fiscal, algo que ha perjudicado mucho a nuestro sector, al menos a los que cumplimos con los impuestos.

2.f) Lo que ocurre que la tasa de rentabilidad de la empresa varía con el precio de la hacienda, si bien hay un margen de rentabilidad sobre el precio, el precio al que yo hoy vendo se basa en el mercado del día y no con el precio al que yo compre el animal, y el mercado fluctúa permanentemente. Por eso hoy puedo estar ganando mucho y mañana se da la situación inversa.

Si tomamos la cifra del balance en el último período, y calculamos el costo financiero y la rentabilidad, te puedo decir que la tasa financiera es mayor que el rendimiento que se obtiene del activo, pero en definitiva como nuestro endeudamiento es bajo no nos afecta mayormente a la rentabilidad, la cual es positiva. Si nos financiáramos todo con recursos ajenos ya estaríamos en la quiebra.

2.g) Aquellos préstamos para maquinarias y equipos guardan relación y la compra de hacienda también ya que nuestras ventas son a muy corto plazo.

2.i) Conozco las obligaciones negociables, pero lo veo como algo lejano a los que las pymes pueden acceder. Yo creo que si las llevas a la bolsa de comercio, sería difícil que a alguien les interese. Desde el punto de vista empresa, por supuesto que sería una buena posibilidad, pero hay que ver si te las compran. Es más teoría que práctica.

Hoy por hoy no es accesible a la pyme, porque si bien hay agentes colocadores, pero para eso tenés que darle la seguridad de que vas a cumplir. Está el ejemplo del banco Mayo, que fueron colocadas por otro banco, y ahora el Mayo está en grandes dificultades. Por eso te digo que en teoría son interesantes pero después las veo muy lejanas

2.j) Si se tendría un proyecto de inversión, que por ahora no lo hay, se analizaría el tema. Si el mercado se ampliara por lo que te dije antes podría ser. Y tendría que ser en mejores condiciones de las que te pueden ofrecer los bancos.

COOPERATIVA AGRÍCOLA LTDA. ALFA

UBICACIÓN: sede administrativa: Saavedra 394, Tres Arroyos.

ACTIVIDAD PRINCIPAL: comercialización y acopio de productos agropecuarios.
La entrevistada es la vicegerente de la cooperativa, **Sra. Elba Weinzetell**.

ENTREVISTA

1.a) Yo creo que el endeudamiento es significativo, pero no alarmante. Teniendo en cuenta como se encuentran otras regiones de nuestro país, en esta zona estamos bastante bien, por supuesto que hay muchos casos de empresas o productores que tienen muchas dificultades, pero se debe más a malas administraciones o que están endeudados de hace mucho tiempo y no han podido salir del paso.

1.b) Si. Pero cada vez son más los requisitos que hay que cumplir, por eso es que hay gente que tiene problemas, deben mucho y tal vez no les dan la posibilidad de refinanciación porque no cumplen con estos requisitos. Me refiero principalmente a los pequeños productores.

1.c) Depende de la empresa que estemos hablando, las empresas chicas te diría que no, pero las más grandes por lo general planean sus inversiones.

2.a) Nosotros utilizamos recursos propios y ajenos.

2.b) La proporción sería según último balance del 47% de recursos ajenos y del 53% de recursos propios. parece exagerado el endeudamiento, pero aclaro que la mayoría es a largo plazo, este aumentó mucho porque el año pasado ampliamos la planta de acopio y esto nos generó una deuda muy importante, pero a largo plazo. Además nuestro pasivo en parte está constituido por depósitos de los asociados, esto significa que ellos participan de este modo en los proyectos aportando importantes cantidades de fondos y la cooperativa le retribuye con un interés igual al que les pagarían los bancos. O sea, que en vez de depositarlos en los bancos lo hacen aquí. Esta es una forma muy conveniente de obtener recursos financieros, ya que si ese dinero lo obtendríamos de los bancos pagaríamos una tasa más alta.

2.c) Si, tenemos suficiente asistencia. Esta situación hace no más de 2 años no era tan así, ya que la cooperativa tuvo dificultades, no por una cuestión financiera sino comercial, porque un exportador de granos quebró, y nosotros teníamos mucho cereal entregado, eso provocó una falta de fondos que nos impedía cumplir con las obligaciones inmediatas, pero con la ayuda de los socios y la refinanciación por parte de algunos acreedores pudimos revertir la situación. pero ahora yo creo que estamos bien.

2.d) Principalmente con bancos y con los depósitos de los socios. Últimamente usamos mucho los warrants, pero con el cereal que es de la cooperativa, no con el cereal de los socios ya que si los precios aumentan mucho, nos traería problemas debido a que estos venderían su existencia depositada. Y tendríamos que pagarle con dinero de otro origen, ya que hasta que no termine el contrato de warrant nosotros no lo podemos vender. Por eso es política de la empresa solo warrantear el cereal propio.

Las tasas que pagamos son bastante buenas, los préstamos bancarios andan en el 12%, los depósitos de los socios 9%, y los warrants también en el 9% aproximadamente. Ahora las tasas han subido, por lo tanto más adelante estas tasas van a subir.

2.e) Esa es una decisión que se toma en reunión del consejo, no me corresponde tomarla a mí. Te repito lo que te dije anteriormente que la cooperativa esta cubierta en cuanto a créditos. Tal vez si se quiere hacer alguna inversión importante necesite tomar créditos.

2.f) La cooperativa no tiene fines de lucro, está para prestarle servicios a sus asociados. Pero de acuerdo al estado de resultados este ha sido aproximadamente del 5% sobre el patrimonio neto. Entonces teniendo en cuenta el pasivo considero que el costo financiero no es excesivo

2.g) Sí, por supuesto. La ampliación de la planta se hizo con un préstamo a 10 años.

2.h) Para nuestra actividad considero que no hay otra forma. Teniendo en cuenta la tasa que pagamos.

2.i) No, no las conozco en profundidad. He escuchado algo acerca de ellas pero no las conozco.

TRAFER S.A.

UBICACIÓN: Castelli 743, Tres Arroyos.

ACTIVIDAD: Fabricación y mecanización de silos.

El entrevistado es el gerente administrativo; Cdor. Pablo Fernández.

ENTREVISTA

1.a) En general se podría decir que es buena, salvo en algunos momentos en que los bancos son más estrictos, debido a falta de liquidez o se produzca algún acontecimiento externo como el "tequila" me parece que hay una buena cantidad de dinero disponible. Quien pudo superar esos momentos difíciles y no quedó muy endeudado, la actualidad y las perspectivas no son malas, de todos modos hay gente que está un poco limitada debido a los altos costos financieros, y siguen siendo deudores crónicos.

1.b) Sí, en tanto y en cuanto demuestres solidez patrimonial y financiera. Te diría que en Tres Arroyos, hay muchos bancos que vienen a ofrecer, sobre todo los oficiales con préstamos ventajosos que tienden a incentivar la producción, y además hay buen ahorro interno.

En Tres Arroyos se ha dado el caso y creo que en muchas otras ciudades netamente agrícolas, que se han instalado muchas sucursales de bancos de primera línea. Esto ha provocado una gran competencia entre ellos que sin duda nos ha favorecido, pero cuidado eso no significa que si no das con las condiciones te van a dar crédito. Acá tanto empresas como personas físicas están mal acostumbrados a la época en la que el préstamo se daba por el nombre y por el patrimonio exclusivamente. Ahora no, no solo importa eso sino que garantías les das de que les vas a cumplir, me refiero a tus posibilidades financieras.

1.c) No, planeamiento financiero en empresas locales no existe. Puede haber alguna que proyecte sus inversiones, pero de manera muy simple. No creo que alguien proyecte teniendo en cuenta bases contables o premisas como científicamente se debe hacer. Sería muy bueno que los prestadores exijan un poco más sobre esto y no tanto con los requisitos formales.

Tal vez no se planee, primero por una cuestión de costos, seguramente que al empresario le parece algo innecesario y además este está demasiado ocupado con sus problemas de corto plazo. Habría que fomentarlo y demostrar las bondades de los planes para que vean y entiendan la utilidad.

2.a) Hasta no hace más de 4 años esta empresa utilizaba solo recursos propios. Era la política que tenían quien la fundó, que fue mi abuelo en el año 1952 y la continuó mi padre y mi tío. A partir de 1993/94, empezamos a tomar préstamos, sobre todo para bienes de capital, de esa manera nuestro capital lo destinamos al capital de trabajo. La idea es tomar recursos ajenos para darle una mejor asignación a los propios.

2.b) El endeudamiento que tenemos es bajo, además la mayoría es de largo plazo. Pasivos comerciales prácticamente no tenemos, porque aprovechamos los descuentos por pago contado. El patrimonio neto representa aprox. el 80% de nuestro activo, lo que creo es muy bueno.

2.c) Si, incluso nos ofrecen préstamos permanentemente. La mayoría son bastante caros, ya que primero te dan una tasa, pero después el costo final del préstamo con todos los gastos y comisiones la tasa aumenta. Pero sí por el momento estamos satisfechos.

2.d) Los medios que usamos son los bancos y en menor medida los proveedores, como te dije nos conviene hacer compras de contado.

Los préstamos bancarios que tenemos son uno prendario sobre una máquina a 5 años y otro hipotecario a 7 años, ambos a una T.N.A. del 14.5%, la que considero un poco alta.

2.e) Por el momento no. Tenemos la idea de trasladarnos al parque industrial, pero es un proyecto muy ambicioso con una inversión enorme, que para realizarla necesitaríamos de créditos con seguridad.

2.f) Si no fuera así no nos endeudariamos, las inversiones que hemos hecho en base a crédito las hemos evaluado previamente.

Nuestro rubro ha crecido mucho del '95 en adelante por varios motivos, por un lado las plantas instaladas eran obsoletas y hubo que renovarlas, creció la producción y hubo que aumentar la capacidad instalada y también que los bancos oficiales otorgaron muchos préstamos para la instalación de silos. Los mejores clientes son las cooperativas y los acopiadores de granos, en menor medida los productores. A esto hay que agregarle que los bancos oficiales otorgaron muchos préstamos para la instalación de silos.

2.g) Sí, de acuerdo a los plazos que te mencioné. Nosotros amortizamos nuestras máquina en 5 años, por lo tanto guardan relación.

2.h) Antes de tomar los préstamos bancarios, nos propusieron financiarnos a través del leasing, pero luego de evaluarlo era menos conveniente.

2.i) Las conozco en teoría, pero no de alguien que las haya utilizado. Me imagino que la ventaja principal se relaciona con lo que hablamos en principio sobre el planeamiento, ya que uno puede emitir a largo plazo, conocer cuando son los vencimientos, el monto, etc. O sea que te ordena las finanzas, te las simplifica y se puede estar más prevenido. También es interesante ya que se puede obtener una gran cantidad de fondos en una sola operación.

Seguramente la principal dificultad es el acceso, que te autoricen por un lado y por otro conseguir los compradores de las O.N.

Aún no se han incorporado fundamentalmente porque no se conocen, y también porque como estuvimos hablando, actualmente hay oferta de crédito.

2.j) Si el proyecto de trasladar la fábrica se concreta, sería interesante evaluarlo como una alternativa. Me gustaría conocer más a fondo esta modalidad para confrontarlo con los medios que estamos usando. Creo que sería bueno investigar un poco más.

2.k) Las condiciones serían:
- volumen: 300 a 500 mil
- plazo: 10 años
- tasa: menor que la que estamos pagando, 9% o 10%
- garantía: hipotecaria sobre el inmueble que poseemos que creo sería suficiente

BALTRA S.A.

UBICACIÓN: parque industrial de tres Arroyos.

ACTIVIDAD: elaboración y distribución de alimentos balanceados.

El entrevistado es el gerente de la firma; Ing. Agr. Guillermo Pahlé.

ENTREVISTA

1.a) Está bastante complicada la situación, la región se basa en la agricultura y ganadería de manera directa e indirecta, y me parece que a un alto nivel de deudas.

En cuanto a la agricultura, si bien la cosecha pasada fue buena, la caída de los precios provocó que los ingresos totales fueran menores. Tengamos en cuenta que el agricultor ha hecho grandes inversiones, muchas en base a financiamiento, ya sea con los bancos o con las agencias comprometiéndose a cancelar su deuda a través de producto.

La ganadería está pasando un buen momento, por los precios, pero ya hay una tendencia a la baja. El problema del ganadero es que todavía no ha recompuesto sus stock de vientres y eso va a llevar un tiempo.

La industria vinculada al campo está en condiciones similares, con un nivel de deuda elevado y que lo compromete por lo menos por 4 o 5 años para adelante.

1.b) Yo creo que no. Hay muchos préstamos a corto plazo pero a largo plazo son muy difíciles de conseguir. Los bancos van a lo seguro, si hay mucho capital te prestan. Si es para un proyecto que no es claro, o mejor dicho con riesgo ahí se complica, por más que tengas una buena idea.

1.c) Si, depende que empresa. Una empresa sería evalúa sus inversiones. Lo que pasa es que se tiene que combinar la inversión con el préstamo a recibir, porque muchas veces vos no elegís el plazo o la cantidad, eso te lo impone el banco.

2.a y 2.b) Ambos recursos. Nuestro endeudamiento es muy alto debido a que la empresa desde que se inició (1992), tomó préstamos, digamos que una buena parte de la inversión fue financiada por los bancos. Esta fue la única manera que teníamos de poder emprender esto, y el crédito fue otorgado por el banco Nación a una buena tasa, de todos modos los grandes costos por intereses que tenemos nos produce un ahogamiento del que nos está costando mucho salir. Nuestra proporción (según balance) es 65% de recursos ajenos y 35% de recursos propios. Con eso te demuestro nuestra situación. Pero te aclaro que siempre estuvimos en esa proporción, incluso de a poco la vamos revirtiendo.

2.c) Después de lo comentado queda demostrado que no estamos muy satisfechos, pero no porque no haya crédito sino por la calidad del mismo.

2.d) Utilizamos el préstamo bancario, que existe desde el inicio y es a 10 años, por lo que estamos por la mitad. Otro medio muy importante es de los proveedores, que en definitiva son productores agropecuarios que nos entregan semilla que luego va ser procesada y tenemos un warrant que vence el 3/99. Te repito medios hay, pero son caros y salvo el crédito del Nación los demás son de corto plazo.

2.e) Si, por supuesto. En primer lugar tomaría para refinanciar algunas deudas de corto plazo. Pero la idea de los dueños no es cambiar una deuda por otra, sino si se pudiera sería incorporar otro socio, para que haga un aporte de capital, lo que le llaman capitalizar deudas.

2.f) Tenemos una tasa de rentabilidad (positiva según balance) muy buena teniendo en cuenta los intereses que pagamos, por eso te digo que traer otro socio y achicar las deudas, se convertiría en una empresa muy rentable.

2.g) En cuanto al préstamo del Nación guarda relación, ya que como te dije es a 10 años, el resto es para financiar capital de trabajo. Si guardan relación.

2.h y 2.i) Sí, las obligaciones negociables puede ser una de ellas. Tengo una idea bastante escasa de las mismas. Sé que las utilizan las grandes empresas.

Las ventajas que tienen han de ser el largo plazo, y si hablamos de las convertibles sería muy bueno ya que de esa manera en nuestro caso lograríamos recursos y además, que quien nos presta luego tenga la opción de ser socio, las hace mas tentadoras para quien las compra.

2.j) Yo te diría que sí, obviamente esa no es una decisión mía, pero para esta empresa podría ser una alternativa a tener en cuenta, sobre todo para concentrar todas las deudas en una sola, habría que estudiar el tema. De todos modos como te dije antes la idea es aumentar el capital y achicar las deudas con esas nuevas acciones.

2.k) En caso de hacerlo, las condiciones serían:

- volumen: 200 mil.
- el mayor posible, 8 años por lo menos.
- yo creo que hoy menos del 11% o 12% es muy difícil.
- es difícil de responder ya que la planta ya está hipotecada, si con las obligaciones unificaríamos nuestras deudas, se podría hipotecar nuevamente.

MOLINOS TRES ARROYOS S.A.

Ubicación: Parque industrial de Tres Arroyos.

Actividad: Elaboración de harina de trigo.

El entrevistado es el presidente de la firma; Cdor. Gustavo Galilea.

ENTREVISTA

1.a) Con la lógicas excepciones, me parece que la situación financiera no es mala.

Hay que tener en cuenta cual es la actividad que uno desarrolla, pero en general está bastante bien. Seguramente en la actualidad hay un mayor endeudamiento, pero también hay mayor productividad, o sea, mejor utilización de los recursos disponibles.

1.b) Hoy hay buena oferta de créditos. Si la empresa en cuestión cumple con los requisitos necesarios para los bancos, en general no hay mayores problemas. Se debe cumplir con las obligaciones fiscales, tener capacidad de repago, solvencia patrimonial, es importante no tener antecedentes negativos como por ejemplo, que le hayan cerrado una cuenta. Si se cumple con todo esto y presenta la realidad de la empresa de manera ordenada y clara hoy en nuestra ciudad se consigue dinero sin grandes dificultades.

1.c) En general creo que no. Entre los requisitos para la obtención de un préstamo, pueden pedir un flujo de fondos, no mucho más de eso. Tal vez en el futuro haya que presentar proyecciones con mayor grado de detalle. Pero los empresarios en nuestra zona no planean no solo sus inversiones sino tampoco su producción más allá de un año.

2.a) Desde que ésta empresa inició sus actividades (5/93), ha utilizado recursos propios, por supuesto, que fueron los aportes de capital, y también recursos ajenos, por lo tanto ambos.

2.b) La relación capital propio y ajeno fluctúa según la época del año, por las fuertes adquisiciones de nuestra principal materia prima, que es el trigo. Esto es así ya que el productor vende su producción cuando necesita fondos para pagar sus obligaciones, o cuando el mercado de trigo está por encima de los valores medios. No obstante, según el último balance mensual, nuestros activos están financiados un 48,2% por capital ajeno (pasivo), y un 51,2% por el propio. Es necesario aclarar que nuestro activo corriente es muy importante, que surge de los créditos por ventas otorgados a los panaderos, nuestros principales clientes. Es por ello que da la impresión de estar fuertemente endeudados, pero esta relación es la que siempre tuvimos y es controlable.

2.b) Con esta estructura estamos satisfechos, pero la idea nuestra es iniciar una nueva actividad, que la elaboración de galletitas, y es una gran inversión que financiarla va a ser bastante complicado.

2.c) Estamos satisfechos desde el punto de vista volumen y oportunidad, o sea que en los momentos que los necesitamos el crédito lo tenemos. Pero no es tan así en cuanto al costo del mismo, yo creo que es un poco elevado, estamos en el orden del 9.5% al 12% para préstamos a largo plazo y del 14% para las operaciones de descuento y giros en descubierto(20%), pero este último lo utilizamos en situaciones circunstanciales.

En general estamos bien asistidos, no tenemos demasiados problemas de disposición de fondos.

2.d) Para el largo plazo usamos el préstamo bancario, constituyendo prendas e hipotecas, según el tipo de inversión a realizar. Los prestadores en lo posible son bancos oficiales, ya que tienen una mejor tasa.

Para el corto plazo son más variados los medios, la emisión de warrants sobre mercaderías en existencia lo hacemos con mucha frecuencia, a una tasa muy interesante (8.5%) por un período semestral generalmente. Otro medio ya más caro son los descuentos de documentos y cheques de terceros, con la tasa mencionada anteriormente.

2.e) Con esta estructura solo lo haría para cambiar un pasivo por otro de un costo menor, o sea refinanciaría los más caros.

En determinados momentos en los que el precio del trigo está bajo, tomaría fondos para obtener un beneficio meramente especulativo de comprar y vender.

En el caso de emprender la construcción de la planta elaboradora de galletitas sí lo haría, por supuesto en las condiciones adecuadas.

2.f) Sí, por supuesto. Nuestro costo financiero no es elevado, está acorde con la rentabilidad.

2.g) En lo posible sí, nosotros planeamos las inversiones, y los préstamos que tomamos para ellas son de largo plazo. Tratamos de tomarlos por lo menos de 3 ó 4 años.

2.h) En el mercado local, más allá de los nombrados solo puedo agregar los prestamistas, pero no es recomendable financiarse de ese modo.

2.i) Sí las conozco, no en profundidad. Conceptualmente sé lo que son y podría ser una alternativa interesante, pero tendría que informarme más sobre el tema.

Las ventajas que le encuentro serían una mejor tasa y mayor plazo, y las veo como una forma de unificar varias deudas en una sola, en ese aspecto puede ser interesante.

Las desventajas no las conozco, repito tendría que tener más información. Creo que aún no se han incorporado justamente por eso, por falta de información o asesoramiento.

2.j) Daría al menos para analizarlo, si fuera económicamente viable podría ser. Habría que evaluar a fondo sus beneficios.

2.k) En el caso de una supuesta emisión, si lograra cumplir con los requisitos, lo haría en principio para construir la planta de galletitas, ya que ese es el proyecto más cercano y las condiciones serían; por un plazo no menor a 5 años, un volumen de entre 1 a 1,5 millones de pesos, una tasa inferior a la que estoy pagando, no más del 8% y las garantías serían hipotecarias sobre la nueva planta y sobre otros bienes de la empresa de ser necesario.

He escuchado acerca del fogaba, pero no creo que sea necesario en nuestro caso, además nos aumentaría el costo del préstamo.

ENTREVISTA

Esta entrevista está orientada específicamente a conocer la situación financiera del sector agroindustrial. Para ello es importante conocer la opinión del Cdr. Victor Escudero, quien es asesor contable-financiero de numerosas empresas locales y de productores, con un profundo conocimiento de la realidad actual:

a) En general, como encuentra la situación financiera en nuestra región?

El escenario ha cambiado notablemente a partir de la última década, esto no significa que las condiciones sean óptimas, de ninguna manera, pero sí distintas. Tras el advenimiento de la estabilidad se produjo un boom en la demanda del crédito de todo tipo, en principio fue la financiación del consumo postergado por años y en un segundo momento creció sistemáticamente el crédito hipotecario y la financiación a la producción.

Conviene primero analizar que sensibilidad tiene nuestra región ante esta nueva situación, Tres Arroyos no es una región estanco, los cambios producidos a nivel macroeconómico en el país e incluso en el mundo, impactan directamente sobre nosotros, y esto es así debido a que representamos un sector típico de la nuestra economía nacional. De hecho todos los acontecimientos directos e indirectos acaecidos en el marco financiero mundial, por ejemplo, "tequila", apoyo del FMI, devaluación rusa, etc., primero afecta a los mercados nacionales y luego, casi simultáneamente se refleja en el mercado local, a través de distintas medidas; porque los bancos restringen los préstamos, reducen los plazos,

no refinancian, reducen los descubiertos. La reacción ante los cambios es instantáneo, o sea es muy sensible.

Si excluimos a los microemprendimientos, a los pequeños comerciantes y algunas empresas marginales, quienes no tienen posibilidades de acceder al mercado formal salvo algún crédito de un banco oficial, más por una cuestión política que económica; los empresarios vinculados a la agroindustria tienen posibilidades de obtener recursos para su explotación, hay que ver de que modo los obtienen, a que costo y con que destino. Los bancos insisten en que el tomador debe demostrar capacidad financiera, pero eso es relativo, sino no tenés un buen respaldo patrimonial se complica. Con el productor y con el industrial queda disimulado esto porque por lo general su índice de endeudamiento es relativamente bajo.

La industria en Tres Arroyos ha crecido notablemente en los últimos años, eso no implica que su situación sea la mejor. Se han iniciado varias pero también han cerrado sus puertas otro tanto. No nos olvidemos que en el país no solo ingresaron capitales sino también bienes, y los industriales de nuestra zona han debido adecuarse a la situación o desaparecen, para competir deben poner énfasis en la eficiencia, una de las maneras es tecnificándose, y ahí llegamos a que tienen que disponer de grandes masas de dinero e ineludiblemente recurrir a fuentes de financiamiento.

b) Ud. cree que está suficientemente asistido?

Por el momento lo está, pero a medida que tenga que ir renovando sus activos fijos, incorporando tecnología, todo esto para poder competir; puede haber

inconvenientes, depende también de la oferta de dinero, pero me da la impresión que los prestadores van a evaluar cada vez más el riesgo y se pondrán más selectivos.

Por eso creo que la asistencia actualmente es suficiente, pero en el futuro quien no tenga en claro que es lo que quiere, si seguir siendo una pyme con una estructura reducida y obsoleta o enfrentarse a un mercado competitivo y difícil. Tengo la impresión o el deseo de que los préstamos estén relacionados directamente a un proyecto y eso sea el factor clave que determine una buena asistencia.

c) Se hacen proyectos de inversión?

Hoy por hoy la idea de evaluación de proyectos de inversión está más limitada porque se relaciona con el planeamiento a largo plazo; y con el entorno turbulento en el que estamos viviendo, más que hablar de planeamiento hablamos de estrategia para hacer frente a ese entorno, y eso que este sector es bastante estable con respecto a otros. Si achicamos el horizonte de tiempo se puede hablar de evaluación, diría 3 o 4 años.

d) Qué opina de las obligaciones negociables?

Es un desperdicio que no tengan más difusión, desde ya que para poder emitir O.N. las empresas locales son pequeñas, por el momento lo veo complicado por el lado del interés que puede despertar un título emitido por una pyme local, salvo que lo compense con un buen rendimiento, pero esto lo haría muy costoso y por lo tanto no tendría tantas ventajas con respecto a los préstamos convencionales. Pero no hay dudas que es un buen sistema, en EEUU se utilizan mucho este tipo de títulos con éxito, pero tienen un sistema más desarrollado.

De acuerdo a esa resolución, si está en vigencia, sería un mecanismo para poder acercar a una pyme al mercado abierto, pero tené en cuenta que tiene que ser una pyme muy bien organizada y con un proyecto muy serio.

e) Ud. las recomendaría?

Yo puedo recomendarlas, pero quien toma la decisión de emitirlas son los empresarios, y convencerlos que adopten esto no es tarea fácil, además primero tendríamos que analizar el proyecto que quieren financiar y luego la manera de hacerlo.

De todos modos, más allá de la decisión empresaria yo las recomendaría, de hecho, en una asociación civil que yo constituí cuyo objeto es la realización de espectáculos deportivos, necesitaban un fuerte respaldo financiero, y yo sugerí las O.N. como una posibilidad, pero luego no se avanzó ya que se consiguió un préstamo bancario y la Municipalidad se comprometió a hacer un aporte, por lo tanto quedó desestimado. Pero sí, por supuesto que las recomendaría.

f) Conoce el fogaba s.a.?

Si, lo conozco y considero que una empresa que no puede garantizar un préstamo de \$500 mil, que es hasta donde garantiza el fogaba, es una empresa de muy poco volumen y además esa garantía encarece el financiamiento.

ANÁLISIS DE LAS ENTREVISTAS

Luego de efectuadas las entrevistas en las empresas, escogidas de manera que representan los distintos componentes del sector agroindustrial, encontramos opiniones tanto coincidentes por un lado como disímiles por otro, tengamos en cuenta que si bien forman parte de un mismo sector económico, las realidades de cada una difieren, de modo que las apreciaciones de los entrevistados; por lo general propietarios o gerentes; pueden no ser totalmente objetivas, afectadas las mismas por la respectiva situación actual, también cabe aclarar que entre los entrevistados hay distintos niveles de formación teórica.

Haciendo estas salvedades y tratando de analizar con detenimiento las opiniones se obtiene información de los siguientes aspectos:

1) SITUACIÓN FINANCIERA DEL SECTOR

En este aspecto además de empresas, para tener un conocimiento más amplio y profesional entrevisté a un reconocido contador con una visión general de la situación.

Encuentro varios puntos comunes en las respuestas, entre ellos;

- todos consideran que la situación en general es buena, salvo excepciones, que no es su caso.
- hay mayor oferta de dinero.
- para acceder hay que cumplir una serie de requisitos, que en una empresa organizada no es un impedimento.
- el nivel de endeudamiento es mayor, efecto de la mayor oferta.
- la obtención de fondos está supeditada al patrimonio más que a la capacidad de repago.

Otros conceptos recogidos, tal vez más ricos, expresados por quienes evalúan la situación con más detenimiento, fueron; “que el mayor endeudamiento está contrastado con una mayor productividad y eficiencia”; “los productores tomaron préstamos estimulados por el precio del trigo que luego bajó significativamente”; “puede haber inconvenientes futuros de asistencia debido a la sensibilidad del sistema local con el global”; “que si bien la asistencia actual es buena, podría ser temporaria debido a una política agresiva de los nuevos bancos que se instalaron con el fin de ganar una porción del mercado”.

Los empresarios en principio se mostraron satisfechos como se atendían sus necesidades crediticias, sobre todo por el lado de la cantidad pero no por la calidad. En este punto es cuando manifestaron que tienen proyectos de inversión, pero lo que no saben es el momento de concreción de los mismos y sobre todo el modo de financiarlos, demostrando que tal satisfacción crediticia es relativa, debido a que lo están en el corto plazo sin tener en cuenta los proyectos importantes.

A medida que se profundiza en la situación particular surgen algunos puntos oscuros, que si bien no plantean un panorama alarmante, es evidente que la solidez del sistema presenta sus problemas, sobre todo en un futuro no muy lejano.

El futuro al que me refiero en materia de financiamiento está relacionado con los proyectos de inversión que me mencionaron todos los entrevistados, los cuales debido a su magnitud requieren de financiamiento externo, las inversiones consisten en ampliación de planta, en reinstalarla en el parque industrial. Pareciera que los empresarios solo tienen en cuenta a los bancos para afrontarlos, agotando ahí la manera de obtener financiamiento de largo plazo, lo que provoca que estos proyectos se demoren o no se lleven a cabo, afectando las posibilidades de crecimiento de la empresa.

2) PLANEAMIENTO DE LAS INVERSIONES

El planeamiento como herramienta de gestión, el empresario local en principio no la utiliza, de hecho en algunos casos no saben a ciencia cierta que es el planeamiento.

Las empresas de mayor tamaño, caso molino o frigorífico, tíbiamente evalúan sus proyectos sin llegar al planeamiento.

Es evidente que la falta de utilización de esta herramienta tiene sus motivos; por un lado desconocen el objeto y por ende su utilidad, los prestadores tienen como horizonte de planeación 1 o 2 años y por lo tanto no promueven la implementación, planear tiene un costo y el beneficio futuro del mismo es incierto o desconocido, no se llevan a cabo emprendimientos con fuertes inversiones si bien algunos lo están analizando, y por último el empresario local está pensando en los problemas inmediatos y de corto plazo y no a un término de 5 o más años.

Es importante mencionar la opinión del Cdor Escudero, que pone énfasis “en el entorno turbulento que estamos viviendo y que para enfrentarlo muchas veces hace más falta la estrategia que el planeamiento”. No obstante tanto él como alguno de los entrevistados coinciden que “en el futuro el planeamiento va a ser utilizado”.

3) FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

Las empresas se financian con recursos propios y ajenos, las proporciones son lógicas con respecto al activo, el pasivo representa entre un 30% y un 40% del activo, salvo en el caso de la fábrica de alimentos balanceados que desde que inició sus actividades se financió con capital ajeno y le está costando mucho cambiar la estructura patrimonial. Además es bueno aclarar que en general tienen un buen índice de liquidez, por el lado de los activos corrientes “está conformado por deudores de buena cobrabilidad y mercaderías que son de rápida realización; y por el lado de los pasivos corrientes se compone en su mayoría por proveedores”.

La utilización de fondos de terceros se generan por distintos motivos, por un lado están los que se endeudan con cierta proyección y con un control de su magnitud, y por otro lado están quienes lo hacen por que no tienen otra opción y el giro de su negocio y

las obligaciones que este les va generando lo llevan a tomar préstamos. Las empresas entrevistadas representarían al primer grupo.

4) MEDIOS QUE UTILIZAN

En cuanto a los medios financieros utilizados por la empresa agroindustrial, son similares salvo algunos instrumentos propios de la actividad específica.

“Los bancos es el medio predominante en el sector, en todas sus líneas, como descuentos de documentos y valores, préstamos de corto plazo con garantía a sola firma y de largo plazo con garantías reales”. No mencionaron utilizar como recurso el giro en descubierto, salvo en circunstancias especiales.

En el caso de las industrias agroalimentarias, el caso del frigorífico utilizan a los proveedores, o sea productores para abastecerse de su materia prima, ya sea carne o granos, “generando un pasivo corriente significativo que requiere una gran masa de fondos disponible para hacer frente al cumplimiento de los mismos”, obviamente este financiamiento no tiene una tasa directa sino un interés implícito en el precio de acuerdo a las costumbres del mercado. Similar tratamiento tiene la fábrica de alimentos balanceados.

En el caso del molino harinero no procesan la mercadería de terceros depositada en sus instalaciones porque según me manifestaron “las oscilaciones del mercado lo torna muy riesgoso, por lo tanto hasta que no le adquiere al productor el cereal, no lo industrializamos”. Esta empresa y también la cooperativa de acopio han encontrado en los warrant una manera simple y efectiva de financiarse en el corto plazo, garantizando el préstamo con su mercadería acopiada, a una tasa baja.

La industria metalúrgica visitada “se encuentra con una estructura patrimonial sólida y con buena disponibilidad de fondos en el corto plazo, de hecho pasivos comerciales no contraen para beneficiarse con los descuentos por pago contado, solo financian sus bienes de capital con préstamos de largo plazo”.

En un solo caso, BALTRA S.A. me manifestaron “la posibilidad de obtener recursos a través de la emisión de acciones destinado principalmente a la cancelación del pasivo”, de esta manera se convertía una deuda en capital con la consiguiente disminución de la participación accionaria de los socios actuales en favor de los suscriptores de estas nuevas acciones.

En ningún caso me mencionaron la alternativa de financiarse con los operadores del mercado informal de crédito, llámese prestamistas, usureros, etc. Si bien en el mercado local estos abundan, de acuerdo a la impresión que dan estas empresas no parecería que acudan a este medio.

Es necesario también agregar que ninguno de los entrevistados tomó al mercado de capitales, no solo como medio actual de financiamiento, sino que ni siquiera lo mencionaron como una posibilidad futura. El interés por las O.N. de parte de los empresarios, lo demuestran levemente cuando se los consulta acerca del conocimiento que tienen de las mismas.

5) GRADO DE CONOCIMIENTO E INTERÉS POR LAS O.N.

Una vez arribado en el curso de la entrevista a las O.N., el grado de conocimiento de las mismas se diferenció entre los entrevistados en función más bien de sus conocimientos teóricos, caso de los profesionales, que en el conocimiento fáctico de las mismas, ya que no hay un caso de conocimiento público de una pyme que haya emitido estos títulos.

En uno de los casos simplemente me manifestaron que la desconocía, por ende nulo puede ser el interés por la utilización de las O.N. Tal vez éste sea uno de los aspectos más débiles de las obligaciones negociables, ya que su escasa difusión hace que no sea considerado como un medio alternativo de financiarse y los empresarios de la región solo tienen en cuenta los medios convencionales.

En los demás casos, en principio hubo una cierta reticencia a opinar, pero a medida que se evaluaba como una alternativa, considerando sus bondades y sus ventajas comparativas con los demás medios utilizados, se mostraron más abiertos al análisis.

Es preciso mencionar que en la entrevista antes de preguntar por las O.N., se trató si tenían en sus planes realizar algún proyecto de inversión de envergadura, a lo que todos se mostraron con firmes intenciones de hacerlo. Esto fue de vital importancia ya que luego se vinculó este proyecto con la manera de financiarlo, de ese modo se llegó a evaluar con mayor interés las O.N.

Para poder financiar los proyectos, caso de TRAFER como la instalación en el parque industrial o MOLINOS con la construcción de una planta de elaboración de galletitas, consideraron con sumo interés la adopción de estos títulos como una manera de obtener el capital necesario, por supuesto que el empleo de los títulos está sujeto a una evaluación profunda de conveniencia y factibilidad.

El caso de Molinos Tres Arroyos es tratado en este trabajo, en el punto siguiente, con la presentación de un proyecto de emisión de títulos. El proyecto es la construcción de una planta para la elaboración de galletitas que será financiado parcialmente con O.N.

CASO PRACTICO DE EMISIÓN DE O.N.

Este caso práctico va a constar de las siguientes etapas que es conveniente enumerarlas previamente y luego desarrollar cada una de las mismas.

- 1) Proyecto de inversión a realizar.
- 2) Financiamiento del proyecto.
- 3) mecanismo operativo:
 - a- convocatoria a Asamblea Extraordinaria;
 - b- Asamblea Extraordinaria;
 - c- Acta de Directorio;
 - d- prospecto de emisión;
 - e- presentación en la Bolsa de Comercio.
- 4) Modelo de emisión del empréstito.

1) PROYECTO DE INVERSIÓN

El proyecto bajo análisis es planteado por la empresa Molinos Tres Arroyos S.A., la cual pretende ampliar su oferta de productos más allá de la harina, con la elaboración de galletitas dulces.

El proyecto en cuestión es la construcción y puesta en funcionamiento de una planta elaboradora de galletitas, la cual requerirá la construcción de un edificio de una planta de unos 300 mts. cuadrados construida cumpliendo con todas las normas vigentes. Además se deberá adquirir en el exterior el equipamiento necesario para el proceso y el envase, el cual deberá ser instalado y puesto en funcionamiento. La capacidad máxima de la planta en esta primera etapa sería 200 tns. de galletitas mensuales, la cual se irá ampliando de acuerdo a las perspectivas del mercado.

Este nuevo emprendimiento tendría un sinnúmero de aspectos positivos para que sea rentable, ya que se van a distribuir de manera más eficiente los costos de estructura. Los aspectos fundamentalmente son los siguientes:

- * que esta actividad sería complementaria de la principal, que es la elaboración de harinas, materia prima ésta de las galletitas, obteniéndose un mayor valor agregado,
- * la utilización del canal de distribución y ventas ya existente y desarrollado,
- * el "know-how" no solo de los ejecutivos sino también del personal de planta,
- * y el prestigio de la firma en la región.

2) FINANCIAMIENTO DEL PROYECTO

Para la ejecución de la primera etapa del proyecto se necesita un capital de aproximadamente de \$1.000.000, los cuales sería financiado una mitad por la empresa cumpliendo con las obligaciones a medida que vaya avanzando la obra. La otra mitad con los fondos obtenidos con la emisión de obligaciones negociables colocadas por

oferta pública garantizadas por el FO.GA.BA. S.A. (Fondo de Garantías de Buenos Aires S.A.).

El modelo de emisión de estos títulos será desarrollado en los puntos siguientes, cabe aclarar que si bien el proyecto de inversión existe, el modelo de emisión desarrollado es un caso hipotético, ya que no necesariamente la firma empleará este medio.

3) MECANISMO OPERATIVO PARA LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES

ASAMBLEA GENERAL EXTRAORDINARIA

CONVOCATORIA

La convocatoria para Asamblea de accionistas se efectuará mediante publicación en el Boletín Oficial durante cinco días, con una anticipación no menor de diez días y no mayor de treinta. Sin perjuicio de ello podrán celebrarse sin publicidad cuando se reúnan accionistas que representen la totalidad del Capital Social y las decisiones se adopten por unanimidad de las acciones con derecho a voto.

Se convoca a Asamblea General Extraordinaria para el día 07 de Septiembre de 1998, a las 15 horas, a realizarse en la sede social, con el siguiente

ORDEN DEL DIA

1. Consideración y aprobación del programa global de emisión a mediano plazo.
2. Autorización al Directorio para constituir garantías especiales sobre activos y/o la afectación de flujos de fondos futuros contractualmente pactados, así como la constitución de un fideicomiso que avalen el repago de las Obligaciones Negociables que se emitan.
3. Autorización al Directorio para solicitar ingreso al régimen de oferta pública de títulos valores.
4. Autorización Al Directorio a que determine las condiciones de emisión dentro del monto autorizado, del programa global de Obligaciones Negociables Simples fijando época, precio, forma, condiciones de pago y monto de las series.
5. Designar dos accionistas para suscribir el Acta de la Asamblea.

b) ACTA DE ASAMBLEA GENERAL EXTRAORDINARIA N° xx

En la Ciudad de Tres Arroyos, Partido de Tres Arroyos, Provincia de Buenos, siendo las 15 horas del día 07 de Septiembre de 1998 en la Sede Social de Molinos Tres Arroyos sita en la calle Ruta Nro. 3 Km. 499 se procede a constituir la Asamblea General Extraordinaria que fuera oportunamente convocada por el Directorio a fin de

considerar el Orden del Día que se detallará más adelante, y encontrándose presentes los accionistas Gustavo Galilea, Eugenio Galilea, Martín Galilea y Angélica Galilea, representando los nombrados la mayoría de las acciones con derecho a voto, según detalle que surge del Libro de Depósito de Acciones y Registro a Asistencia a Asambleas Generales al folio 23, por lo que de acuerdo a lo establecido por el artículo 9 del Estatuto Social, la presente asamblea se encuentra regularmente constituida y por lo tanto en condiciones legales para sesionar, haciéndose constar que la publicación pertinente fue realizada en el Boletín Oficial de la Provincia de Buenos Aires de fecha 26 de Agosto de 1998 tratando el siguiente Orden del Día:

1. Consideración y aprobación del programa global de emisión a mediano plazo.
 2. Autorización al Directorio para constituir garantías especiales sobre activos y/o la afectación de flujos de fondos futuros contractualmente pactados, así como la constitución de un fideicomiso que avalen el repago de las Obligaciones Negociables que se emitan.
 3. Autorización al Directorio para solicitar ingreso al régimen de oferta pública de títulos valores.
 4. Autorización Al Directorio a que determine las condiciones de emisión dentro del monto autorizado, del programa global de Obligaciones Negociables Simples fijando época, precio, forma, condiciones de pago y monto de las series.
- 3) Designar dos accionistas para suscribir el Acta de la Asamblea.

Puesto a considerar el PUNTO PRIMERO: el Señor Presidente del Directorio informa a los señores accionistas presentes sobre los emprendimientos iniciados por Molinos Tres Arroyos s.a. hoy en etapa de consolidación. Reseña que esos emprendimientos consisten en la implementación de el proyecto de instalación de planta elaboradora y envasadora de galletitas. Continúa expresando que el afianzamiento de tales iniciativas requiere genuina financiación de envergadura. Y uno de los medios de obtener fondos para aplicar a esas inversiones lo proporciona el recurrir a la captación de ahorro público. Pero ello debe hacerse con economía de trámites y celeridad en los procedimientos. En ese sentido cabe señalar que el artículo 9º de la Ley Nº 23.576 modificada por Ley Nº 23.962, sin perjuicio de la no previsión en los estatutos societarios, ha autorizado expresamente a las sociedades comerciales a contratar empréstitos mediante la emisión de Obligaciones Negociables. Y la Resolución General Nº 229 de la Comisión Nacional de Valores del 18 de febrero de 1993, además permite la emisión de esos títulos representativos de deuda, bajo la forma de Programas Globales. Sin perjuicio de ello, y en razón de existir una adecuación de las normas que regulan este instrumento para las pequeñas y medianas empresas, Decreto 1087/93 y su reglamentación, Resolución General de la Comisión Nacional de Valores Nº 235, y el convenio suscripto entre el Fondo de Garantías de Buenos Aires S.A.P.E.M. y el Mercado Regional de Capitales S.A., los cuales mejoran las condiciones para que empresas de la envergadura de Molinos Tres Arroyos s.a. accedan al mercado de capitales, se estima conveniente adecuar la propuesta de financiamiento al marco jurídico citado. Por ello, el Sr. Presidente propone a los señores accionistas se apruebe una

emisión de Obligaciones Negociables simples por un valor total de u\$s 650.000.-. Luego de un intercambio de opiniones, la propuesta es aceptada por unanimidad, pasando a considerar el PUNTO SEGUNDO: el señor Presidente solicita de los señores accionistas presente que confieran expresa autorización al Directorio de Molinos Tres Arroyos para constituir garantías especiales sobre activos y/o la afectación de flujos de fondos futuros contractualmente pactados, así como la constitución de un fideicomiso que avalen el repago de las Obligaciones Negociables que se emitan. Los señores accionistas confieren por unanimidad al Directorio, teniendo en cuenta las razones apuntadas, las más amplias facultades para gravar o afianzar del modo más conveniente a juicio de dicho órgano de administración, la emisión de Obligaciones Negociables. Tratando el PUNTO TERCERO: el señor Presidente explica a los señores accionistas presentes que se ha proyectado la colocación del empréstito obligacionario, solicitando el ingreso de la sociedad al régimen de oferta pública de títulos valores. Para ello habrá de tenerse en cuenta el convenio suscripto entre la Comisión Nacional de Valores y la Bolsa de Comercio de Mar del Plata para la tramitación de solicitudes de oferta pública y cotización de títulos valores, además del Decreto N° 1087/93 y de su respectiva reglamentación. Seguidamente se trata el PUNTO CUARTO: el señor Presidente se explaya sobre los distintos aspectos que deben preverse en lo tocante a la emisión de las Obligaciones Negociables. En especial la regulación legal y la reglamentación de que han sido objeto las Obligaciones Negociables. Hay que establecer condiciones de emisión dentro del monto autorizado por la Asamblea, fijando precio, época, forma, condiciones de pago y monto de las series de emisión. Estos puntos exigen un minucioso y pormenorizado análisis relacionado no sólo con el giro comercial de la sociedad sino con el mercado de capitales del país. Pide por ello a los señores accionistas presentes que autoricen al Directorio a que determine esas condiciones de emisión ajustándose a las circunstancias antes descriptas. Los señores accionistas unánimemente confieren la autorización requerida. PUNTO QUINTO: de común acuerdo y por unanimidad se designa a los señores accionistas Martín Galilea y Eugenio Galilea para dicha labor. Y no siendo para más se levanta la sesión a las 21 horas.

c) ACTA DE DIRECTORIO N° xx

En la ciudad de Tres Arroyos, Partido de Tres Arroyos, Provincia de Buenos Aires, siendo las 18 horas del día 20 de Octubre de 1998 en la Sede Social de Molinos Tres Arroyos s.a., presidido por su Titular Gustavo Galilea, a efectos de tratar el único punto del Orden del Día consistente en Determinación de Condiciones de Emisión de Obligaciones Negociables en Dólares Estadounidenses. Fijando época, precio, forma, condiciones de pago y monto de las series. Haciendo uso de la palabra el Sr. Presidente gustavo Galilea, manifiesta que en virtud de la Asamblea General Extraordinaria del 07 de Septiembre de 1998 se ha aprobado una emisión de Obligaciones Negociables simples por un total de u\$s 650.000.-, y se ha otorgado autorización a este Directorio para gravar o afianzar del modo más conveniente la Emisión de tales Obligaciones como también se ha autorizado a este Directorio para solicitar el ingreso a Régimen de Oferta Pública de Títulos de Valores para la colocación de la emisión de las Obligaciones Negociables y dado que, se ha encomendado a este Directorio determinar las condiciones

de emisión de dichas Obligaciones Negociables. Refiere que resulta necesario establecer una normativa a fin de cumplir con dicho mandato, por lo que procede a poner a consideración del Directorio las condiciones mencionadas de Emisión las que luego de su análisis por parte del mismo se procede a aprobar por unanimidad condiciones que son regladas por la siguiente normativa a saber:

I. EMISION.

I.1. CARACTERISTICAS GENERALES. Emitir Obligaciones Negociables en Dólares Estadounidenses, según las características de la presente Acta y conforme las disposiciones de la Ley N° 23.576, modificada por Ley N° 23.962, El Decreto 1087/93 y la Resolución 235 de la CNV con todas las condiciones necesarias para recibir los beneficios impositivos y de otra índole concedidos por la citada Ley.

I.2. La emisión de las obligaciones será suscripta por los inversores calificados determinados en la Resolución N° 235 de la Comisión Nacional de Valores.

I.3. OTROS TERMINOS Y CONDICIONES. Solicitar a la Bolsa de Comercio de Mar del Plata, la correspondiente autorización para cotizar en esos ámbitos las Obligaciones Negociables emitidas.

I.4. MONTO DE LA EMISION: Obligaciones Negociables Simples (no convertibles en acciones) Clase A por U\$S 650.0000.- al portador de V/N U\$S 1 cada una.

II. MODALIDADES DE EMISION.

II.1. PLAZO. 1.461 días a partir de la fecha de suscripción.

II.2. AMORTIZACION DEL CAPITAL.

El capital se amortizará en 7 (siete) cuotas, las primeras 6 (seis) equivalentes cada una de ellas al 14%(catorce por ciento) del total, correspondiendo la última al 16% (dieciséis por ciento) remanente. La primera cuota de amortización vencerá a los 365 (trescientos sesenta y cinco) días de plazo contados desde la fecha de suscripción de la emisión. Las 6 (seis) restantes cuotas de amortización serán semestralmente, reintegrándose la última a los 4 (cuatro) años desde la fecha de suscripción de los Títulos.

II.3. TASA DE INTERES APLICABLE, FECHA DE DEVENGAMIENTO Y PAGO.

El lapso comprendido entre la fecha de suscripción y la fecha de pago de la última cuota de amortización del capital, se dividirá en 8 periodos sucesivos de 6 (seis) meses, cada uno de los cuales constituirá un período de intereses; excepto el primer período de interés que se iniciará con la apertura del período de suscripción, (momento a partir del cual comenzará el devengamiento de intereses) y finalizará a los 184 (ciento ochenta y cuatro) días de la fecha de apertura de la suscripción. Cada uno de los períodos subsiguientes comenzarán sucesivamente el día siguiente al último día del período de intereses anterior. La tasa de interés a aplicar sobre los saldos de capital no amortizados será igual al 12% (diez por ciento) nominal anual.

Si el día de pago no fuere hábil, el pago se efectuará el primer día hábil siguiente. En ningún caso la postergación de la fecha de pago de intereses implicará una modificación de la cantidad de días comprendidos en el período de intereses respectivo.

El interés se computará sobre la base de un año de trescientos sesenta y cinco (365) días por la cantidad de días comprendidos en cada período de intereses.

II.4. AGENTE PAGADOR. El Directorio celebrará un convenio con una entidad financiera y/o la Caja de Valores S.A. y/o el Mercado Regional de Capitales S.A. un convenio para que alguna de estas instituciones se desempeñen como agentes pagadores de los servicios de renta y amortización de las obligaciones, asimismo el agente pagador tomará a su cargo la defensa de los derechos e intereses que colectivamente correspondan a los obligacionistas durante la vigencia del empréstito y hasta su cancelación total, de acuerdo a lo normado en el art. 13º de la Ley 23.576.

II.5. FORMA DE PAGO. La emisora abonará los servicios de intereses y amortizaciones en dólares, quedando expresamente establecido que en caso que en cualquier fecha de pago de los mismos no pudiera adquirir dólares con moneda doméstica, ya sea: a) en forma directa en el mercado de cambio respectivo de la República Argentina, o b) en forma indirecta a través de compra con moneda doméstica en la República Argentina de Bonex u otros títulos de crédito emitido por entidades de capital tanto público como privado, y su posterior venta contra dólares en la República Argentina o en plazas del exterior -tales formas de adquisición establecidas en los puntos a) y b) en adelante referidos como la "adquisición de dólares"-, por existir restricciones legales, normativas o regulatorias o interpretaciones judiciales o administrativas de las mismas, emanadas de autoridades competentes que prohiban o no permitan las adquisiciones de dólares, o por resultar imposible tales adquisiciones de dólares por razones ajenas a la emisora, como la inexistencia de mercados comúnmente utilizados para la realización de dichas adquisiciones de dólares; entonces, la emisora abonará los correspondientes servicios de intereses y/o amortización en moneda local en cantidad suficiente tal que equivalgan en la respectiva fecha de pago, a la cantidad de dólares adeudados según la tasa de cambio que resulte de la venta de una cantidad no menor a u\$s: 50.000.- contra moneda local en la ciudad de Nueva York, cotizada por Citibank sucursal Nueva York y Crédit Lyonnais sucursal Nueva York, tomándose el promedio de tales cotizaciones a las once horas (horas de Nueva York) en la respectiva fecha de pago.

II.6. LUGAR DE PAGO. Todos los servicios de intereses y amortizaciones de las Obligaciones Negociables serán efectuados por la emisora a través de sus agentes pagadores, exclusivamente en las ciudades de Tres Arroyos y La Plata, República Argentina. Sin perjuicio de lo antedicho y solamente para el caso en que dichos servicios sean abonados en dólares, el Obligacionista podrá solicitar a la emisora a través del agente pagador, la remisión o transferencia de los dólares abonados en los lugares de pago mencionados precedentemente a Bancos ubicados en las ciudades de Nueva York o Londres. Dicha remisión o transferencia será efectuada a favor del Obligacionista que la solicite y tenga una cuenta corriente en el lugar solicitado, dentro de las antes mencionadas plazas. Dicha remisión o transferencia estará libre de pago de cualquier gasto o impuestos para el obligacionista, quedando el pago de gastos e impuestos de transferencia a cargo de la emisora; dicha solicitud de Obligacionista, o la remisión o

transferencia que la emisora pudiera efectuar a través de su agente pagador, no afectarán ni serán interpretados como cambiando de manera alguna el domicilio y lugar de pago, el obligado al pago, las leyes aplicables, ni ninguno de los términos aquí enunciados.

II.7. PROCEDIMIENTO PARA EL COBRO DE LOS SERVICIOS DE RENTA Y AMORTIZACION: Los servicios de intereses y amortizaciones serán abonados por los agentes pagadores en cada día de pago de intereses y/o capital, en las ciudades de La Plata y Buenos Aires, el tenedor que hubiere efectuado una presentación a los agentes pagadores entre el noveno y el quinto día hábil anterior al respectivo día de pago, manifestando su voluntad de cobrar en dicho día de pago. La aludida presentación consistirá en la entrega al agente pagador del cupón afectado al pago de intereses y/o capital, y el llenado de un formulario. Con el objeto de informar a los Obligacionistas y con anticipación no menor a diez (10) días hábiles de la Bolsa de Comercio de Mar del Plata y en dos diarios de amplia circulación, avisos con indicación del domicilio donde se efectuará el pago, horario dentro del cual se atenderá, fecha en que se iniciará, porcentaje de intereses o amortizaciones que se abonen, período al que corresponde el pago, cupón que debe presentarse al cobro y plazo, horarios y domicilios en el cual los Obligacionistas deben efectuar la presentación a los Agentes Pagadores. Aquellos Obligacionistas que no hubieren efectuado la presentación mencionada más arriba, y por lo tanto no hubieren cobrado en el día de pago respectivo, recibirán el pago pertinente al quinto día hábil posterior a su presentación al Agente Pagador manifestando su voluntad de cobrar. La función de los agentes pagadores de abonar intereses y capital cesará luego de transcurridos treinta días desde el pago del último cupón de la Obligaciones Negociables, fecha a partir de la cual todo reclamo de cobro deberá ser hecho directamente a la emisora.

II.8. GARANTIAS. Las obligaciones de la emisora por capital de los valores de que se trata, serán garantizadas con efecto a partir de la fecha de suscripción en un porcentaje del 75 % con un aval extendido por el Fondo de Garantías Buenos Aires S.A.P.E.M. ("FO.GA.BA. S.A.") y el 25 % remanente por la constitución a tal fin de un Fideicomiso Financiero.

III. OBJETO DE LA EMISION.

Los fondos provenientes de la suscripción de estas Obligaciones Negociables estarán destinados a instalación de planta elaboradora y envasadora de galletitas.

IV. RESCATE ANTICIPADO.

La emisora podrá rescatar parcial o totalmente en forma anticipada, las Obligaciones Negociables, en las siguientes condiciones: a) Parcialmente en cualquier momento después del primer año contado desde la finalización del período de suscripción y hasta el (90 %) del monto total de la emisión; a efectos de computar el referido monto máximo de los rescates parciales anticipados, se deducirán las amortizaciones ya realizadas con anterioridad a las correspondientes fechas de rescate; o b) en su totalidad, en cualquier momento, a partir de los (2) dos años contados desde la finalización del período de suscripción. El o los rescates anticipados deberán ser efectuados al 100 % (ciento por

ciento) de su valor nominal, debiendo el banco dar aviso previo a los obligacionistas por publicación de tres (3) días corridos a la fecha de inicio del rescate en el que se pondrán a disposición de los obligacionistas los importes correspondientes al capital e intereses devengados hasta la fecha de rescate.

V. SUSCRIPCION.

V.1. PRECIO MÍNIMO DE SUSCRIPCIÓN O PAUTAS PARA SU DETERMINACION: El Directorio de Molinos Tres Arroyos s.a. fijará para el día de apertura del período de suscripción el precio mínimo de colocación por debajo del cual no se aceptarán ofertas de suscripción, informando de ello por escrito, previamente a su vigencia, a la Bolsa de Comercio de Mar del Plata. Dicho precio mínimo será fijado en función de las condiciones del mercado y según lo decidido por el Directorio del emisor, podrá ser hasta el 85 % (ochenta y cinco por ciento) del valor par entendiéndose por valor par la suma de u\$s: 1 (un dólar estadounidense), con más sus intereses corridos por cada obligación negociable. Este precio de suscripción podrá ser modificado hasta dicho mínimo en cualquier momento por la emisora dentro del período de suscripción, teniendo en cuenta las condiciones imperantes en el mercado para este tipo de títulos valores.

V2. INTEGRACION. La integración del precio de suscripción deberá efectuarse al contado y en efectivo, en el momento de suscripción.

V3. PERIODO DE SUSCRIPCION. Se establece un período de suscripción de 5 días hábiles.

VII. IMPUESTOS Y GASTOS DE EMISION.

Todos los pagos de capital e intereses con respecto a las obligaciones y los cupones se harán libres de retenciones o deducciones en concepto de impuestos, derechos, gravámenes o cargas gubernamentales de cualquier naturaleza retenidos o fijados dentro de la Argentina o de cualquier autoridad en la misma que tengan facultades fiscales, salvo que dicha retención o deducción sea exigida por Ley. Todos los gastos de emisión y colocación están a cargo de la Sociedad.

Sin más, se da por terminada la sesión, siendo las 19 hs.

d) PROSPECTO DE EMISION

A - INFORMACION SOBRE LA EMISION OFRECIDA

A.1. CARACTERES DE LOS VALORES:

Obligaciones Negociables emitidas en dólares estadounidenses, no convertibles en acciones. Clase "A"

A.1.1. MONTO DEL EMPRESTITO - VALOR NOMINAL

El monto total del empréstito es de V/N u\$s 650.000.-. Se emite Obligaciones Negociables simples, Clase "A" por u\$s 650.000.- de V/N 1.000 u\$s cada una.

A.1.2. CARACTERISTICAS DE LOS TITULOS REPRESENTATIVOS DEL EMPRESTITO

La totalidad de la emisión estará documentada por un Certificado Global Permanente, emitido conforme a las disposiciones legales, suscripto por el Presidente y un Síndico de la Emisora, el cual será depositado en la Caja de Valores S.A.. Las obligaciones negociables así representadas serán acreditadas en la subcuenta de cada obligacionista, conforme al régimen de depósito colectivo (Ley 20.643). Los obligacionistas renuncian a exigir la entrega de láminas individuales, por lo que todas las transferencias de las obligaciones negociables se realizarán a través del sistema de depósito colectivo. La Caja de Valores S.A. se encuentra autorizada a percibir de los depositantes aranceles por la administración del depósito colectivo; estos aranceles estarán a cargo de los depositantes. El depósito del Certificado Global Permanente se realizará con anterioridad al inicio del período de suscripción de las obligaciones negociables.

A.1.3. RESOLUCION DEL ORGANO QUE HA DECIDIDO LA EMISION DEL EMPRESTITO

Asamblea General Extraordinaria N° xx de fecha 07 de Septiembre de 1998 y Acta de Directorio N° xx de fecha 20 de Octubre de 1998.

A.1.4. TASA DE INTERES APLICABLE, FECHA DE DEVENGAMIENTO Y PAGO

El lapso comprendido entre la fecha de suscripción y la fecha de pago de la última cuota de amortización del capital, se dividirá en 8 períodos sucesivos de 6 (seis) meses, cada uno de los cuales constituirá un período de intereses; excepto el primer período de interés que se iniciará con la apertura del período de suscripción, (momento a partir del cual comenzará el devengamiento de intereses) y finalizará a los 184 (ciento ochenta y cuatro) días de la fecha de apertura de la suscripción. Cada uno de los períodos subsiguientes comenzarán sucesivamente el día siguiente al último día del período de intereses anterior. La tasa de interés a aplicar sobre los saldos de capital no amortizados será igual al 12% (diez por ciento) nominal anual.

Si el día de pago no fuere hábil, el pago se efectuará el primer día hábil siguiente. En ningún caso la postergación de la fecha de pago de intereses implicará una modificación de la cantidad de días comprendidos en el período de intereses respectivo.

El interés se computará sobre la base de un año de trescientos sesenta y cinco (365) días por la cantidad de días comprendidos en cada período de intereses.

A.1.5. MONEDA DE PAGO

La emisora abonará los servicios de intereses y amortizaciones en dólares, quedando expresamente establecido que en caso que en cualquier fecha de pago de los mismos no pudiera adquirir dólares con moneda doméstica, ya sea: a) en forma directa en el mercado de cambio respectivo de la República Argentina, o b) en forma indirecta a través de compra con moneda doméstica en la República Argentina de Bonex u otro título de crédito emitido por entidades de capital tanto público como privado, y su posterior venta contra dólares en la República Argentina o en plazas del exterior.

A.1.6 TRATAMIENTO FISCAL

Los tenedores de Obligaciones Negociables, quedarán sujetos al régimen fiscal previsto en la Ley 23.576, reformado por la Ley 23.962, conforme el siguiente detalle:

- impuesto de sellos: Están exentos los actos, contratos y operaciones, incluyendo entregas o recepciones de dinero, relacionados a la emisión, suscripción, colocación y transferencia de estas Obligaciones.
- Impuesto a las Ganancias: Están exentas de este tributo:
 - 1.) Los resultados provenientes de la compraventa, cambio, permuta y disposición de estas Obligaciones Negociables.
 - 2.) Los intereses de la presente emisión de Obligaciones Negociables. Si se tratara de beneficiarios del exterior, no regirá lo dispuesto en los artículos 21° de la Ley 20.628 y 104° de la Ley 11.683.
- Impuesto sobre la Transferencia de Títulos Valores: Están exentas las transferencias de estas Obligaciones Negociables que se efectúen en los Mercados Abierto y Bursátil.
- Impuesto al Valor Agregado: Están exentas las operaciones financieras y prestaciones relativas a la emisión, suscripción, colocación, transferencia, amortización, intereses y cancelaciones de estas Obligaciones Negociables y sus garantías.
- Todos los pagos de capital e intereses con respecto a las obligaciones y cupones se harán libre de retenciones o deducciones en concepto de impuestos, derechos, gravámenes o cargas gubernamentales de cualquier naturaleza retenidos o fijados dentro de la República Argentina o de cualquier autoridad en la misma que tenga facultades fiscales, salvo que dicha retención o deducción sea exigida por Ley.

A.1.7. PLAN Y MODALIDADES DE RESCATE Y AMORTIZACION DE LOS VALORES AMORTIZACION DEL CAPITAL:

El capital se amortizará en 7 (siete) cuotas, las primeras 6 (seis) equivalentes cada una de ellas al 14%(catorce por ciento) del total, correspondiendo la última al 16% (dieciséis por ciento) remanente. La primera cuota de amortización vencerá a los 365

(trescientos sesenta y cinco) días de plazo contados desde la fecha de suscripción de la emisión. Las 6 (seis) restantes cuotas de amortización serán semestralmente, reintegrándose la última a los 4 (cuatro) años desde la fecha de suscripción de los Títulos.

RESCATE ANTICIPADO:

La emisora podrá rescatar parcial o totalmente en forma anticipada, las obligaciones negociables, en las siguientes condiciones: a) Parcialmente en cualquier momento después del primer año contado desde la finalización del período de suscripción y hasta el 90% (noventa por ciento) del monto total de la emisión, a efectos de computar el referido monto máximo de los rescates parciales anticipados, se deducirán las amortizaciones ya realizadas con anterioridad a las correspondientes fechas de rescate; o b) en su totalidad, en cualquier momento, a partir de los 2 (dos) años contados desde la finalización del período de suscripción.

El o los rescates anticipados deberán ser efectuados 100% (ciento por ciento) de su valor nominal, debiendo el banco dar aviso previo a los obligacionistas por publicación de 3 (tres) días en el Boletín Oficial y en un diario de circulación general con una anticipación mínima de 30 (treinta) días corridos a la fecha de inicio del rescate en el que se pondrán a disposición de los obligacionistas los importes correspondientes al capital e intereses devengados hasta la fecha de rescate.

A.1.8. LUGAR DE PAGO:

Todos los servicios de intereses y amortizaciones de las Obligaciones Negociables serán efectuados por la emisora a través de sus agentes pagadores en la República Argentina. Sin perjuicio de lo antedicho y solamente para el caso en que dichos servicios sean abonados en dólares, el obligacionista podrá solicitar a la emisora a través del agente pagador, la remisión o transferencia de los dólares abonados en los lugares de pago mencionados precedentemente a Bancos ubicados en las ciudades de Nueva York o Londres. Dicha remisión o transferencia será efectuada a favor del obligacionista que la solicite y tenga una cuenta corriente en el lugar solicitado, dentro de las mencionadas plazas.

Los servicios de intereses y amortizaciones serán abonados por los agentes pagadores en cada día de pago de intereses y/o capital, al tenedor que hubiere efectuado una presentación a los agentes pagadores entre los noveno y quinto día hábil anterior al respectivo día de pago, manifestando su voluntad de cobrar en dicho día de pago. La aludida presentación consistirá en la entrega al agente pagador del cupón afectado al pago de intereses y/o capital, y el llenado de un formulario. Con el objeto de informar a los obligacionistas y con anticipación no menor a 10 (diez) días hábiles de la fecha de cada día de pago, la emisora publicará en el Boletín de la Bolsa de Comercio de Mar del Plata y en dos diarios de amplia circulación, avisos con indicación del domicilio donde se efectuará el pago, horario dentro del cual se atenderá, fecha en que se iniciará, porcentaje de intereses o amortizaciones que se abonen, período al que corresponde el pago, cupón que debe presentarse al cobro y plazo, horarios y domicilios en el cual los obligacionistas deben efectuar la presentación a los Agentes Pagadores. Aquellos obligacionistas que no

hubieren cobrado el día del pago respectivo, recibirán el pago pertinente el quinto día hábil posterior a su presentación al Agente Pagador manifestando su voluntad de cobrar.

La función de los agentes pagadores de abonar intereses y capital cesará luego de transcurridos treinta días desde el pago del último cupón de las Obligaciones Negociables, fecha a partir de la cual todo reclamo de cobro deberá ser hecho directamente a la emisora.

A.1.9. GARANTIAS

Las obligaciones de la emisora por capital de los valores de que se trata, serán garantizadas con efecto a partir de la fecha de suscripción en un porcentaje del 75 % con un aval extendido por el Fondo de Garantías Buenos Aires S.A.P.E.M. ("FO.GA.BA. S.A.") y el 25 % remanente por la constitución a tal fin de un Fideicomiso Financiero.

A.1.10. COTIZACION BURSATIL

La empresa ha solicitado a la Bolsa de Comercio de Mar del Plata la autorización para cotizar en ese ámbito las Obligaciones Negociables emitidas.

A.2. MODALIDADES DE LA EMISION

A.2.1 PRECIO MINIMO DE LA EMISION Y PAUTAS PARA SU DETERMINACION

El Directorio de la emisora fijará para el día de apertura del período de suscripción el precio mínimo de colocación por debajo del cual no se aceptarán ofertas de suscripción, informando de ello por escrito, previamente a su vigencia, a la Bolsa de Comercio de Mar del Plata. Dicho precio mínimo será fijado en función de las condiciones del mercado y según lo decidido por el Directorio del emisor, podrá ser hasta 85% (ochenta y cinco por ciento) del valor par entendiéndose por valor par la suma de u\$s 1 (un dólar estadounidense) más sus intereses corridos por cada obligación negociable. Este precio de suscripción podrá ser modificado en cualquier momento por la emisora dentro del período de suscripción, teniendo en cuenta las condiciones imperantes en el mercado para este tipo de títulos valores.

A.2.2. MODALIDADES DE LA INTEGRACION

La integración del precio de suscripción deberá efectuarse al contado y en efectivo, en el momento de suscripción.

A.2.3 PERIODO DURANTE EL CUAL LA EMISION SE ABRE

El período de suscripción se establecerá dentro de los 60 días de obtenida la autorización por parte de la Bolsa de Comercio de Mar del Plata para realizar la oferta pública de Obligaciones Negociables.

A.2.4. MONTO DE LOS GASTOS DE EMISION

Todos los gastos de emisión y colocación están a cargo de la emisora.

A.2.5. MODALIDADES Y PLAZOS DE LA ENTREGA DE LOS VALORES

La totalidad de la emisión estará documentada por un Certificado Global Permanente, emitido conforme a las disposiciones legales, el cual será depositado en Caja de Valores S.A.. Las obligaciones negociables así representadas serán acreditadas en las subcuenta de cada obligacionista, conforme al régimen de depósito colectivo (Ley 20.643). Los obligacionistas renuncian a exigir la entrega de láminas individuales, por lo que todas las transferencias de las obligaciones negociables se realizarán a través del sistema de depósito colectivo.

A.2.7. AGENTE PAGADOR

La emisora ha celebrado un convenio con (una entidad financiera y/o la Caja de Valores S.A. y/o el Mercado Regional de Capitales S.A) para que se desempeñe como agente pagador de los servicios de renta y amortización de las obligaciones, asimismo el agente pagador tomará a su cargo la defensa de los derechos e intereses que colectivamente correspondan a los obligacionistas durante la vigencia del empréstito y hasta su cancelación total, de acuerdo a lo normado en el art. 13° de la Ley 23.576.

A.3. OBJETO DE LA PRESENTE EMISION

- Los fondos provenientes de la suscripción de estas Obligaciones Negociables estarán destinados a: instalación de planta elaboradora y envasadora de galletitas.

B - INFORMACION SOBRE LA EMISORA

B.1 NOMBRE, SEDE, FECHA DE CONSTITUCION Y CAPITAL

Nombre de la Emisora: Molinos Tres Arroyos s.a.

Sede: Parque Industrial de Tres Arroyos.

Fecha de Constitución: 03/09/1991.

Duración: 99 años.

Patrimonio Neto al 31 de Diciembre de 1997: 912.327,57

B.2. ACTIVIDAD PRINCIPAL DESCRIPCION DE LA ACTIVIDAD REALIZADA

COMIENZOS

La empresa tiene como actividad principal la molienda, fraccionamiento y envasado de harina. Inició sus actividades en el mes de Abril de 1993, con una capacidad de producción de 35 toneladas de trigo diarias y con una capacidad de almacenaje de 600 toneladas. Procesa dos tipos de harina que son la 000 y la 0000, esta última de mayor refinamiento. También se comercializan subproductos derivados.

SU DESARROLLO

La empresa ha tenido una evolución permanente en cuanto a producción y a participación en el mercado. La producción creció de las 35 tns. de trigo iniciales hasta las 230 tns. actuales. En todo momento la harina producida ha tenido un mercado receptor de la misma, por lo que no se tienen acumulaciones de stock significativos, por lo tanto se deduce que las ventas han crecido a la par de nuestra producción.

La capacidad de almacenaje de cereal creció de 600 tns. 5500 tns.

B.3. OFERTA PUBLICA DE SU CAPITAL

“La emisora” no realiza oferta pública de su capital.

B.4. SITUACION ACTUAL

La situación actual es sólida desde todo punto de vista ya sea patrimonial, financiera y económicamente. El mercado de la harina se presenta favorable y no se han producido oscilaciones importantes en el mercado de trigo, que es la principal materia prima.

B.5. NOMINA DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS DE SU FABRICACION

Harina 000

Harina 0000

La harina se envasa en bolsas de 50 Kgs. y en paquetes de 1 kg.

Subproductos derivados de la molienda.

B.6. LICENCIAS - KNOW HOW - CONVENIOS TECNOLOGICOS

No tiene.

B.7. LISTA DE SUS PRINCIPALES CLIENTES

Los clientela de la empresa está atomizada en panaderos de distintos centros de consumo de la región, también se interviene en licitaciones provenientes del sector público para cumplir con necesidades de asistencia social.

B.8. DESCRIPCION DE LA PLANTA

La planta de producción es un edificio de 4 niveles y de 400 mts. cuadrados de superficie. Este edificio se ha modificado a medida que se incrementaba la capacidad instalada. La planta de silos consta de 14 silos que almacenan en total 5500 tns de trigo.

B.9. NIVEL TECNOLOGICO ACTUAL

Se han adoptado todos los nuevos sistemas de producción que han ido surgiendo en el mercado, hasta llegar al manejo computarizado del funcionamiento de la planta de molienda. Por lo tanto el nivel tecnológico es de última generación.

B.10. BALANCE GENERAL Y ESTADO DE RESULTADOS

Estado de Situación Patrimonial (Comparativo años 95-96-97)

Estado de Resultados (Comparativo años 95-96-97)

B.11. RELACIONES TECNICAS

Principales indicadores financieros, económicos y patrimoniales (Evolución)

	1995	1996	1997
Liquidez Cte.	0,973	0,918	0,979
Liquidez Acida	0,934	0,901	0,951
Endeudamiento.	1,406	1,293	1,886
Rentabilidad Activo(incl. res. fin.)	0,097	0,108	0,093
Rentabilidad Ventas.	0,045	0,045	0,043
Rentabilidad Patrimonio.	0,233	0,247	0,270

Solvencia.	0,711	0,773	0,530
Inmovilización de Capital	0,470	0,524	0,481
Capital de Trabajo.	-24546	-75779	-28945

B.12. "La emisora" no tiene otorgado fianzas ni avales.

B.14. No existen empréstitos en obligaciones emitidas con anterioridad.

B.15. ADMINISTRACION DE LA SOCIEDAD

Composición del Directorio.

Presidente: Gustavo Galilea

Vicepresidente: Martín Galilea

Vocales: Eugenio Galilea

Angélica de Galilea

e) PRESENTACION EN LA BOLSA DE COMERCIO

DECLARACION JURADA PYMES

Bolsa de Comercio de Mar del Plata

Declaración Jurada

PyMEs

R.M.E.401 /89

M.E.O.S.P.208 / 93

Razón Social: Molinos Tres Arroyos s.a.

Domicilio: Parque Industrial, ruta 3 Km. 499.

Mes de cierre del ejercicio: Diciembre

Año: 1997

A) SECTOR INDUSTRIAL

I. Personal ocupado : Producción: 34 personas; Administración: 13 personas.

II. Ventas anuales : 4.259.200,20

III. Activos productivos : 1.788.582.04

B) SECTOR COMERCIO Y SERVICIOS

I. Personal ocupado :

II. Ventas anuales :

III. Patrimonio Neto :

C) SECTOR MINERO

- I. Personal ocupado :
- II. Ventas anuales :
- III. Activos productivos :

D) SECTOR TRANSPORTE

- I. Personal ocupado :
- II. Ventas anuales :

E) SECTOR AGROPECUARIO

- I. Ingreso bruto anual:
- II. Capital productivo :
(incluye el valor de la tierra)

$$P = \left(\begin{array}{l} \text{Poe: } 27 \\ \text{Pom: } 47 \end{array} \times \begin{array}{l} \text{Vae: } 4259200 \\ \text{Vam } 3557082 \end{array} \right)^{\frac{1}{3}} \times 10 \quad \left(\begin{array}{l} \text{APe: } 1788582 \\ \text{Apm: } 1681723 \end{array} \right)^{\frac{1}{3}} \times 10$$

PUNTAJE PyME: 9,708

El que suscribe Don Gustavo Galilea en su carácter de presidente afirma que los datos consignados en este formulario son correctos y completos y que esta declaración se confeccionado sin omitir ni falsear dato alguno que deba contener. Como así también que se mantendrá la condición pyme, durante el período de autorización de la oferta pública.

Firma y sello

SOLICITUD PARA EFECTUAR OFERTA PUBLICA

23 de Noviembre de 1998

Entidad: Molinos Tres Arroyos S.A.

El que suscribe , en su carácter de presidente de la entidad domiciliada en: Parque Industrial de Tres Arroyos Ruta 3 km. 499 de la localidad de Tres Arroyos. Provincia Buenos Aires dirige a la Bolsa de Comercio de Mar del Plata , para solicitar de acuerdo con lo dispuesto en la Ley 17.811 y Resolución General 235 de la Comisión Nacional de Valores , la autorización correspondiente para efectuar la oferta pública de los siguientes valores: obligaciones negociables emitidas en dólares estadounidenses, no convertibles en acciones clase "A".

A fin de que esa Bolsa disponga de los elementos necesarios para la consideración de esta solicitud se acompañan las informaciones y documentos correspondientes , de acuerdo con el siguiente detalles :

- a) Acta del órgano que decidió la emisión .
- b) Tres ejemplares del prospecto .
- c) Un juego de los estados contables de la entidad de los últimos ejercicios o desde su constitución .
- d) Demás documentación exigida por el Reglamento para la Autorización , Cancelación , Suspensión y Retiro de la cotización de Títulos Valores , según el caso .

El Sr. Rogelio Andrés Echemendi, DNI 20044303 Tel. (0983) 23124 se ocupará de la tramitación de este pedido y suministrará las indicaciones y aclaraciones que se soliciten relacionada con el mismo .

**Presidente o Vicepresidente
en ejercicio de la presidencia**

4) MODELO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES NEGOCIABLES

A continuación se presentan el modelo de emisión de Obligaciones Negociables de acuerdo a las siguientes características:

Características Generales:

1. La Empresa emite Obligaciones Negociables bajo los términos del Decreto 1087/93 y la Resolución General Nro. 235 de la Comisión Nacional de Valores.
2. La Empresa solicita autorización para la cotización y oferta pública de las Obligaciones Negociables en la Bolsa de Comercio de Mar del Plata.
3. El plazo para la amortización final de las Obligaciones Negociables es de 4 años, estructurándose las amortizaciones en base a considerar un año de gracia, es decir que la primer cuota de amortización vencerá a los 365 días de la fecha de emisión.
4. La tasa de interés aplicable es del 12% anual.
5. La moneda de pago, así como el capital recibido en el empréstito son dólares estadounidenses.

La garantía de la emisión es en todos los casos sobre el 100% del capital, a tal efecto la Empresa conviene un aval con el FO.GA.BA. por el 75% de ese monto y constituye un Fideicomiso suficiente para garantizar el 25% restante de la emisión.

Características particulares:

Los vencimientos de cuotas de amortización y renta se establecen para período de seis meses (SEMESTRAL).

Conformación de los Flujos de Fondos presentados:

Los flujos de fondos que a continuación se presentan se conforman de 12 columnas, así identificadas que responden a las características antes señaladas. En tal sentido:

columna (1) Vencimiento presenta los días en los que ocurriría algún evento económico vinculado a la emisión;

columna (2) Vida refleja la totalidad de días transcurridos desde la fecha de emisión hasta cada uno de los días referidos en la columna (1);

columna (3) Días expresa la diferencia de días exacta existente entre cada fecha enumerada en la columna (1).

columna (4) Amortización expresa el importe en dólares que debería abonarse como pago de capital;

columna (5) Residual expresa el capital o saldo de capital adeudado correspondiente a cada fecha col (1);

columna (6) intereses refleja el monto o importe que en concepto de intereses debería abonarse en las fechas indicadas, para su calculo la tasa es fija equivalente al 12% anual y se aplica al capital o saldo de capital adeudado;

columna (7) BC, acumula los importes que la emisora deberá abonar a la Bolsa de Comercio de Mar del Plata en concepto de Derechos de Cotización y Aranceles de publicación;

columna (8) FOGABA expresa el costo o importe originado en la obtención del aval otorgado por FO.GA.BA, este importe es compuesto por una tasa equivalente al 2,5% aplicable al capital avalado, y en el primer desembolso otros conceptos como integración al FO.GA.BA. y un 1% de costo para gastos de la contragarantía;

columna (9) Fideicomiso se define como los importes retenidos y reintegrados por el Fideicomiso constituido al efecto de garantizar el 25% del monto de la emisión durante la totalidad de días por la que persista la obligación de esta naturaleza;

columna (10) Renta F.F. refleja la rentabilidad obtenida por el Fideicomiso (9% anual) y reintegrada a la sociedad emisora (la empresa);

columna (11) Flujo de Fondos expresa el importe neto que la empresa deberá abonar o desembolsar en cada fecha o período por todos los conceptos antes enumerados y enunciados.

Modelo para la emisión de O.N.

Aplicación de Garantía FO.GA.BA.

Venc. de amort. e intereses: semestral

Monto de la emisión: 650.000

Fecha: 01/01/99

Tasa: 12%

Venc.	Vida	Días	Amort.	Resid.	Inter.	B.C.	Fogaba	Fideic.	Renta ff.	FlujoFondos
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
01/01/99				650000			18262,5	162500		180762,5
30/6/99	184	184		650000	38215,7	350			(7154,9)	31410,8
31/12/99	365	181	91000	559000	37575	350	10481,2	(22750)	(7154,9)	109501,3
30/6/00	549	184	91000	468000	32865,5	350		(22750)	(6153,2)	95312,3
31/12/00	730	181	91000	377000	27064	350	7068,7	(22750)	(5151,5)	97571,1
30/6/01	914	184	91000	286000	22165,1	350		(22750)	(4149,8)	86615,2
31/12/01	1096	181	91000	195000	16626,9	350	3656,2	(22750)	(3148,1)	85735
30/6/02	1280	184	91000	104000	11464,7	350		(22750)	(2146,4)	77918,2
31/12/02	1461	181	104000	0	6012	350		(26000)	(1144,8)	83217,2
			650000		191979,3	2800	39468,7		(36204,2)	848.043,86

Rentabilidad Fideicomiso: (T.N.A.): 9,00%

Costo Efectivo por periodos: 6,54%

Costo Efectivo Anualizado: 13,50%

CONCLUSIÓN

La conclusión de este trabajo consta de dos partes, una primera acerca de la investigación realizada en el contexto elegido, obteniendo de este modo un diagnóstico del interés por la utilización de las obligaciones negociables y en segundo lugar sobre el desarrollo de un caso práctico de emisión en una empresa local para financiar un proyecto de inversión.

La información relevada en el sector empresarial del medio me permite afirmar que el interés por implementar las O.N. existe, basado en la posibilidad de obtener recursos de manera alternativa y con significativas ventajas comparativas. El empresario a medida que va conociendo los beneficios lo incorpora como un medio atractivo para poder cumplir con sus objetivos futuros. Debido a su escasa difusión en nuestro medio aún no se han utilizado, pero potencialmente son una herramienta de captación de fondos que satisficaría en mejores condiciones de costo, oportunidad, plazo y administración de deudas al sector agroindustrial del Partido de Tres Arroyos.

También hay que considerar que el empresario es reticente a evaluar la implementación de los títulos, por un lado por falta de gerenciamiento adecuado, limitando la obtención de fondos solo en instituciones financieras; y por otro a la poca confianza en que sus títulos sean atractivos para inversores que actúan en un medio tan complejo como el Mercado de capitales, este punto subsanado, al menos parcialmente con un sistema de otorgamiento de garantías por empresas ad-hoc.

En cuanto a la implementación de los títulos está supeditada a la decisión empresarial, y para lograrla es necesario un proyecto adecuado, un mecanismo operativo de emisión y una autorización para efectuar oferta pública por parte del organismo de contralor y la Bolsa de Comercio de Mar del Plata.

El caso práctico fue desarrollado en la empresa Molinos Tres Arroyos S.A., con un proyecto que consiste en la instalación de una planta elaboradora de galletitas, y teniendo en cuenta la magnitud de la inversión, las O.N. son una buena alternativa para financiar, en este caso la mitad de la misma. Para ello fue desarrollado un modelo de emisión de O.N. bajo régimen de oferta pública que cumple con las necesidades financieras cuantitativa y cualitativamente.

Está claro que a los empresarios les atrae obtener recursos financieros con las ventajas que otorgan las O.N.. En el mediano plazo, con mayor información y con la adopción de los títulos por alguna empresa local y por supuesto con la decisión empresarial; las O.N. se van a constituir en una manera más para el financiamiento del sector agroindustrial de Tres Arroyos.

BIBLIOGRAFÍA

- Alonso, A. “Administración de las finanzas de la empresa”. Ediciones Macchi. Bs. As. 1980.
- Blaquier, Rodolfo: “Derecho empresario actual”. Universidad Austral. Editorial Depalma. 1996.
- Campos, Alberto. “Finanzas para la inversión”. Ediciones Macchi. Buenos Aires. 1983.
- Candiotti, Eduardo. “Cuadernos de administración financiera”. Ediciones del autor. Santa Fé. 1984.
- Coscia, Adolfo. “Economía Agraria”. Editorial Hemisferio Sur. Buenos Aires
- Donaldson, G. “Estrategia financiera de la empresa”. Ed. Pirámide. España
- Pascale, Ricardo. “Decisiones financieras”. Ediciones Macchi. Bs. As. 1992.
- Fowler Newton, Enrique. “Análisis de estados contables”. Ediciones Macchi. 1996.
- Kennedy- Mc Mullen. “Estados financieros. Forma, análisis e interpretación”. Ed. Uthea, México. 1971.
- Solomon, E. “Teoría de la administración financiera”. Temas de administración Nro.6. Ediciones Macchi. Bs. As.
- Normas legales:
 - Ley 23576 de Obligaciones Negociables.
 - Ley 23962 modificatoria de la ley 23576.
 - Resolución Nro. 235-C.N.V. Regl. del Decr. 1087/93.

- Van Horne, James. “Administración financiera”. Ed. Contabilidad moderna, Bs. As. 1973.

Revistas especializadas

- “Revista del Instituto Argentino de mercado de capitales”. Nro. 12 de 04/89 y Nro. 14 de 12/89.
- Revista “Novedades Económicas”. Nro. 144 de 12/92, Nro. 145 de 01/93 y Nro. 166 de 10/94.
- “Revista de la Bolsa de Comercio de Rosario”. Nro. 1470 de 12/96.
- Revista “Dinámica empresarial” de Mar del Plata.
- Revistas “Gestión” y “Apertura”. Diversos números.
- Revista anual “Potencialidades económicas y productivas” de la Secretaria de Producción de Tres Arroyos.
- Revista “Gente de empresa” de la Cámara Económica de Tres Arroyos. Nros. 17, 18 y 26.

