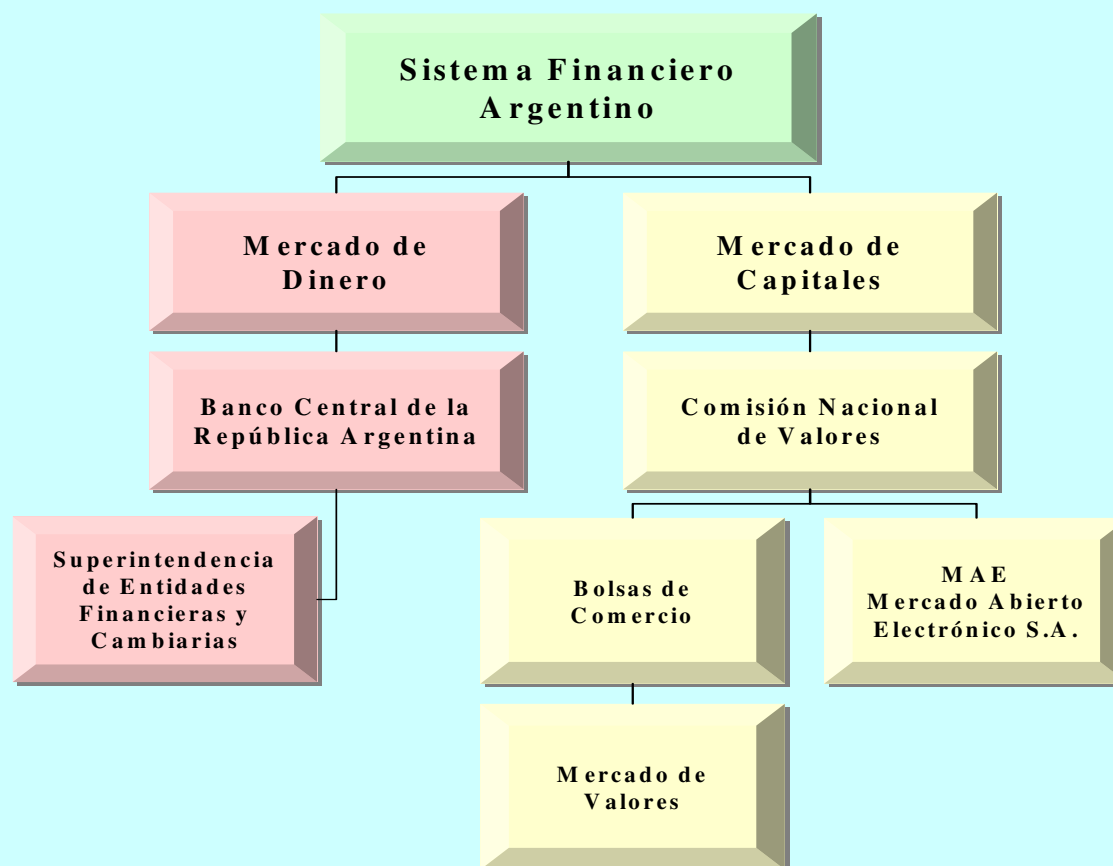


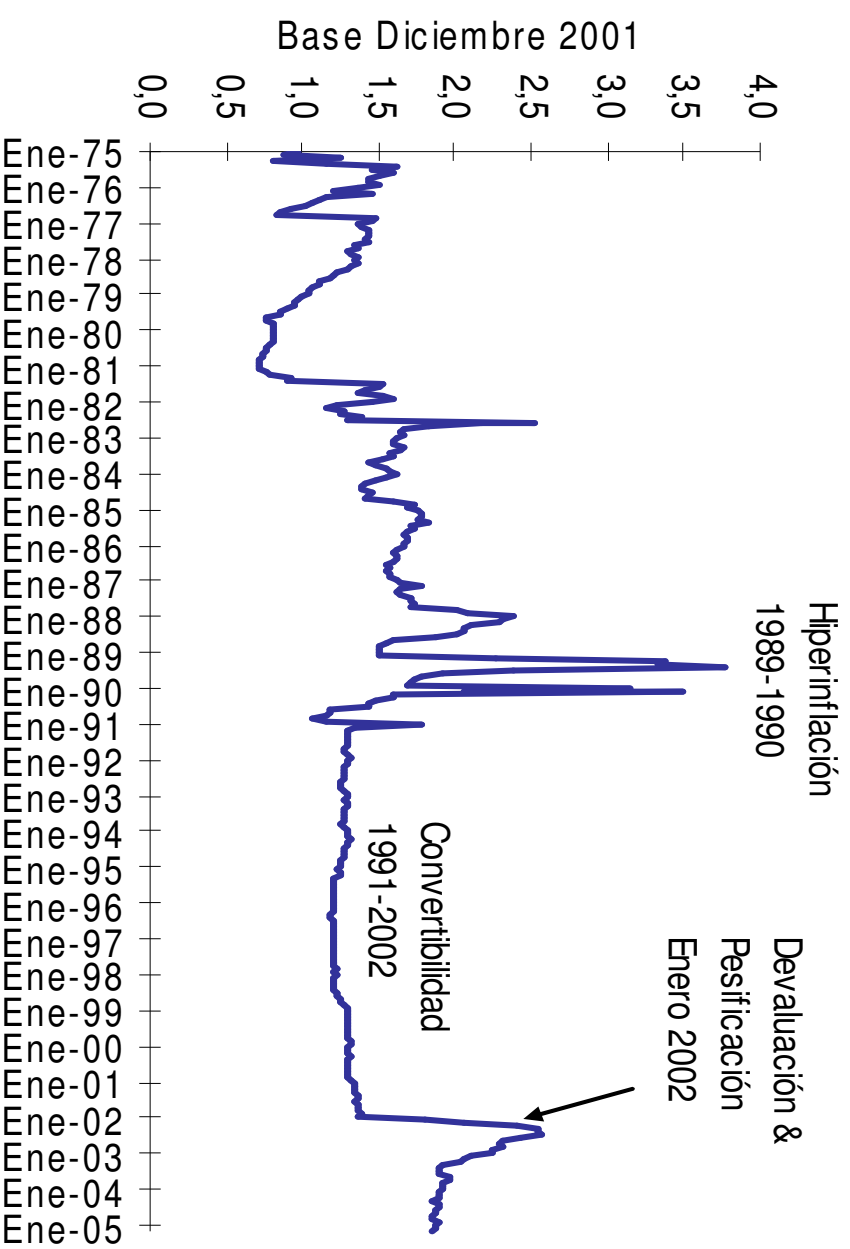
# ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO



**GRÁFICO 1.2**  
**COMPOSICION DEL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO**



## Argentina: Evolución del Tipo de Cambio Real



## **CONDICIONES DE MERCADO FINANCIERO DESPUES DE LA CRISIS**

Periodo de incertidumbre económica - Reestructuración de la deuda

Sistema financiero

- Recuperación de la liquidez

- Desconfianza del publico hacia Los Bancos

- Depósitos realizados en los bancos fueron principalmente de corto plazo

Por el lado de las empresas: Creciente Necesidad de financiar capital de trabajo y nuevos proyectos

El Mercado de Capitales crece como alternativa de financiación al Sistema Bancario; y especialmente hay un acercamiento a las pequeñas y medianas empresas.

**Financiamiento Total Año 2005**  
**(excluyendo reestructuraciones, recomposiciones patrimoniales**  
**y fideicomisos de préstamos garantizados)**

<b>Instrumento</b>	<b>Monto \$</b>	<b>% del Total</b>
Fideicomisos Financieros	3,820,103,077	64.3%
Obligaciones Negociables	1,124,531,780	18.9%
Suscripción de Acciones	638,700,768	10.8%
Financiamiento PyME	356,662,276	6.0%
Cheques de Pago Diferido	208,175,800	58.4%
Fideicomisos Financieros	146,970,411	41.2%
Obligaciones Negociables	1,077,615	0.3%
Valores de Corto Plazo	438,450	0.1%
<b>TOTAL</b>	<b>5,939,997,902</b>	<b>100%</b>

## Instrumentos Financieros

Renta Variable

Acciones  
CEDEARS

Renta Fija

Obligaciones Negociables  
Letras y Notas del BCRA  
Bonos Públicos  
Cheques de pago Diferido  
Plazo Fijo Bancario  
Fideicomisos Financieros  
Cauciones

Derivados: Opciones, Futuros, Swaps

## Renta Fija

Son Instrumentos de deuda que representan el compromiso del emisor de devolver el capital originalmente captado entre los inversores pagando, normalmente, un interés periódico.

Pueden clasificarse según

- Estructura de pago de intereses y capital
- Emisor
- Moneda de emisión
- Tasa de Interés fija o flotante
- Plazo de vida
- Con o sin Opciones incorporadas
- Con o sin Garantías

## Sociedad de Garantía Recíproca

Las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR) son una herramienta especialmente diseñada y creada para asistir a las Pymes.

Tienen por objeto otorgar garantías a las Pymes asociadas para mejorar sus condiciones de acceso al crédito, al brindarles mayor credibilidad para el cumplimiento de sus compromisos u obligaciones.

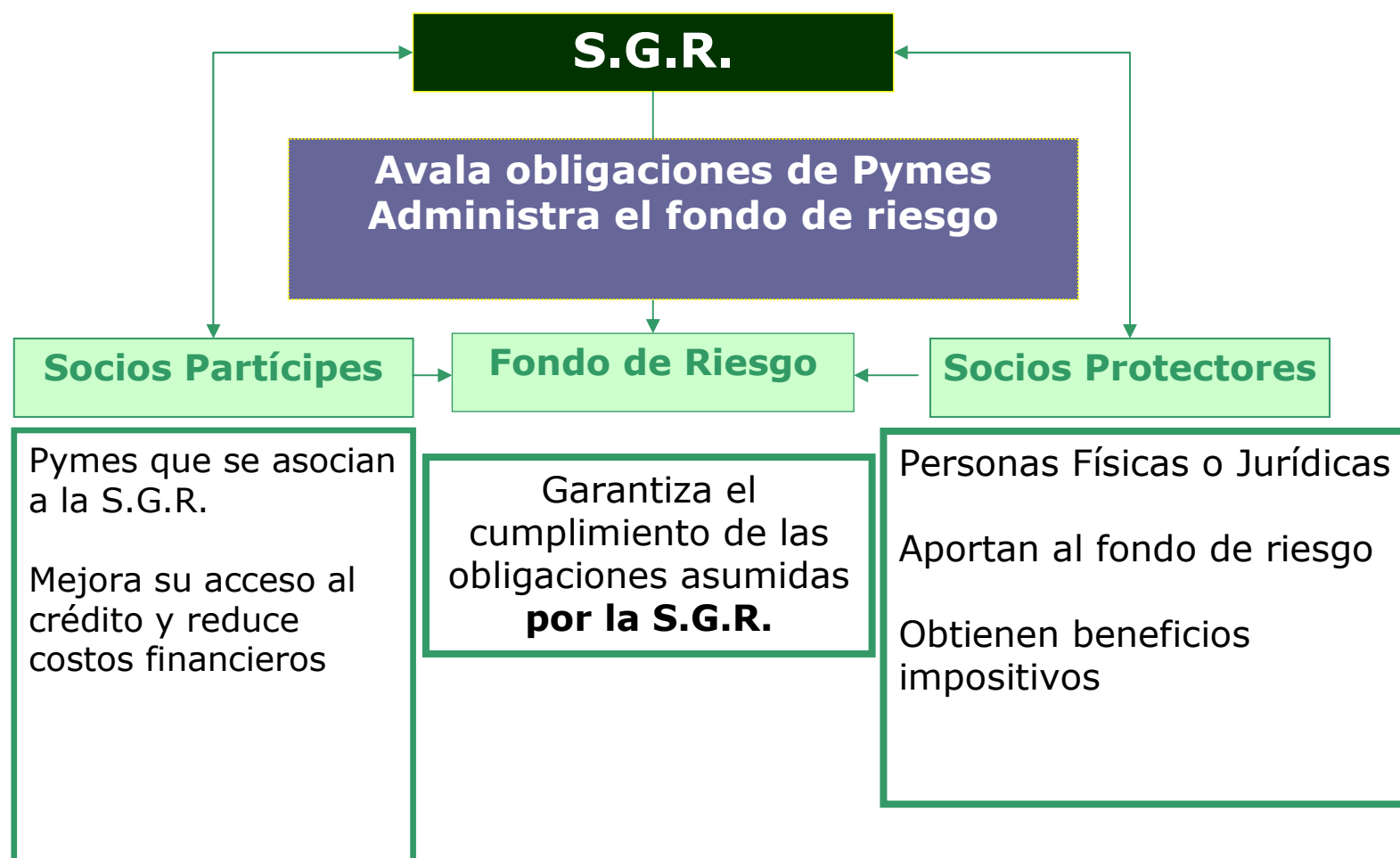
Las SGR permiten a las PyMES garantizar cualquier tipo de compromisos y obligaciones mediante la emisión de avales financieros, avales técnicos o avales comerciales

### **Clasificación de Pyme**

	Micro	Pequeña	Mediana
Agropecuario	270	1.800	10.800
Industria y minería	900	5.400	43.200
Comercio	1.800	10.800	86.400
Servicios	450	3.240	21.600

Resolución SEPyMEyDR N° 675/2002





## Aplicaciones

**Garantías Bancarias:** Con la garantía emitida a favor de la Pyme, puede acceder a un préstamo en un banco de forma más fácil y en mejores condiciones de tasa y plazo.

**Garantías Comerciales:** Permite a la Pyme - al neutralizar el riesgo de incobrabilidad- incrementar el crédito comercial ya sea a través de mayores montos o plazos de pagos.

**Garantías Técnicas:** Para presentar ante Organismos Públicos y Empresas que las contraten para ejecutar obras y/o servicios, garantizando el cumplimiento.

**Garantía sobre Instrumentos Financieros Negociables en el Mercado:** Permite financiar fácilmente a través del mercado a través de distintos instrumentos según las necesidades y características de la empresa. La garantía facilita y mejora la colocación de instrumentos que actualmente están a su disposición, tales como:

- Fideicomisos.

- Valores de Corto Plazo

- Obligaciones Negociables.

- Descuento de Cheques de Pago Diferido

**Garantía sobre operaciones de Leasing:** Permite adquirir bienes a través de operaciones de leasing mejorando la calificación con el aval de la SGR.

## Beneficios

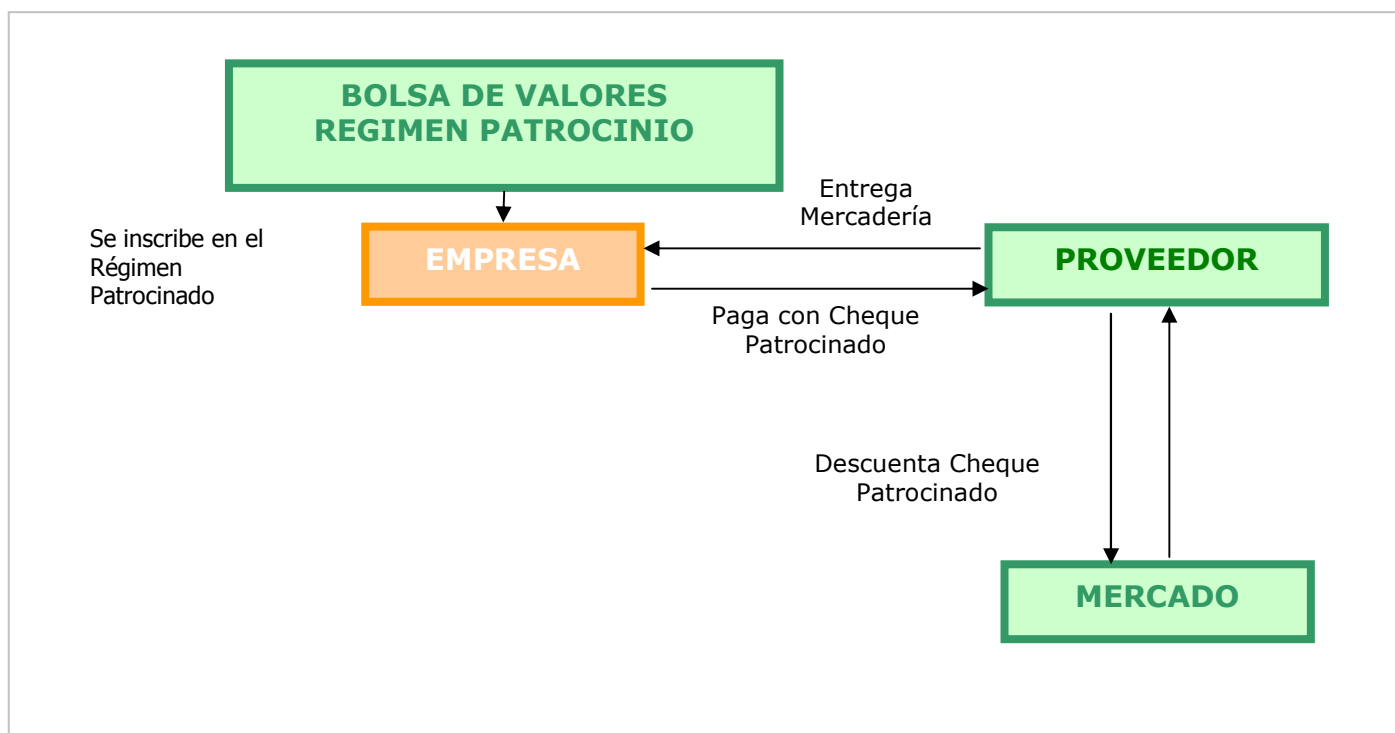
### **Socios Participes**

- Menor costo financiero o alargamiento de plazos para proyectos de inversión, al transferir su riesgo en el riesgo de la SGR.
- Liberación de líneas bancarias.
- Aumento en los plazos de financiamiento
- Menor tiempo y requisitos para la obtención de financiamiento.

### **Socios Protectores**

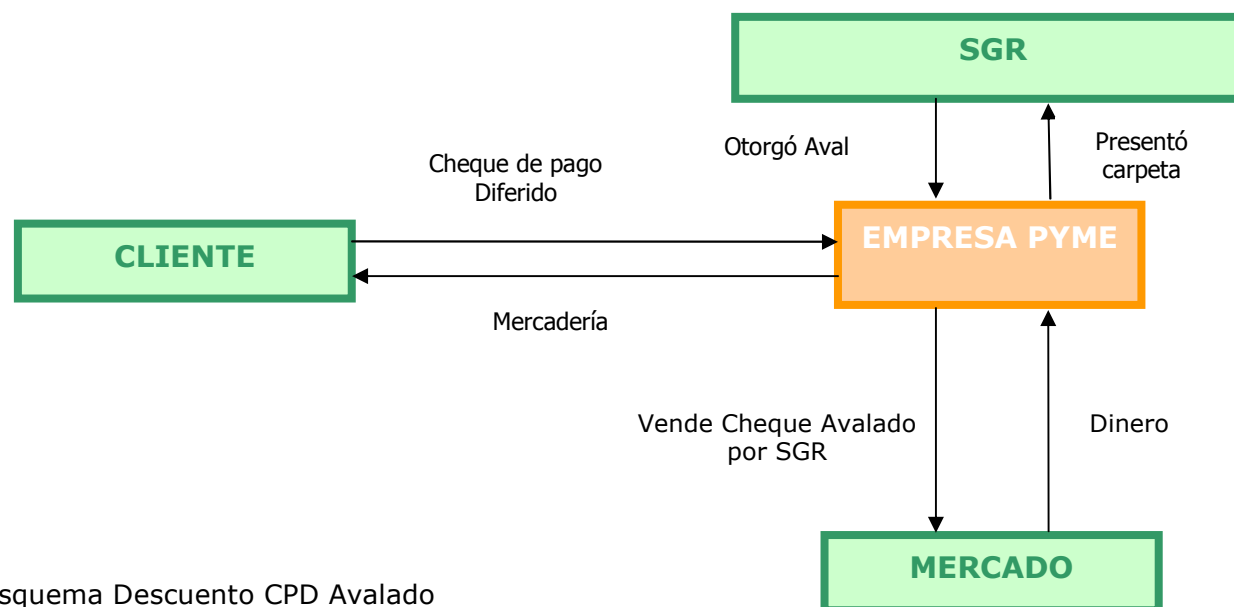
- Deducen del resultado calculado para la determinación del impuesto a las ganancias el 100% del aporte al Fondo de Riesgo en el ejercicio fiscal en el cual se efectivice, generando un escudo impositivo.
- Pueden constituir fondos de riesgo independientes para garantizar operaciones con fines específicos, deduciendo del resultado para la determinación del impuesto a las ganancias los 2/3 del aporte al fondo específico
- El capital aportado al Fondo de Riesgo se invierte produciendo una renta

## Descuento de Cheques - Régimen Patrocinado



- Marketing Indirecto: La empresa libradora cotiza en Bolsa,
  - Mejora relación con sus proveedores, ya que es una forma de asistencia y promoción financiera. Adicionalmente se genera una fidelización del proveedor.
- Alternativa para financiar Capital de Trabajo, donde la empresa libera líneas de crédito

## Descuento de Cheques – Regimen Avalados



- Tasa de descuento menor a la que accede hoy en Bancos
- Transferencia de riesgo de la Pyme al de la SGR.
- Posibilidad de Negociar Cheques Propios.
- Aproximación al Mercado de Capitales

## Fideicomiso

**Concepto:** Habrá fideicomiso cuando una persona (**Fiduciante**) transmita la propiedad de bienes de su propiedad a otra (**Fiduciario**), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (**Beneficiario**), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al Fiduciante, al Beneficiario o a quien reciba el remanente del mismo (**Fideicomisario**), conforme la ley nacional que rige la materia N° 24.441.

- El Fiduciante deja de ser dueño de los bienes transmitidos.
- El Fiduciante instruye al fiduciario el objetivo económico específico de los bienes fideicomitidos.

El Fiduciario pasa a ser titular del patrimonio, pero en forma temporaria (hasta que se extinga el fideicomiso), quien lo administra en beneficio del Beneficiario / Fideicomisario.

- El patrimonio fideicomitado queda separado tanto del patrimonio del Fiduciante como del patrimonio propio del Fiduciario.
- El patrimonio fideicomitado solo responde por las deudas propias del fideicomiso (por ejemplo, impuestos de un inmueble).

Los acreedores del Beneficiario / Fideicomisario podrán ejercer sus derechos sobre los frutos de los bienes fideicomitados y subrogarse en sus derechos.

- Cuando se cumple la condición o el plazo del fideicomiso (máximo 30 años salvo que el Beneficiario sea una persona incapaz), el Fiduciario **debe** entregar los bienes al Fiduciante, Beneficiario o Fideicomisario, según se haya acordado en el contrato.
- Se pueden fideicomitar Bienes, Flujos de Fondos o Derechos, con los cuales únicamente responderá el Fideicomiso.

**Administración:** el Fiduciario, generalmente profesional en el manejo de la cartera, administra ciertos bienes en beneficio de los Beneficiarios / Fideicomisarios (por ejemplo, propiedad inmueble que genera renta a distribuir entre varios beneficiarios, al finalizar el contrato, los inmuebles se revierten a sus dueños). FCI

**Garantía:** Tiene la finalidad de asegurar el cumplimiento de una obligación. El Fiduciante transfiere al Fiduciario los derechos de cobro de sus facturas en beneficio del Beneficiario, como garantía del pago del préstamo que el Fiduciante ha tomado con el Beneficiario. Es un proceso extrajudicial más flexible y con menores requisitos formales, comparado con otras garantías (prenda, hipoteca).

**Testamentario:** se transfieren bienes al Fiduciario para que este los administre, invierta y distribuya entre los herederos forzosos del Fiduciario y terceras personas, luego de su fallecimiento.

**Financiero:** Los Fiduciarios pueden ser únicamente Entidades Financieras o Sociedades Autorizadas por la CNV. El Fideicomiso tiene la capacidad de emitir títulos valores (Certificados de participación o Deuda Garantizada por los bienes del fideicomiso), con o sin oferta pública, por los cuales los tenedores de los Títulos Valores (Beneficiarios) obtiene una tasa de interés.



## Fideicomisos Financieros. Año 2005

### Colocaciones por sector

Tipo de Fideicomiso	Monto Colocado en \$	Part. %	Part. % excl. PG
Prést. Pers. y de Cons.	1,681.6	33.5%	42.4%
Prést. Garantizados	1,080.0	21.1%	n/c
Letras Hipotecarias	603.2	12.0%	15.2%
Tarjetas de Crédito	586.0	11.7%	14.8%
Otros	438.5	8.7%	11.1%
Créditos Comerciales	429.1	8.5%	10.8%
Financ. Exp. de Pymes	127.0	2.5%	3.2%
Leasing	97.6	1.9%	2.5%
Agrícola	4.1	0.1%	0.1%
<b>TOTAL</b>	<b>5,027</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

# Gerenciamiento y Administración de Excedente de Fondos con Derivados



# Razones de una empresa para realizar inversiones en derivados financieros

## NECESIDAD DE NEUTRALIZAR EL RIESGO:

Cobertura de Riesgo de Pago

Cobertura de Riesgo Cambiario

Cobertura de Riesgo de Tasa De Interés

# FORWARDS Y FUTUROS

# Derivados Financieros

Entre los más usuales:

- Forwards
- Futuros
- Opciones de compra
- Opciones de venta
- Swaps

## Forwards

- Contrato para comprar (o vender) un activo en una fecha futura, a un precio determinado.
- Opera entre dos instituciones financieras o entre una institución financiera y una corporación

## Forwards

- Posición long: compromiso de **comprar** (con fecha y precio determinado).
- Posición short: compromiso de **vender** (con fecha y precio determinado).
- Precio de entrega: el precio que se ha convenido **de antemano**.
- En el contrato entran dos precios: el precio de entrega y el precio de contrato

## Precio del contrato forward

- Aquel precio de entrega que hace que, inicialmente, el valor del contrato sea cero.
- El precio del contrato es igual al precio de entrega en el inicio. El precio del contrato cambia a lo largo de su vida, siguiendo los movimientos del activo subyacente.
- El precio de entrega permanece fijo.



## Precio del contrato forward

Ejemplo de Empresa productora de SOJA:

Contrato forward con entrega en julio 2006, en Rosario, con precio de entrega de u\$s143.

K: Precio de entrega = u\$s 143

Si hoy tomo ese contrato, su precio “f” actual será también de u\$s 143.

Pero f variará siguiendo los movimientos del valor de contado de la soja. El valor del contrato en el vencimiento será:  
 $ST - K$  (S: valor tonelada de soja, K: precio de entrega)

# Futuros

Como el Forward, el contrato Futuro es un acuerdo de compra - venta de un activo en fecha especificada y por un valor de entrega,  $K$ , dado.

## Diferencias con el forward:

Se negocia en un recinto (bolsa). Mercado Regulado

Son estandarizados (fechas, cantidades del bien)

**“Tienen mecanismo de clearing (garantía) dado por la bolsa”.**

## Contratos Futuros

### Commodities:

Oro

Azúcar

Ganado

Petróleo

Granos

### Activos financieros:

Índices de acciones  
(S&P 500, Nasdaq,  
Nikkei, etc.)

Monedas

Tasas de interés  
(Bonos).

### Top 40 Futures Exchanges

(Volume figures do not include options on futures)

2004 Rank	2003 Rank	Exchange	2004 Volume	2003 Volume	% Change
1	1	Eurex	684,630,502	668,650,028	2.4%
2	2	Chicago Mercantile Exchange	664,884,607	530,989,007	25.2%
3	3	Chicago Board of Trade	489,230,144	373,669,290	30.9%
4	4	Euronext.liffe	310,673,375	267,822,143	16.0%
5	5	Mexican Derivatives Exchange	210,355,031	173,828,944	21.0%
6	6	Bolsa de Mercaderías & Futuros	173,533,508	113,895,061	52.4%
7	7	New York Mercantile Exchange	133,284,248	111,789,650	19.2%
8	10	Dalian Commodity Exchange	88,034,153	74,973,493	17.4%
9	8	The Tokyo Commodity Exchange	74,447,426	87,252,219	-14.7%
10	15	National Stock Exchange of India	67,406,562	36,141,561	86.5%
11	11	London Metal Exchange	67,171,973	68,570,154	-2.0%
12	9	Korea Futures Exchange	65,261,326	75,159,690	-13.2%
13	13	Sydney Futures Exchange	50,968,901	41,831,862	21.8%
14	12	Zhengzhou Commodity Exchange	48,474,548	49,817,798	-2.7%
15	14	Shanghai Futures Exchange	40,577,373	40,079,750	1.2%
16	17	International Petroleum Exchange	35,466,941	33,258,385	6.6%
17	16	Singapore Exchanges	28,169,379	35,356,776	-20.3%
18	18	OMX Exchanges	27,264,123	24,315,286	12.1%
19	19	Tokyo Grain Exchange	25,705,687	21,084,727	21.9%
20	20	New York Board of Trade	23,955,212	18,822,048	27.3%
21	23	JSE Securities Exchange South Africa	19,811,664	14,947,523	32.5%
22	22	Tokyo Stock Exchange	18,331,928	15,965,175	14.8%
23	21	MEFF	17,592,259	17,110,745	2.8%
24	26	Taiwan Futures Exchange	14,911,839	9,953,118	49.8%
25	24	Osaka Securities Exchange	14,583,283	13,231,287	10.2%
26	25	Bourse de Montreal	12,900,821	10,676,279	20.8%
27	27	Hong Kong Exchanges & Clearing	11,994,162	9,174,652	45.4%
28	34	Mercado a Termino de Rosario	7,735,890	2,708,313	185.6%
29	31	Tokyo International Financial Futures Exchange	7,655,510	4,771,917	60.4%
30	28	Italian Derivatives Market	6,551,211	7,302,565	-10.3%
31	41	Eurex US	6,186,008		N/A
32	30	Budapest Stock Exchange	4,252,595	4,939,893	-13.9%
33	29	Osaka Mercantile Exchange	3,842,553	6,162,589	-37.6%
34	33	Fukuoka Futures Exchange	3,036,733	2,739,383	10.9%
35	35	Kansas City Board of Trade	2,834,799	2,634,424	7.6%
36	32	Kansai Commodities Exchange	2,803,812	3,441,365	-18.5%
37	36	Malaysia Derivatives Exchange Berhad	2,632,543	2,009,460	31.0%
38	37	Winnipeg Commodity Exchange	2,030,455	1,811,616	12.1%
39	38	OneChicago	1,922,726	1,619,194	18.7%
40	39	Oslo Stock Exchange	1,748,742	1,201,319	45.6%

Quienes necesitan o desean operar Futuros ?  
Aunque tienen puntos de vista distintos, todos están atentos a la evolución del precio:

1. el **agricultor** desea precios altos
2. el **industrial** o exportador desean precios favorables al momento de vender o comprar
3. el **consumidor** desea precios bajos
4. el **especulador** desea saber qué rumbo tomarán los precios.

#### 2 ESTRATEGIAS:

- La **cobertura vendedora** es utilizada por quienes tratan de proteger el precio de una venta de mercadería, es decir, por aquellos que temen una declinación futura del precio del producto.
- La **cobertura compradora** es empleada por quienes buscan establecer el precio de una compra posterior de mercadería, es decir, por aquellos que temen un aumento de los precios.

# Como funcionan los Futuros en el Rofex:



Deposita u\$s 150

**Primer nivel de garantía:**  
**MARGEN**

Deposita u\$s 150

## PRECIO DE AJUSTE DEL DIA

Gana \$ 0,05 /  
U\$S (retira)

Dólar Marzo ‘04 \$ 3,0 /U\$S

Pierde \$ 0,05 /  
U\$S (deposita)

Pierde \$ 0,08 /  
U\$S (deposita)

Dólar Marzo ‘04 \$ 2,92 /U\$S

Gana \$ 0,08 /  
U\$S (retira)

**Segundo nivel de garantía: DIFERENCIAS DIARIAS**

## Ejemplo de Perfil de Riesgo

Empresa local, con ventas en pesos, costos en pesos y medición de resultados en pesos:

Activos en U\$, cobros futuros en U\$  $\Rightarrow$   
Riesgo a la baja del U\$ - (Long U\$)

Pasivos en U\$, pagos futuros en U\$  $\Rightarrow$   
Riesgo a la suba del U\$ - (Short U\$)



# Cobertura de Riesgo Cambiario Futuro

- Cuando el riesgo cambiario es generado por un activo con fecha de realización cierta, el riesgo es la fluctuación futura del dólar
- Ejemplo: exportación de soja
- La cobertura debe realizarse con el futuro con vencimiento más próximo a la fecha de realización



# Cobertura Global

- La complejidad del giro del negocio de muchas empresas hace ineficientes las coberturas puntuales ya que se duplicarían operaciones.
- Estas empresas suelen tener divisiones financieras especializadas en riesgo.
- Diariamente (o incluso on-line) se determina la “exposición global neta” de la empresa, generada por diversos negocios con riesgos similares o contrapuestos.
- Para cubrir esta exposición es muy importante determinar el “hedge ratio”.

# OPCIONES FINANCIERAS

# Call

- Un “call” es una opción que da derecho a su poseedor a comprar una cantidad determinada del activo a un precio fijo  $K$  (el strike) predeterminado.
- La persona que emite el call se denomina el vendedor (“writer”) y el que la compra, el comprador (“holder”).
- Las implicancias contractuales de un call a su madurez ( $T$ ) se pueden resumir como:

$$C_T = \begin{cases} S_T - K, & \text{si } S_T > K \\ 0, & \text{si } S_T < K \end{cases} = \text{MAX}(0, S_T - K)$$

# Put

- Un “put” es una opción que da derecho a su poseedor a vender una cantidad determinada del activo a un precio fijo  $K$  (el strike) predeterminado.
- La persona que emite el put se denomina el vendedor (“writer”) y el que la compra, el comprador (“holder”).
- Las implicancias contractuales de un put a su madurez ( $T$ ) se pueden resumir como:

$$P_T = \begin{cases} 0, & \text{si } S_T > K \\ K - S_T, & \text{si } S_T < K \end{cases} = \text{MAX}(0, K - S_T)$$

# Generalidades

- Si  $S > K$ : Call está “in the money” (Put “out of the money”)
- Si  $S < K$ : Put está “in the money” (Call “out of the money”)
- Si la opción puede ejercerse solo al vencimiento se denomina Europea, si en cambio es posible ejercerla para cualquier  $t$ , tal que  $0 < t < T$ , se la llama Americana.
- Se define valor intrínseco como el máximo entre 0 y el valor que resulta de ejercerlo inmediatamente. A esto debe sumarse el valor tiempo para obtener el valor total de la opción.

# Notación

$c$  : Precio call Europeo

$p$  : Precio put Europeo

$C$  : Precio call Americano

$P$  : Precio put Americano

$T$  : Madurez de la opción

$S$  : Precio del activo     $S_T$  : Precio del activo al vencer

$K$  : Strike

$r$  : Tasa libre de riesgo

$\delta$  : Volatilidad del precio del activo

$D$  : Valor presente de los dividendos

## Límites superiores en el precio de opciones

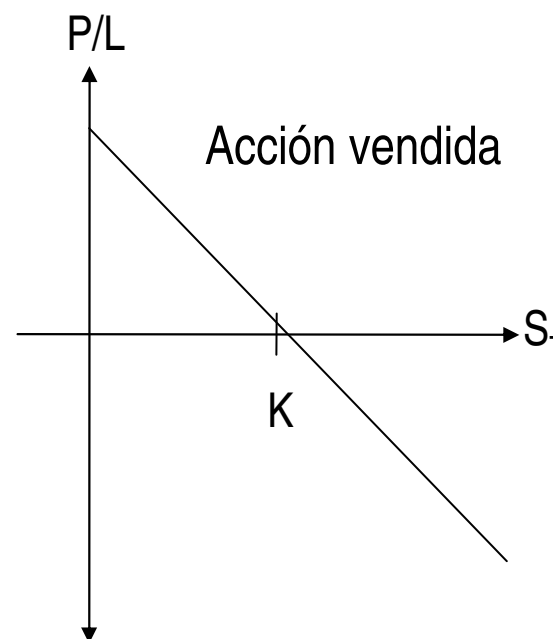
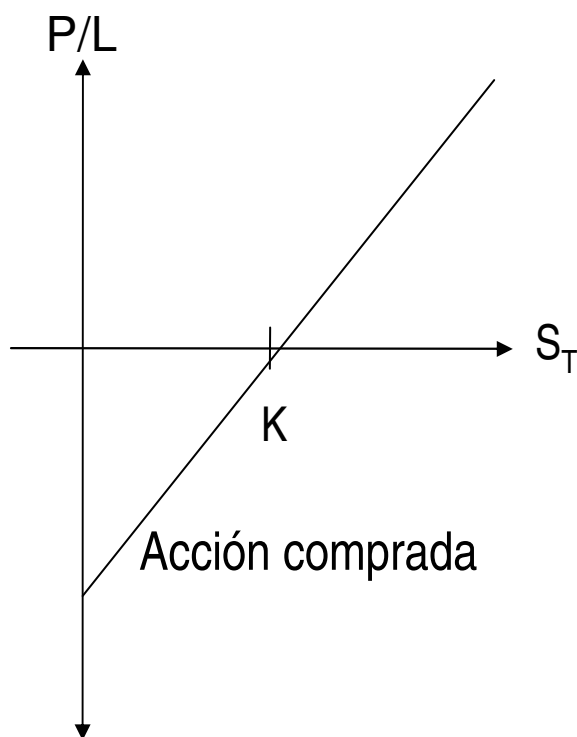
- Un call americano o europeo da derecho a comprar el activo, luego jamás puede valer más que el activo:

$$C \leq S \quad \text{y} \quad c \leq S$$

- Un put americano o europeo da derecho a vender el activo por un precio  $K$ , luego jamás puede valer más que  $K$ :

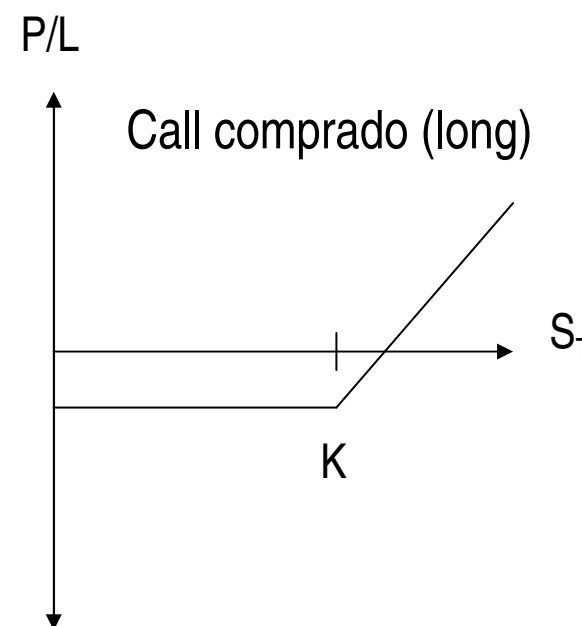
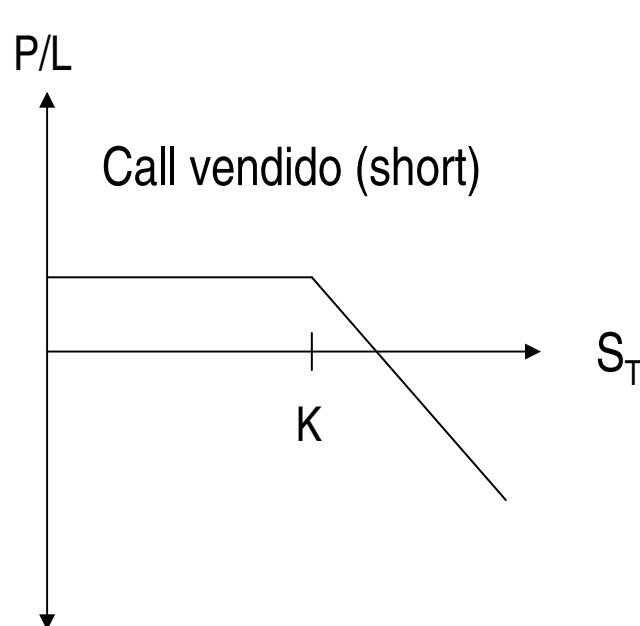
$$P \leq K \quad \text{y} \quad p \leq K$$

# Posiciones descubiertas (acciones o activo subyacente)



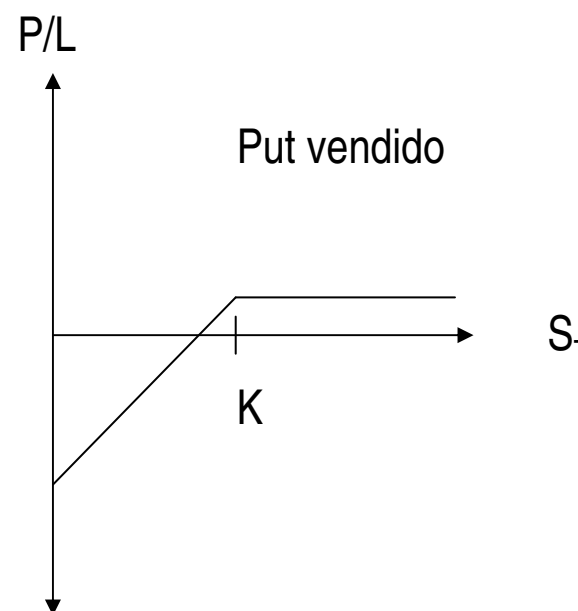
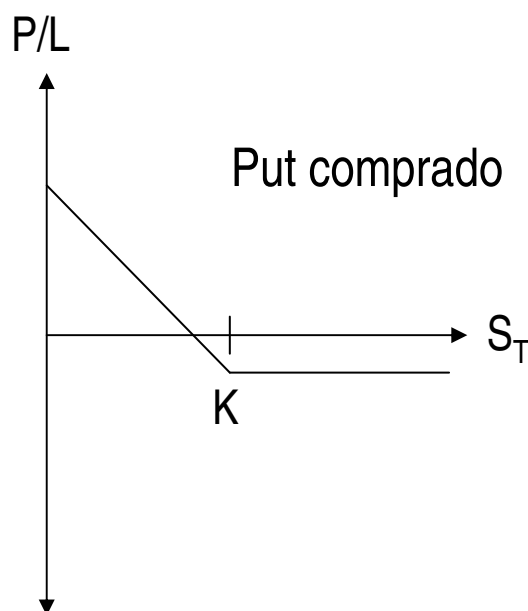


# Posiciones descubiertas (calls)



- Vendo call: cobro la prima, pero riesgo ilimitado.
- Compro call: lo máximo que puedo perder es la prima, ganancias ilimitadas.

# Posiciones descubiertas (puts)



- Vendo put: cobro la prima, riesgo hasta  $K$ .
- Compro put: pago la prima, puedo ganar a lo sumo  $K$ .

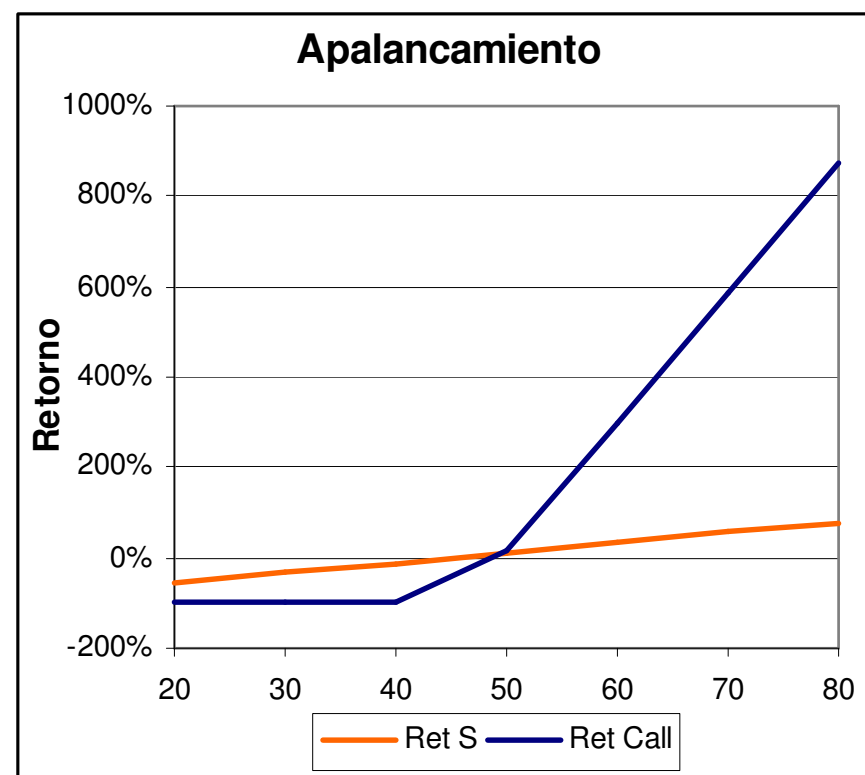
# Apalancamiento

- Una propiedad fundamental de las opciones es la capacidad que nos ofrecen para apalancarnos.

## Call comprado sobre una acción de YPF

Especie	YPFD
t	27/01/03
T	ABR
S(t)	45
P.Ej.	46
Prima	3,5

S(T)	P/L Call	P/L S	Ret S	Ret Call
20	-3,5	-25	-56%	-100%
30	-3,5	-15	-33%	-100%
40	-3,5	-5	-11%	-100%
50	0,5	5	11%	14%
60	10,5	15	33%	300%
70	20,5	25	56%	586%
80	30,5	35	78%	871%



## Para que nos puede servir el uso de opciones?

- Las opciones ofrecen un patrón de retornos imposibles de obtener con una estrategia estática que involucre bonos y acciones.
- Las opciones llevan implícita una tasa de interés solo accesible a los grandes “players”.
- Permiten obtener un gran apalancamiento.
- Inmunización temporal de portfolio con opciones sobre índices.
- Permiten hacer apuestas sin arriesgar demasiado dinero.

# SWAPS

- Es un acuerdo o contrato entre dos partes para intercambiar flujos de fondo (cash flow) en un futuro, de acuerdo a una fórmula preestablecida.
- Consiste en un contrato privado entre dos compañías para intercambiar cashflows en el futuro de acuerdo a una fórmula predeterminada, respecto a un monto principal nocional.
- Suelen hacerse a través de un intermediario financiero.

Swaps de monedas

Los casos usuales:

Swap de tasas de interés

## Swaps de tasa: un ejemplo

- Supongan un swap de tasa de 2 años, iniciado el 1. Junio de 2005 donde las partes se comprometen a intercambiar un flujo de fondos, sobre un nocional de \$100 millones en forma semestral.
- La parte A paga LIBOR y la contraparte B una tasa fija igual al 4%. Podemos representar esta situación de la siguiente manera:

