

UNIVERSIDAD
AUSTRAL



TRABAJO FINAL: Maestría en Finanzas

Fénix SA: Estrategias de Coberturas

Alumno: Pablo Daniel Ersetig

Director: Diego Nicolás Marcos

Profesora: Alcira Attala

Septiembre 2020

Indice

Introducción.....	3
Marco Teórico	4
Mercado de Capitales	4
Instituciones del Mercado de Capitales.....	4
Instrumentos	5
Análisis de Caso	19
La empresa.....	19
Contexto argentino	20
Decisiones del Gerente Financiero.....	21
Asesoramiento Externo	24
Conclusión	32
Bibliografía.....	34
Anexos	35
Anexo 1 – Estados de Fenix SA	35
Estado de Resultados Mensual	35
Evolución Partidas Patrimoniales.....	37
Anexo 2 - Modelo 1	38
Anexo 3 – Modelo 2	39
Anexo 4 – Modelo 3	40
Anexo 5 – Modelo 4	41
Anexo 6 – Análisis de % de Ventas a Plazo.....	42
Anexo 7 – Escenario Valores Mercado 1	43
Anexo 8 – Escenario Valores Mercado 2	45

Anexo 9 – Escenario Valores Mercado 3 47

Introducción

El presente trabajo tiene como objetivo el análisis de la problemática de las PyMes en la Argentina ante la permanencia de escenarios económicos inestables . Muchas de ellas se ven afectadas ante la volatilidad en el tipo de cambio que afecta significativamente su resultado económico y, si bien el empresariado argentino se encuentra adaptado a esta inestabilidad, es siempre necesario profundizar en darle un tratamiento profesional a esta exposición.

Se presentará el contexto en Argentina para un caso particular en donde una PyMe dedicada a la importación de insumos desde el extranjero posea pagos a sus proveedores dolarizados y créditos e ingresos en moneda nacional.

Se buscará medir la eficiencia del modelo de cobertura en la neutralización del efecto de la volatilidad del tipo de cambio sobre los resultados económicos de la compañía, cualquiera fuere su dirección o magnitud

El caso tendrá por objeto cuantificar la exposición real de la empresa a la volatilidad en el precio de la divisa, buscando no solo determinar el punto óptimo de cobertura necesario sino también darle una herramienta consistente a la gerencia para la toma de decisiones, pudiendo ésta medir la sensibilidad de la compañía a la variable en estudio.

Finalmente se presentarán las conclusiones que relacionen ese contexto y el caso concreto de estudio.

Marco Teórico

A los fines de llegar a determinar los mecanismos de cobertura más eficiente para la empresa a analizar en el presente trabajo, se hace imprescindible delimitar el marco de instrumentos, mercados y productos financieros disponibles en ese periodo de tiempo como así también el marco regulatorio.

Mercado de Capitales

El mercado de capitales es el ámbito donde se ofrecen públicamente valores negociables previamente autorizados, para que, a través de la negociación por agentes habilitados, el público realice actos jurídicos, todo ello bajo la supervisión de la Comisión Nacional de Valores (CNV).

Instituciones del Mercado de Capitales

El mercado de capitales según lo establece la Ley 26.831 del Mercado de Capitales (2013), está formada por:

La Comisión Nacional de Valores (CNV), que es una entidad autárquica del Estado nacional regida por las disposiciones de Ley y las demás normas legales concordantes. Sus relaciones con el Poder Ejecutivo nacional se mantienen por intermedio del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas.

Los Mercados que son sociedades anónimas autorizadas por la CNV con el objeto principal de organizar las operaciones con valores negociables que cuenten con oferta pública.

Los Agentes Registrados, son personas físicas y/o jurídicas autorizadas por la CNV para su inscripción dentro de los registros correspondientes creados por la citada comisión, para abarcar las actividades de negociación, de colocación, distribución, corretaje,

liquidación y compensación, custodia y depósito colectivo de valores negociables, de administración y custodia de productos de inversión colectiva, de calificación de riesgos, y todas aquellas que, a criterio de la CNV, corresponda registrar para el desarrollo del mercado de capitales.

Instrumentos

El artículo 2 de la Ley 26.831 del Mercado de Capitales (2013) establece que “se entenderá por valores negociables: títulos valores emitidos tanto en forma caratular así como a todos aquellos valores incorporados a un registro de anotaciones en cuenta incluyendo, en particular, los valores de crédito o representativos de derechos crediticios, las acciones, las cuotapartes de fondos comunes de inversión, los títulos de deuda o certificados de participación de fideicomisos financieros o de otros vehículos de inversión colectiva y, en general, cualquier valor o contrato de inversión o derechos de crédito homogéneos y fungibles, emitidos o agrupados en serie y negociables en igual forma y con efectos similares a los títulos valores; que por su configuración y régimen de transmisión sean susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en los mercados financieros. Asimismo, quedan comprendidos dentro de este concepto, los contratos de futuros, los contratos de opciones y los contratos de derivados en general que se registren en mercados autorizados, y los cheques de pago diferido, certificados de depósitos de plazo fijo admisibles, facturas de crédito, certificados de depósito y warrants, pagarés, letras de cambio y todos aquellos títulos susceptibles de negociación secundaria en mercados.”

Caución Bursátil

Según el Mercado Argentino de Valores (MAV), brindan al inversor la posibilidad de colocar capital a una tasa fija a muy corto plazo, invirtiendo un capital mínimo con garantías que aseguran el cobro. Permite invertir dinero a corto plazo (mínimo 7 días, con un máximo de 120 días), inclusive mediante inversiones mínimas.

El monto total del préstamo es inferior al valor de cotización de los títulos que entrega el tomador de los fondos en concepto de garantía, con el objeto de cubrir al inversor (otorgador del préstamo), eliminando el riesgo de incobrabilidad.

Es una operación financiera garantizada con valores negociables. En la fecha de concertación, el Tomador deposita valores negociables en garantía y recibe fondos del Colocador. En la fecha de vencimiento, el Tomador paga al Colocador el monto recibido más los intereses pactados, y recupera la garantía depositada. BYMA administra y monitorea el nivel de garantías durante el plazo de vigencia de la operación.

Cheques de Pago Diferido (CPD)

Los CPD son instrumentos de Renta Fija que mediante el decreto 386/2003 del Poder Ejecutivo permite que los CPD sean depositados en Caja de Valores para su negociación en las bolsas y mercados de valores. Se negocian a través del mecanismo de Subasta.

Los segmentos de cotización se describen a continuación.

Los CPD patrocinados: el librador (sociedades comerciales, cooperativas, asociaciones civiles, mutuales, Nación, Provincias, Municipios y otros entes autárquicos del estado) es la que solicita autorización a CNV para negociar los CPD que emite a favor de sus proveedores (PyMES). La responsabilidad de pago es de la libradora. Ej: Telefónica y sus proveedores.

Los CPD avalados: una SGR o una entidad financiera solicita autorización para negociar el CPD que garantiza. En caso de incumplimiento del librador el avalista asume la responsabilidad de pago. Segmento de mayor volumen.

Los CPD directos: aquellos ofrecidos a la negociación por el beneficiario determinado en los mismos.

1. Cheques de pago diferido directo garantizados por los Mercados, los Agentes, contratos de contado de productos, por warrants u otros valores negociables, activos, o instrumentos, previamente autorizados por la Comisión.

2. Cheque de pago diferido directo no garantizados

Contratos Derivados

Un contrato derivado es aquel acuerdo de intercambio entre dos o más partes cuyo valor se “deriva” del precio de un bien más fundamental o primitivo, conocido como **activo subyacente**. Habitualmente, la variable que subyace a un contrato a término corresponde a un producto ampliamente comercializado, por lo que el valor del activo derivado depende del precio de dicho producto (2015, Bolsa de Comercio Rosario).

Para que un determinado producto pueda constituirse como activo subyacente de un contrato derivado debe reunir ciertas características. Las más importantes se resumen a continuación.

- Fluctuación de precios: el valor del activo subyacente debe ser variable, de lo contrario no existiría la necesidad de cubrirse del riesgo de precios.
- Liquidez: en un mercado donde existen pocas operaciones, las grandes órdenes tendrán incidencia sobre los precios. Un mercado líquido disminuye los costos de

transferencia de la mercadería (visto desde el punto de vista de mejores precios y no de los costos de transacción).

- Estandarización: en los contratos de futuros el activo está claramente definido en cuanto a calidad, tipo de producto, cantidad. Por lo tanto, el subyacente debe poder ser perfectamente cuantificable y calificable, de manera de saber con antelación qué es lo que se está comprando y vendiendo. Esta característica es clave para agregar liquidez a un determinado contrato.
- Mercado competitivo: para que un contrato de futuros sea exitoso, no debe haber un operador que sea lo suficientemente importante como para definir precios en el mercado disponible. Asimismo, no deben existir trabas impuestas por el gobierno, tales como controles de precios o cotizaciones obligatorias, que limiten la variabilidad de los mismos.

Por lo tanto, cualquier tipo de activo que reúna las características anteriores puede funcionar como subyacente a un contrato derivado. No obstante, de modo de “categorizarlos” de alguna forma, se los puede dividir en Financieros y No Financieros, tal como se muestra a continuación.

Categorías de Activos Subyacentes

Activos Subyacentes No financieros

- Commodities: soja, trigo, maíz, aceite de soja, azúcar, animales en pie, etc.
- Metales preciosos y no preciosos: oro, plata, cobre, aluminio, etc.
- Productos energéticos: petróleo y sus derivados, energía eléctrica, gas natural, etc.

Activos subyacentes Financieros

- Tasas de interés: Contrato de futuros sobre bonos del Tesoro de los EE.UU.; Eurodollar (un contrato cuyo subyacente es la LIBOR6 a 90 días), etc.
- Divisas: dólar, euro, yen, etc.
- Acciones o índices accionarios: Dow Jones (un índice de las 30 mayores empresas industriales de EEUU); S&P 500, Merval, acciones individuales como Exxon, Coke, Microsoft, etc.

Derivados Exóticos

En los últimos tiempos, también se han desarrollado clases especiales de contratos derivados que la industria ha optado por denominarlos como derivados exóticos. Un ejemplo de este tipo de acuerdo lo constituyen los derivados climáticos, que permiten a las empresas administrar el riesgo de volumen al que se encuentran expuestas ante movimientos adversos inesperados en alguna variable climática. Son ejemplos de estos derivados los contratos sobre huracanes, precipitaciones, nieve, días de calor y de frío, entre otros, negociados en CME Group.

Tipos de contratos derivados

1. Contratos forwards: son acuerdos privados entre dos partes en el cual una de ellas se compromete a comprar un determinado activo y la otra se compromete a vendérselo en un momento futuro, a un precio determinado. Los términos contractuales son acordados en forma privada. Es decir, el contrato se diseña a medida de las partes y cada una enfrenta el riesgo de incumplimiento de la otra.
2. Contratos de futuros: son instrumentos derivados cuyo objetivo es posibilitar la cobertura ante cambios desfavorables en los precios. Son esencialmente iguales a los

contratos forward, salvo que en los futuros los términos del acuerdo están estandarizados y las transacciones se realizan en un mercado institucionalizado. Todos los contratos de futuros negociados son públicamente acordados y dados a conocer por diversos medios de información (periódicos, Internet, sistemas de información como Bloomberg o Reuters).

3. Contratos de opciones: son contratos en los que el comprador, mediante el pago de una prima, obtiene el derecho a comprar (vender) un determinado subyacente a un precio pactado y hasta una fecha establecida. Las opciones son consideradas compromisos contingentes. En un contrato típico de opción, una de las partes tiene flexibilidad para comprometerse o no en una obligación futura, dependiendo de las condiciones del mercado. Esta flexibilidad o derecho a involucrarse en una transacción es una diferencia fundamental con respecto a los compromisos futuros ya sean forwards, futuros o swaps, los cuáles son contratos vinculantes

4. Swaps: representan la compra y venta simultánea de activos u obligaciones subyacentes similares de valor equivalente, en la que el intercambio de flujos financieros proporciona a ambas partes de la operación condiciones más favorables de las que de otro modo podrían esperar. La diferencia respecto de los instrumentos anteriores es que su función consiste en la permuta de riesgos, es decir que cada una de las partes del contrato puede elegir cuál de los riesgos quiere asumir.

Habitualmente, una de las partes se compromete a realizar pagos cuyo importe se preestablece en el diseño del contrato y la contraparte se obliga a pagar una cantidad variable. Esta cantidad variable depende del valor futuro del activo subyacente del swap.

Considerando un swap que implique un único período, una de las partes pagará una cantidad fija y recibirá a cambio un activo cuyo valor al vencimiento es incierto. En esencia, un swap es equivalente a un conjunto de contratos forwards. Lo que distingue al swap es que en un sólo instrumento se pacta una serie de pagos.

Los contratos derivados pueden negociarse en dos tipos de mercados, los institucionalizados y lo mercado Over-the-Counter. Cuyas diferencias se especifican en la tabla a continuación.

Tabla 1: Diferencia entre Mercados Institucionalizados y OTC

	Mercados Institucionalizados	Mercados <i>Over-the-Counter</i> (OTC)
<i>Tipo de contratos negociados</i>	- Futuros - Opciones	- Contratos a plazo (forwards) - Opciones - Swaps
<i>Forma de negociación</i>	Derivados contratados en forma competitiva a viva voz o electrónicamente.	Derivados contratados en forma privada y negociados individualmente.
<i>Características contractuales</i>	Especificaciones del contrato estandarizadas (cantidad, calidad, fecha y lugar de entrega se encuentran previamente establecidos).	No existe estandarización de los contratos. Las características de los mismos se acuerdan en forma privada entre comprador y vendedor.
<i>Precios</i>	Precios competitivos, transparentes y de público conocimiento.	Precios acordados en forma privada.
<i>Horarios</i>	El horario de contratación es establecido por el mercado y las negociaciones realizadas en el mismo deben respetar todas las reglas establecidas.	Por lo general, no existe un horario de negociación preestablecido.
<i>Transferencia y liquidación</i>	Las posiciones pueden liquidarse fácilmente debido a que todos los contratos negociados tienen las mismas características.	Como las características de cada contrato son establecidas entre comprador y vendedor, la transferencia o liquidación de este tipo de acuerdos es muy difícil.

Fuente: Bolsa de Comercio Rosario (2015) Introducción a los Futuros y Opciones. Programa de Formación.

Contratos forwards vs. Contratos de futuros

Muchas veces suele utilizarse el término “forward” como sinónimo de contrato de futuro, pero esta conceptualización es errónea: si bien un forward es un contrato de compraventa

diferida o a término, el mismo deriva de un acuerdo privado entre partes en el que se comprometen a entregar/recibir un determinado bien en un momento futuro, difiriendo también el cobro/pago de su precio

Como los contratos forward se negocian en forma privada, las partes deben acordar todos los términos contractuales, es decir, se debe pautar no sólo el precio de la mercadería, sino también la cantidad, calidad, lugar y fecha de entrega.

Por la misma razón, no se encuentra en el periódico información acerca de la cantidad y/o precios de contratos forward negociados. Las partes desean mantener el contrato en un ámbito privado, sin regulación estatal.

La realización de este tipo de acuerdos siempre tiene como objetivo último la entrega/recepción del bien subyacente al contrato.

Debido a que los contratos de futuros se negocian en mercados institucionalizados o regulados, la cantidad, calidad, fecha y lugar de entrega están estandarizados. Esto significa que es el mercado quien determina las especificaciones contractuales, por lo que lo único que negocian las partes es el precio de intercambio de la mercadería, ya sea en el piso de operaciones o en la plataforma electrónica de negociación.

Este mecanismo de negociación de los futuros permite que los precios se formen de manera competitiva y transparente entre los agentes. Todos los operadores habilitados pueden participar y tienen acceso a la información de manera instantánea. Además, las cámaras compensadoras en los mercados de futuros brindan garantía de cumplimiento, estableciendo un régimen de depósitos y valuación de riesgo.

Los contratos de futuros, si bien pueden prever la entrega/recepción de la mercadería, raramente la concretan. Esto es así debido a que el objetivo último de la compraventa de

contratos de futuros es la cobertura del riesgo precio, más que el intercambio del activo subyacente.

Tabla 2: Diferencia entre Forward y Futuros

	Forwards	Futuros
Cantidad	Negociable	Estandarizada
Fecha de entrega	Negociable	Estandarizada
Precio	Determinado en forma privada entre comprador y vendedor	Determinado en forma competitiva en el mercado entre operadores
Riesgos asociados	De contraparte	Posee garantías de cumplimiento
Entrega de la mercadería	Habitual	Poco frecuente

Fuente: Bolsa de Comercio Rosario (2015) Introducción a los Futuros y Opciones. Programa de Formación.

Cobertura con Futuros

La cobertura es un hecho casi cotidiano. Los seguros para automóviles, propiedades, e incluso cultivos (por ejemplo, seguro contra granizo) son ampliamente difundidos. Este tipo de cobertura es una estrategia defensiva que se realiza con el fin de lograr protección contra pérdidas en el valor de los bienes, causados por daños o destrucción total de los mismos. Realizar una cobertura con futuros implica simplemente establecer una posición en el mercado de futuros que sustituya temporalmente una posterior compra o venta en el mercado disponible. El punto clave es recordar que la cobertura en futuros es una herramienta empleada para minimizar el riesgo que se produce cuando los precios se mueven en forma adversa.

Hay dos tipos de coberturas, una vendedora y otra compradora. La cobertura vendedora es utilizada por quienes tratan de proteger el precio de una venta de mercadería que

realizarán con posterioridad, es decir, por aquellos que temen una caída futura del precio de la mercadería. Tal puede ser el caso de un productor que aún no ha levantado su cosecha o que tiene grano almacenado, o de un acopiador que ha comprado grano que aún no ha vendido.

La cobertura compradora es empleada por quienes buscan establecer el precio de una compra de mercadería que efectuarán con posterioridad, es decir, por aquellos que temen un aumento de los precios. Por ejemplo, un exportador que tiene comprometida mercadería para una fecha futura y desea cubrirse de un alza de precios al momento de comprarla.

Liquidación de los contratos de futuros

Tal como se señaló anteriormente, una de las ventajas que presentan los contratos de futuros respecto de los contratos a plazo que se negocian en el mercado físico (forwards) es la forma de liquidación.

A diferencia de los forwards, los contratos de futuros pueden ser cancelados en cualquier momento previo al vencimiento. A su vez, el cumplimiento del acuerdo no siempre se perfecciona con la transferencia física de la mercadería. En el siguiente cuadro se resumen las distintas alternativas de liquidación de un contrato:

Tabla 3: Liquidación de Futuros

<i>Formas de liquidación</i>		Vendedor	Comprador
Cancelación Anticipada (antes del vencimiento)		Compra futuros de la misma especie	Vende futuros de la misma especie
Cumplimiento del contrato (al vencimiento)	Contratos con Entrega	Entrega la mercadería	Recibe la mercadería efectuando el pago correspondiente
	Contratos Índice	Liquidación de diferencias en efectivo	Liquidación de diferencias en efectivo

Fuente: Bolsa de Comercio Rosario (2015) Introducción a los Futuros y Opciones. Programa de Formación.

Concretamente, la liquidación de los contratos se puede realizar de dos formas:

a) Anticipadamente: en este caso, quien asumió una posición vendedora (compradora), puede cancelar su compromiso comprando (vendiendo) un contrato equivalente. La diferencia que pueda darse entre los precios de ambas operaciones, representa la ganancia o pérdida de la operación. Luego de la cancelación del contrato, el mercado devuelve los importes depositados en concepto de garantía, a la vez que hace entrega de las ganancias resultantes de la operación o debita las pérdidas, según corresponda.

b) Cumpliendo el contrato al vencimiento: a través de la entrega o recepción física de la mercadería, en el mes y destino contratado. Toda operación que permanezca abierta (sin cancelar) hasta el vencimiento, deberá liquidarse mediante el sistema de liquidación previsto para cada contrato. En caso de contratos con entrega, el cumplimiento se realizará a través de la entrega o recepción física de la mercadería, en el mes y destino contratado; en caso de contratos índice, la liquidación se realiza por diferencias en efectivo contra el precio del índice subyacente del último día de negociación.

Reglamentación Contratos de futuros y opciones de Dólar en MATBA-ROFEX

Contratos de futuros

- Activo Subyacente: Un lote de U\$S 1.000,- (dólares estadounidenses mil).
- Liquidación: No habrá entrega física para los contratos que continuaran abiertos al final del último día de negociación. Estos se liquidarán entregando o recibiendo, según corresponda, Pesos por un monto que cubra la diferencia entre el precio original del contrato y el precio de ajuste final determinado por:
- El Tipo de Cambio de Referencia calculado y publicado diariamente por el Banco Central de la República Argentina, conforme a lo dispuesto por la Comunicación “A” 3500 del 01/03/02, del día de vencimiento del contrato.
- En la imposibilidad de establecer el precio de ajuste final, conforme al procedimiento consignado precedentemente, el Directorio podrá declarar una emergencia y determinar el precio de ajuste final correspondiente, de acuerdo a las facultades estatutarias y reglamentarias y a lo prescripto en el punto 4. Emergencias -, del presente Reglamento.
- Series disponibles: Se podrán listar series con vencimiento en cada uno de los doce meses del año. Además, se podrán habilitar posiciones semanales cuando entre su vencimiento y el de la posición mensual haya un lapso no inferior a 7 días corridos.
- Vencimiento y último día de negociación: último día hábil del mes del contrato para las posiciones mensuales y día viernes (o hábil siguiente) para las posiciones semanales.

- Precio cotizado: El precio será cotizado en Pesos (\$) por cada U\$S 1,- (un dólar estadounidense) con 3 dígitos decimales.
- Mínima variación del precio: Un milésimo de Peso (\$0,001) por cada U\$S 1,- (un dólar estadounidense).
- Moneda: El pago de los márgenes y diferencias diarias será hecho en Pesos.
- Garantías: Se realizará con el sistema de escenarios. Estas garantías podrán calcularse considerando conjuntamente una cartera del operador que incluya futuros y opciones sobre dólares estadounidenses.
- Fluctuación máxima del precio: La fluctuación máxima será, al menos, igual a la variación máxima de precios prevista en los escenarios usados para calcular las garantías. Esta fluctuación máxima no se aplicará los días primero y último de negociación o cuando el contrato respectivo no se hubiese negociado el día anterior. En los casos en que esta fluctuación máxima sea alcanzada se podrá suspender la negociación y, en caso de ser necesario, solicitar reposición de márgenes.

Contratos de Opciones sobre Futuros.

- Activo Subyacente: Un contrato de futuros sobre dólar estadounidense.
- Estilo de ejercicio: Americano. Las opciones pueden ejercerse en cualquier momento antes del vencimiento.
- Liquidación: Al momento del ejercicio, o bien al vencimiento de la opción, en caso de tener valor intrínseco, se asigna un futuro comprado al titular de un call y un futuro vendido al titular de un put. A los lanzadores de opciones se asignarán las posiciones contrarias en uno y otro caso.

- Vencimiento y último día de negociación: Las opciones vencerán y podrán ser negociadas hasta el día de vencimiento del contrato de futuros subyacente.
- Precios de ejercicio: Los precios de ejercicio serán expresados por lotes de U\$S 1,- (un dólar estadounidense), con dos dígitos decimales, y serán múltiplos de un centavo de Peso (\$0.01).
- Mínima variación de la Prima: Un milésimo de peso (\$0,001) por cada U\$S 1,- (un dólar estadounidense).
- Moneda: El pago de las primas, márgenes y diferencias diarias será hecho en Pesos (\$).
- Garantías: Se calcularán con el sistema de escenarios. Estas garantías podrán calcularse considerando conjuntamente una cartera del operador que incluya futuros y opciones sobre dólares estadounidenses.
- Supuestos no Previstos: Cualquier otro aspecto que no se encuentre cubierto en forma específica por las presentes disposiciones, será determinado de acuerdo al Reglamento Operativo e Interno y Estatuto del Mercado y a las resoluciones que las Autoridades del Mercado puedan adoptar, en virtud de las facultades legales, estatutarias o reglamentarias que se encuentren en vigencia.
- Emergencias: Si el Presidente del Directorio y la Gerencia en forma conjunta, o el Comité del Contrato estimaren que el procedimiento de liquidación de cualquier serie, o cualquier otro aspecto de la negociación del contrato podría ser afectado por hechos o resoluciones del gobierno, de la autoridad de supervisión, de otros Organismos o por casos extraordinarios, fortuitos o de fuerza mayor, citarían, en el momento, a una reunión especial del Comité del Contrato o del Directorio y expondrán sobre las condiciones de emergencia. Si el Comité del Contrato o el

Directorio determinan que existe una emergencia, se tomarán las resoluciones que consideren apropiadas para preservar o restaurar el normal funcionamiento o continuidad de la negociación del contrato y/o salvaguardar los intereses de los participantes y la normalización, continuidad y subsistencia del mercado y la decisión será efectiva, final y definitiva respecto de todas las partes intervinientes en el contrato.

Análisis de Caso

La empresa

Fenix SA, es una empresa radicada en la ciudad de Santa Fe, consolidada como un mayorista integral de tecnología. La compañía encuentra su origen en el año 1989 comenzando como una empresa familiar dedicada al armado y venta de PCs en la ciudad de Santa Fe y alrededores. Desde el año 1989 hasta 1999, Fenix SA logró afianzarse en su nicho, y por tal motivo, la gerencia tomó la decisión de ampliar el segmento no solamente a la venta retail sino también proveyendo de manera mayorista a corporaciones y empresas. Al abarcar este nuevo segmento debió adaptarse a los requerimientos de sus nuevos clientes los cuales solicitaban un servicio de post venta de accesorios e insumos que supieron captar a partir del año 2000, generando así relación con nuevos proveedores y afianzando la clientela en el proceso.

En el año 2002, la gerencia detecto la oportunidad de ampliar su alcance de ventas expandiéndose a lo largo y ancho del país, abriendo nuevas sucursales en Rosario, Buenos Aires, Córdoba, Tucumán y Mendoza.

El éxito logrado en esta expansión se tradujo en un aumento exponencial de su facturación y con ello sus necesidades operativas de fondos y financiación, desarrollándose como importadores directos de insumos.

El presente análisis se centra en el año 2018, cuando la empresa se enfrenta a un contexto argentino que pone en jaque su operatoria comercial normal.

Contexto argentino

En Argentina, a partir del año 2005 y hasta finales del 2015, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) intervino el mercado cambiario comprando dólares, con el propósito de fijar el tipo de cambio y acumular reservas. Las políticas fiscales y monetarias expansivas del gobierno de turno ejercieron una presión al alza sobre la inflación, y erosionaron la moneda y la competitividad de los salarios.

Asimismo, desde 2011 y hasta fines de 2015, el Gobierno introdujo una serie de medidas arancelarias que restringieron el flujo regular del comercio, especialmente por el lado de las importaciones. Como consecuencia de estas políticas económicas intervencionistas, los ciudadanos locales se vieron limitados a adquirir divisas e importar libremente.

El cambio de gobierno a fines de 2015 trajo consigo una serie de medidas frente a la política cambiaria, comercial y fiscal del país. La quita y/o baja de retenciones a los productos agropecuarios, la desregulación del mercado cambiario, la eliminación del llamado “ROE” (siglas por Registro de Operaciones de Exportación), entre otras, llevaron a una reducción del consumo privado, ocasionando que durante el primer semestre de 2016 se observara una contracción de la actividad económica del país.

Durante la segunda mitad del año se presentó una ligera reactivación de la economía. La recuperación de la economía brasileña se vio parcialmente reflejada en la actividad

argentina, pero esto sin embargo, no logró contrarrestar la caída observada en la primera mitad del año.

El 2017 fue el año en el que los indicadores económicos empezaron a mostrar signos de crecimiento luego de las medidas políticas llevadas adelante por el gobierno de turno. Tanto el consumo como la inversión se vieron incrementadas. Por otro lado, el déficit fiscal y el nivel de desempleo no se modificaron de manera significativa. Cabe destacar que aunque las exportaciones no mostraron variaciones relevantes, las importaciones aumentaron en forma notable. Este año dio como resultado un aumento del 2,7% del PBI real.

Durante el 2018, la tendencia observada en 2017 se revirtió con importantes caídas del consumo y la inversión, explicadas principalmente por factores como la devaluación del peso, tasas de interés en niveles elevados para controlar el tipo de cambio e incluso como resultado de la vulnerabilidad del país frente al contexto internacional.

Decisiones del Gerente Financiero

Hoy Hugo, Gerente financiero de la compañía, se encuentra ante la incertidumbre, dada por el contexto político-económico que atraviesa el país, y de cómo esta pueda afectar la situación comercial, económica y financiera de la organización. En lo que va del año la empresa se vio fuertemente afectada por la evolución del tipo de cambio impactando principalmente es sus partidas de pasivo (Anexo 1 – Estados de Fenix SA).

A lo largo del año Hugo intentó contrarrestar este resultado tomando diferentes medidas. La empresa se encuentra calificada ante SGRs lo que le permitió en un primer momento adelantar los créditos documentados a una tasa favorable para la cancelación anticipada de proveedores en el extranjero. Siendo eficiente este método, la empresa se vio

rápidamente restringida por el cupo que estas sociedades le otorgaban, resultándole insuficiente para adelantar la totalidad de su cartera. Además, no todos los créditos por ventas de la compañía se encuentran documentados, sino que muchos son en cuenta corriente, no existiendo la posibilidad al momento de acceder al descuento por mercado de los mismos (como ser una posibilidad el Factoring).

Posteriormente, por la buena relación con sus bancos comerciales, la empresa pudo acceder a contratos Forward con entrega a tipo de cambio cierto; esta posibilidad le resultó atractiva a Hugo ya que analizando la tasa de costo de cobertura que implicaban no se veía afectado el rendimiento operativo de la organización y se encontraban en línea con la tasa activa cobrada a los clientes por la financiación de los mismos en cuenta corriente. El problema aquí fue nuevamente el cupo otorgado por los bancos para estas operaciones, el mismo se encontraba condicionado por el ranking crediticio de la compañía y su autorización de giros en descubierto, que si bien su calificación era muy buena nunca llegaría a cubrir el total de cobertura necesaria, y a medida que iba cerrando mayor cantidad de contratos esto iba limitando su acceso a créditos y giros en descubierto temporales, que le eran muy necesarios y útiles para su margen de maniobra.

Agotados los recursos con los cuales se encontraba acostumbrado a operar, Hugo comienza a investigar la posibilidad de acceder al mercado de futuros en Rofex, Mercado a término de Rosario, en el cual cotizan futuros financieros y agropecuarios, y entre ellos su producto estrella del momento, el futuro de Dólar.

Tabla 4: Coberturas Tomadas al 2018

Contrato tomados 2018		USD	\$1.960.000			
Banco	Monto USD	Fecha contrato	Vto	TCF	TNA contrato	Spot contr.
GALICIA	\$300.000	16/5/2018	28/12/2018	\$29,35	35,67%	\$24,04
GALICIA	\$200.000	18/5/2018	28/12/2018	\$29,98	34,99%	\$24,68
GALICIA	\$350.000	8/6/2018	30/11/2018	\$29,99	35,77%	\$25,60
ICBC	\$250.000	8/6/2018	31/10/2018	\$29,10	36,67%	\$25,40
ICBC	\$360.000	8/6/2018	30/11/2018	\$29,85	36,54%	\$25,40
ICBC	\$100.000	14/6/2018	31/10/2018	\$33,00	44,15%	\$28,25
ICBC	\$150.000	14/6/2018	30/11/2018	\$33,85	42,81%	\$28,25
Rofex	\$100.000	14/6/2018	31/10/2018	\$32,00	36,44%	\$28,10
Rofex	\$150.000	14/6/2018	30/11/2018	\$32,40	33,05%	\$28,10

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la empresa

Dada su formación de Magister en Finanzas, Hugo conocía el funcionamiento de este producto derivado, pero no era especialista en el tema, el 14 de junio de 2018 hace una aproximación vía su Agente de Negociación en la ciudad de Santa Fe operando sus primeros contratos de futuros de Dólar en posiciones a octubre y noviembre del mismo año. En dicho momento se vio gratamente sorprendido ya que el costo de la cobertura en el Mercado resultó ser considerablemente más económico en términos de tasa contra una posición tomada el mismo día en Forwards con el Banco ICBC a los mismos plazos.

Hoy a fines del mes de Julio, Hugo debe exponer la situación de la empresa ante el Directorio, y si bien sus acciones habían dado resultado, lo habían logrado de manera parcial y se vio en la necesidad de buscar asesoramiento externo especializado. Dado su desarrollo académico a Hugo le habían quedado contactos de su grupo de trabajo en la Universidad Austral de Rosario donde desarrolló su formación de post-grado. Por tal motivo decidió llamar a su amigo Pablo quien había formado parte de su grupo de trabajo en la Maestría y se encontraba a cargo de la mesa de operaciones de un importante Agente de Negociación de la ciudad de Rosario, especializado en operaciones de arbitraje y cobertura con derivados financieros.

Asesoramiento Externo

En la charla, Hugo detalla la problemática en la cual se encuentra inmerso y que por más de sus esfuerzos realizados para atenuar el efecto negativo de la devaluación en su Estado de Resultados, no había logrado dar con la fórmula correcta para hacerlo con los recursos limitados que tenía disponibles. Además, le comenta que su idea era cubrir la totalidad de su cuenta Proveedores que es la que le está generando el desfasaje negativo en su resultado económico.

Pablo escuchó atentamente a Hugo y analizó los Estados proporcionados por él para hacerse una idea de dónde se encontraba el descalce de la compañía. Awa Global SA, Agente de Negociación del cual Pablo se encuentra a cargo, tiene como principal objetivo brindar asesoramiento integral a sus clientes y sobre todo se encuentra orientado a dar soluciones financieras eficientes a las PyMes las cuales son sus principales clientes. El problema planteado por Hugo ya se lo habían planteado varios de sus clientes por lo que rápidamente le ofreció un modelo de solución que le había dado excelentes resultados a lo largo del año y había logrado paliar el efecto devaluatorio en los estados económicos de otros clientes importadores de bienes con ventas en pesos en el mercado nacional.

Para esto Pablo le comenta que, si bien está excelentemente orientado en detectar que el efecto devaluatorio se ve representado negativamente en sus partidas Pasivas en dólares como ser Proveedores, su giro comercial compensa automáticamente parte de este resultado y que de tomar cobertura por la totalidad de esa partida podría incurrir en una sobre cobertura.

Para mostrárselo le envía dos ejemplos de modelos de cobertura vía futuros de Dólar en Rofex. El primer modelo muestra principalmente el resultado real de una cobertura

planteada en el 100 % de Proveedores como quería realizarla Hugo y otro, con el modelo que Pablo consideraba era el más eficiente y no distorsionaba el negocio específico de la compañía. El planteado por Pablo sugiere que la cobertura deberá ser tomado por el monto de ventas a plazo vigentes y no canceladas a la fecha, tomándolo como un monto a ser monitoreado y ajustar la cobertura a esa variable si la misma se ve afectada significativamente.

La modelización planteada expone algunos supuestos que se detallan, para que se logre apreciar netamente el resultado de la cobertura y no se vea viciado por el resultado operativo y de giro comercial propio de la compañía o arbitrajes de tasa dados en el mercado:

- 1) Tasas de colocación y descuento a las cuales puede acceder la empresa son iguales (30% en el modelo planteado), esta tasa también va a estar plasmada en la curva implícita de futuros para no generar arbitraje y al diferimiento de pago por parte de los clientes;
- 2) Los cálculos van a estar dados en año comercial;
- 3) Se supone ventas a plazo totales al inicio de mes y cobro de ventas contado al inicio para simplificación del modelo;
- 4) Todo cobro contado se usa para cancelar Proveedores en dólares (o en su defecto compra de stock dolarizados);
- 5) Toda mercadería no vendida de Proveedores queda en Stocks afectada a revaluación por movimientos del tipo de cambio;
- 6) El modelo supone precio de compra igual al precio de venta de la mercadería para aislar el efecto de la cobertura del resultado operativo;
- 7) Y finalmente, se supone que no existe ningún costo transaccional.

Para mostrar el efecto que podría ocasionar una sobrecobertura se van a plantear dos escenarios, uno en el cual el tipo de cambio de cierre, efectivamente dado en el mercado al momento de expiración de la cobertura, sea mayor al del contrato operado al inicio de la misma y otro en el cual ese precio sea inferior al pactado en el contrato.

Para considerar un resultado neutro a la volatilidad del tipo de cambio (cobertura eficiente), el resultado al finalizar dicho ejercicio deberá ser una posición idéntica en moneda dura a la partida afectada por la devaluación al inicio. Los siguientes cuatro ejemplos son teóricos, más adelante se expondrá en valores de mercado. Cada uno de estos modelos se encuentra detallado en la sección de anexos.

Modelo 1- Tipo de cambio de cierre mayor al tipo de cambio del contrato y cobertura sobre proveedores

En este primer ejercicio se logra apreciar el efecto que la cobertura en Rofex, aplicada sobre la cuenta Proveedores en un 100 %, tuvo a favor de la posición en dólares final con cobertura en relación a la posición en dólares sin cobertura. Pero al realizar la cobertura por este monto se arriba a un resultado adicional favorable de USD 81.250 (diferencia entre USD 10.081.250, valor de posición cubierta, y USD10.000.000, valor de la cuenta Proveedores a inicio considerado como valor a llegar como cobertura eficiente) producto de no tener en cuenta la revalorización de Stocks no vendidos o cobrados de contado (Anexo 2- Modelo 1).

Modelo 2 - tipo de cambio cierre MAYOR a tipo de cambio Rofex y cobertura sobre Ventas a Plazo

En este segundo escenario se puede apreciar como en el saldo final en dólares con cobertura se contrarresta el efecto de la depreciación del tipo de cambio, pero sin generar

ningún resultado en exceso ni detrimento del objetivo, que era igualar al final de la cobertura la partida Proveedores en moneda extranjera (Anexo 3 – Modelo 2).

Modelo 3 - tipo de cambio cierre MENOR al tipo de cambio Rofex y cobertura sobre Proveedores

En este nuevo escenario con un tipo de cambio dado por el mercado al cierre de la cobertura que no favorece a la posición tomada en futuros, se observa claramente como el efecto de cubrir la cuenta Proveedores al 100 % genera un resultado negativo por exceso de cobertura (o apalancamiento) ante el diferencial de cambio cerrado en futuros y el efectivamente dado en mercado al cierre del contrato (Anexo 4 – Modelo 3).

Modelo 4 - tipo de cambio cierre MENOR al tipo de cambio Rofex y cobertura sobre Ventas a Plazo

En este último caso de ejercicio teórico se ve nuevamente que tomar cobertura sobre las ventas a plazo da como resultado una cobertura exacta de la partida Proveedores, no interesando si el tipo de cambio al cierre fuere favorable a la posición tomada en futuros Rofex o, como en este caso, fuera desfavorable (Anexo 5 – Modelo 4).

Hugo, sorprendido por lo expuesto por Pablo y creyendo que esto le podría ayudar a llegar a un punto de equilibrio en su problema de cobertura, le encarga a su amigo que lleve este ejercicio teórico a valores de mercado y le establezca las garantías que necesitaría para poder tomar dicha cobertura en ese momento.

Desarrollo con las condiciones del mercado

Una vez recibida toda la información necesaria para realizar el análisis encargado por Hugo, Pablo comienza a determinar las partidas significativas para ingresar en su modelo.

Por un lado, realiza un análisis ponderando sobre las ventas mensuales, tanto a la partida Créditos por Ventas como así también en la de Deudas Comerciales con el extranjero (Proveedores), determinando las proporciones promedio que representan estas partidas sobre las ventas mensuales. Determinadas estas dos proporciones y con el dato estimado de ventas mensuales de agosto informadas por Hugo, Pablo logra despejar las partidas estimadas de Créditos por Ventas y Proveedores necesarios para su modelo (Anexo 6 – Análisis de % de Ventas a Plazo).

Con estos datos más los extraídos de mercado y los proporcionados por la empresa en cuanto a sus finanzas y partidas patrimoniales, Pablo plantea su modelo con tres escenarios posibles. El primero en el cual el tipo de cambio al inicio no sufra ningún movimiento y se mantenga constante hasta el final del análisis siendo este menor al precio cerrado en los contratos de futuros, otro donde el tipo de cambio de cierre sea aún menor al tipo de cambio de inicio (un escenario de apreciación del peso con respecto al dólar) y por último el escenario de un tipo de cambio mayor al del pactado en los contratos de futuros.

Tipo de cambio Constante

En este escenario se puede apreciar como la cobertura generó resultados negativos por no haberse dado ningún resultado por diferencia de cambio positiva ante la posición tomada, pero aun así el total en dólares con cobertura expresa un resultado positivo contra la cuenta Proveedores de USD 13.940,54, que se explican con el diferencial de tasas entre la cobrada a los clientes por las ventas a plazo de Fénix SA y el costo de tasa implícita de los futuros adquiridos y devengados al cierre por los UDS 2.744.000 operados. También hay que tener en cuenta que el tamaño de los contratos en Rofex no permitió realizar una cobertura exacta de la partida ventas a plazo, dejando descalzados 456,54 dólares sin

cobertura en este escenario y los dos posteriores (Anexo 7 – Escenario Valores Mercado 1).

Tipo de cambio apreciado, fortalecimiento del peso ante el Dólar.

En este escenario se aprecia como la cobertura mantiene estable el Total de dólares al cierre, solo teniendo un resultado positivo con respecto a la partida Proveedores de USD16.047,14, nuevamente explicado por el spread de tasas entre la implícita en los contratos futuros y la de financiación a clientes por el monto operado y la apreciación de los USD456,56 no cubiertos (Anexo 8 – Escenario Valores Mercado 2).

Tipo de cambio devaluado, depreciación del peso frente al Dólar

Por último, se llega al escenario que interesaba cubrir desde un principio, el objetivo de la empresa estaba puesto en mitigar el efecto de una devaluación en su Estado de Resultados y si bien este modelo funcionó bien en los dos ejemplos anteriores (manteniendo constante el stock de dólares al cierre), el mismo limitó una ganancia mayor en dólares, producto del spread de tasas en el primer ejemplo y la combinación de este efecto y el de la apreciación del peso argentino en el segundo. En ambos casos esto se logra apreciar comparando el monto total en dólares al cierre sin cobertura en comparación con el monto final con cobertura

En este escenario la cuestión cambia y es donde se manifiesta claramente el valor del modelo. Partiendo de un principio se observa que el mismo cumplió con el objetivo, al igual que en los otros dos escenarios, manteniendo constante la partida en dólares al cierre con un diferencial de USD10.212,50 positivos producto del resultado favorable de tasas ya mencionado y el resultado negativo de los USD456,54 no cubiertos ante la devaluación. Pero a su vez evitó una significativa pérdida del stock de dólares

comparándolo con el Total de dólares al cierre sin cobertura. (Anexo 9 – Escenario Valores Mercado 3).

Este modelo o ejercicio no solamente es útil para establecer el punto óptimo de cobertura de una organización, sino que también permite medir la sensibilidad a la cual la organización se encuentra expuesta ante una variación del tipo de cambio, dejándole un riesgo cuantificado a la gerencia para que tome la decisión que considere pertinente.

Terminado su análisis Pablo hace saber a Hugo el resultado del mismo, informándole que el monto óptimo a tomar en su caso y a la información revelada es de USD 2.744.000 lo que le requeriría un margen en garantía de \$ 8.232.000 (que solamente es un aproximado de 11 % de la posición total nocional a cubrir, siendo este apalancamiento uno de los beneficios más destacados del mercado de derivados) integrables en títulos aforables (segundo beneficio del mercado de derivados en donde las garantías pueden ser integrados por títulos de renta, razón por la cual no debe considerarse como un costo en la operación).

Dicho esto, también le remarcó que Fénix SA ya tiene una cobertura en dólares vigente, vía Forwards con bancos y Futuros Rofex, por lo cual debería netear esa posición de la resultante del modelo. La empresa posee a la fecha contratos Forwards y Futuros abiertos por un total de USD 1.960.000,- que neteándolos de los USD 2.744.000,- arroja un monto a cubrir de USD 784.000,- equivalente a 784 contratos de Dólar en Rofex y siendo necesario márgenes en garantía por \$2.622.000 pesos argentinos.

Por último, Pablo advierte a Hugo que este modelo es un modelo dinámico y que requiere de seguimiento para que cumpla bien su función, ya que los stocks y proporciones de deudas comerciales no son constantes como así tampoco las ventas, sin contar también

con que se debe tener una gestión activa de las diferencias diarias producidas por los futuros financieros (desventaja ante los Forward donde esas diferencias son gestionadas por la contraparte o bien no tienen mark to market ni margin calls).

Hugo agradecido con su amigo decide trasladar este análisis al directorio para tomar medidas de inmediato y poner en marcha el plan de acción.

Conclusión

Es indispensable tener en cuenta que para que un modelo de estas características tenga desarrollo hay que velar por un mercado líquido, transparente y sobre todo capacitado donde los agentes económicos se vean incentivados a incursionar. Como así también, por una libertad en el flujo de capitales y divisas, ya que toda intervención crea desarbitrajes y errores que el mercado no puede ajustar, haciendo imposible una estructuración financiera o complejizando en demasía cualquier modelización y por ello haciéndolas impracticables.

El modelo resultó eficiente tanto en la teoría como en el ejercicio práctico ante la problemática planteada, pudiendo el mismo neutralizar la volatilidad de tipo de cambio sin importar su dirección o magnitud y no observándose un sobre efecto en el resultado de giro de negocio de la compañía.

Se observó en el caso en estudio que el no ponderar el riesgo total del giro comercial en su conjunto con respecto a una variable dada, lleva a una toma de decisiones incorrectas e ineficientes. Tener cuantificado los riesgos significativos, como en el mapa de riesgo de una compañía argentina es sin duda el tipo de cambio, le permite a la gerencia de la organización establecer hasta que límites está dispuesta a asumir el riesgo dándole el tratamiento profesional necesario.

En el trabajo realizado se pudo arribar a una solución que permite cuantificar la exposición de esta compañía a la variable en estudio y proporcionar a la gerencia la información necesaria para medir como esta puede impactar en sus Estados de Resultados y, con esta información, decidir si está dispuesta a asumir ese riesgo ponderando el costo-beneficio de cubrirlo o no y en qué medida.

La modelización permite hacer una estimación cuantitativa de la sensibilidad de la compañía a la volatilidad planteada abriendo camino al tratamiento profesional pertinente.

Bibliografía

Bolsa de Comercio Rosario (2015) *Introducción a los Futuros y Opciones*. Programa de Formación.

Comisión Nacional de Valores (2013). *Ley 26.831*

Anexos

Anexo 1 – Estados de Fenix SA

Estado de Resultados Mensual

* en miles de pesos

	Total	Prom.	1 Ene	2 Feb	3 Mar	4 Abr	5 May	6 Jun	7 Jul	8 Ago (est)
Ventas	1.172.506	146.563	101.723	109.213	144.922	146.055	170.663	146.462	172.528	180.940
Costo de Ventas	-1.024.653	-128.082	-88.589	-94.131	-125.427	-127.613	-149.660	-128.972	-151.860	-158.402
Margen Bruto	147.853	18.482	13.135	15.082	19.495	18.443	21.003	17.489	20.667	22.538
% Margen Bruto	12,6%	12,6%	12,9%	13,8%	13,5%	12,6%	12,3%	11,9%	12,0%	12,5%
Impuestos sobre Ventas	-58.841	-7.355	-5.086	-5.619	-7.402	-7.417	-8.630	-7.321	-8.525	-8.841
Gastos Bancarios	-14.645	-1.831	-1.509	-1.226	-1.743	-1.883	-2.083	-1.752	-2.127	-2.323
Gastos de Ventas	-669	-84	-31	-12	-55	-46	-178	-212	-56	-78
Bonificaciones	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Gastos Comercio Exterior	-0	-0	0	0	-0	0	-0	-0	-0	-0
Descuentos Obtenidos	5.946	743	321	961	266	0	1.548	298	2.550	0
Gastos s/Ventas	-68.209	-8.526	-6.305	-5.895	-8.934	-9.346	-9.342	-8.987	-8.158	-11.242
Margen Neto	79.644	9.955	6.830	9.187	10.561	9.097	11.661	8.502	12.510	11.296
% Margen Neto	6,8%	6,8%	6,7%	8,4%	7,3%	6,2%	6,8%	5,8%	7,3%	6,2%
Gastos Personal	-37.975	-4.747	-4.274	-4.217	-4.345	-4.878	-5.063	-4.920	-5.011	-5.267
Gastos Estructura	-11.880	-1.485	-1.258	-1.221	-1.284	-1.631	-1.592	-1.587	-1.716	-1.591
Gastos Operativos	-8.740	-1.092	-1.678	-858	-1.319	-935	-507	-1.434	-1.240	-768
Gastos Logística	-3.553	-444	-164	-222	-506	-563	-450	-428	-736	-483
Honorarios	-2.251	-281	-221	-179	-326	-288	-363	-318	-293	-264
Impuestos Varios	-656	-82	-71	-101	-105	-100	-76	-71	-60	-70
Publicidad	-197	-25	-9	-0	-25	-16	-28	-24	-47	-47
Fletes Clientes	-3.117	-390	-259	-312	-325	-457	-338	-461	-511	-454
Bonific. Obtenidas por Ret. Comer.	6.774	847	724	533	86	492	2.292	0	1.980	667
Resultado Gestion a Plazo	-774	-97	194	324	425	-56	-156	155	-663	-998
Gastos Directos	-62.369	-7.796	-7.016	-6.253	-7.727	-8.431	-6.282	-9.088	-8.297	-9.275
Resultado Directo	17.275	2.159	-187	2.934	2.835	666	5.379	-586	4.213	2.021
% Resultado Directo	1,5%	1,5%	-0,2%	2,7%	2,0%	0,5%	3,2%	-0,4%	2,4%	1,1%
Gastos Indirectos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Operativo	17.275	2.159	-187	2.934	2.835	666	5.379	-586	4.213	2.021
% Resultado Neto	1,5%	1,5%	-0,2%	2,7%	2,0%	0,5%	3,2%	-0,4%	2,4%	1,1%

Diferencia Cambio Prov/Cli	-80.915	-10.114	-3.774	-2.303	-1.185	-516	-18.907	-18.617	-14.245	-21.368
Dif. Cambio Deudas/Coloc. Fcieras	-7.182	-898	-156	3	-26	-62	-1.511	-1.582	642	-4.490
Coberturas por Dólar Futuro	8.787	1.098	0	0	842	0	0	605	-2.403	9.743
Intereses financiación	-2.776	-347	-319	-179	-299	-174	-254	-617	-292	-642
Otros Ingresos (financieros)	49	6	-53	106	330	129	-103	-126	-228	-7
Resultado Financiero	-82.037	-10.255	-4.302	-2.373	-338	-623	-20.775	-20.337	-16.526	-16.764
Resultado Neto	-64.762	-8.095	-4.489	561	2.497	44	-15.396	-20.923	-12.313	-14.744
% Resultado Neto	-5,5%	-5,5%	-4,4%	0,5%	1,7%	0,0%	-9,0%	-14,3%	-7,1%	-8,1%

Evolución Partidas Patrimoniales

* Expresado en miles de pesos

Rubro	Apert.	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio
Capital de Trabajo	127.741	122.880	121.310	124.454	129.109	138.790	149.190	144.711
Disponibilidades	63.832	54.478	66.815	92.926	97.970	81.975	104.016	96.522
Creditos por Ventas	39.957	37.170	57.297	62.874	67.345	72.961	55.052	57.394
Bienes de Cambio	102.278	112.051	124.110	109.284	122.344	201.570	241.367	201.360
Deudas Comerciales	-63.475	-86.628	-137.117	-152.772	-173.143	-236.947	-270.929	-229.951
Otros Creditos	4.360	4.876	3.225	3.082	3.051	2.236	2.090	234
Cuentas fiscales netas	3.305	15.047	23.986	25.732	28.127	40.589	41.234	41.539
Deudas Sociales	-3.549	-5.008	-8.706	-9.180	-4.657	-5.251	-4.062	-3.877
Deudas Bancarias	-18.968	-9.106	-8.300	-7.493	-11.927	-18.344	-19.578	-18.509
Capital No Corriente	2.592	2.648	2.679	2.747	2.752	2.752	2.752	2.752
Bienes de Uso	2.592	2.648	2.679	2.747	2.752	2.752	2.752	2.752
Patrimonio Neto	130.332	125.528	123.989	127.201	131.861	141.542	151.942	147.462
Capital, Reservas y Otros	130.332	130.016	127.916	128.630	133.247	158.228	189.809	189.794
Resultado Por tenencia		4.836	6.594	1.996	2.131	17.205	46.656	46.656
Resultado Operativo	0	-4.488	-3.926	-1.430	-1.386	-16.686	-37.868	-42.332
Resultado Neto		348	2.667	567	746	518	8.788	4.324
TOTAL ACTIVO	213.732	223.623	275.433	293.898	318.837	399.331	443.759	397.048
TOTAL PASIVO	-85.991	-100.743	-154.122	-169.445	-189.728	-260.541	-294.569	-252.338

Anexo 2- Modelo 1

Modelo: tipo de cambio cierre MAYOR a tipo de cambio Rofex y cobertura sobre Proveedores	USD
Proveedores	\$10.000.000,00
Tipo de cambio al inicio	\$27,00
Tipo de cambio al cierre	\$28,00
Tipo de cambio Rofex cerrado a 1 mes	\$27,68
Ventas mensuales	\$5.000.000,00
Ratio ventas mensuales/Proveedores	0,5
Meses de ventas necesarios para cancelar proveedores	2
% ventas contado	0,4
% ventas a plazo con cobro financiado	0,6
% cobertura Rofex sobre proveedores	1
Monto ventas a plazo	\$3.000.000,00
Monto de cobertura Rofex	\$10.000.000,00
Stocks	\$5.000.000,00

	Stocks	Ventas contado mensuales	Ventas a plazo mensuales	Totales	Cobertura Rofex
Valores en USD	\$5.000.000,00	\$2.000.000,00	\$3.000.000,00	\$10.000.000,00	\$10.000.000,00
Valores en Pesos al inicio	\$135.000.000,00	\$54.000.000,00	\$81.000.000,00	\$270.000.000,00	\$270.000.000,00
Resultado Variación tipo de Cambio al cierre	\$5.000.000,00	\$2.000.000,00	\$0,00	\$7.000.000,00	\$10.000.000,00
Resultado intereses devengados al cierre	\$0,00	\$0,00	\$2.025.000,00	\$2.025.000,00	-\$6.750.000,00
Totales en pesos cierre	\$140.000.000,00	\$56.000.000,00	\$83.025.000,00	\$279.025.000,00	\$3.250.000,00
Totales en dolares al cierre sin cobertura				\$9.965.178,57	
Total en dolares con cobertura				\$10.081.250,00	

Anexo 3 – Modelo 2

Modelo tipo de cambio cierre MAYOR a tipo de cambio Rofex y cobertura sobre Ventas a Plazo	USD
Proveedores	\$10.000.000,00
Tipo de cambio al inicio	\$27,00
Tipo de cambio al cierre	\$28,00
Tipo de cambio Rofex cerrado a 1 mes	\$27,68
Ventas mensuales	\$5.000.000,00
Ratio ventas mensuales/Proveedores	0,5
Meses de ventas necesarios para cancelar proveedores	2
% ventas contado	0,4
% ventas a plazo con cobro financiado	0,6
% cobertura Rofex sobre proveedores	1
Monto ventas a plazo	\$3.000.000,00
Monto de cobertura Rofex	\$3.000.000,00
Stocks	\$5.000.000,00

	Stocks	Ventas contado mensuales	Ventas a plazo mensuales	Totales	Cobertura Rofex
Valores en USD	\$5.000.000,00	\$2.000.000,00	\$3.000.000,00	\$10.000.000,00	\$3.000.000,00
Valores en Pesos al inicio	\$135.000.000,00	\$54.000.000,00	\$81.000.000,00	\$270.000.000,00	\$81.000.000,00
Resultado Variación tipo de Cambio al cierre	\$5.000.000,00	\$2.000.000,00	\$0,00	\$7.000.000,00	\$3.000.000,00
Resultado intereses devengados al cierre	\$0,00	\$0,00	\$2.025.000,00	\$2.025.000,00	-\$2.025.000,00
Totales en pesos cierre	\$140.000.000,00	\$56.000.000,00	\$83.025.000,00	\$279.025.000,00	\$975.000,00
Totales en dolares al cierre sin cobertura				\$9.965.178,57	
Total en dolares con cobertura				\$10.000.000,00	

Anexo 4 – Modelo 3

Modelo: tipo de cambio cierre MENOR al tipo de cambio Rofex y cobertura sobre Proveedores	USD
Proveedores	\$10.000.000,00
Tipo de cambio al inicio	\$27,00
Tipo de cambio al cierre	\$27,50
Tipo de cambio Rofex cerrado a 1 mes	\$27,68
Ventas mensuales	\$5.000.000,00
Ratio ventas mensuales/Proveedores	0,5
Meses de ventas necesarios para cancelar proveedores	2
% ventas contado	0,4
% ventas a plazo con cobro financiado	0,6
% cobertura Rofex sobre proveedores	1
Monto ventas a plazo	\$3.000.000,00
Monto de cobertura Rofex	\$10.000.000,00
Stocks	\$5.000.000,00

	Stocks	Ventas contado mensuales	Ventas a plazo mensuales	Totales	Cobertura Rofex
Valores en USD	\$5.000.000,00	\$2.000.000,00	\$3.000.000,00	\$10.000.000,00	\$10.000.000,00
Valores en Pesos al inicio	\$135.000.000,00	\$54.000.000,00	\$81.000.000,00	\$270.000.000,00	\$270.000.000,00
Resultado Variación tipo de Cambio al cierre	\$2.500.000,00	\$1.000.000,00	\$0,00	\$3.500.000,00	\$5.000.000,00
Resultado intereses devengados al cierre	\$0,00	\$0,00	\$2.025.000,00	\$2.025.000,00	-\$6.750.000,00
Totales en pesos cierre	\$137.500.000,00	\$55.000.000,00	\$83.025.000,00	\$275.525.000,00	-\$1.750.000,00
Totales en dolares al cierre sin cobertura				\$10.019.090,91	
Total en dolares con cobertura				\$9.955.454,55	

Anexo 5 – Modelo 4

Modelo: tipo de cambio cierre MENOR al tipo de cambio Rofex y cobertura sobre Proveedores	USD
Proveedores	\$10.000.000,00
Tipo de cambio al inicio	\$27,00
Tipo de cambio al cierre	\$27,50
Tipo de cambio Rofex cerrado a 1 mes	\$27,68
Ventas mensuales	\$5.000.000,00
Ratio ventas mensuales/Proveedores	0,5
Meses de ventas necesarios para cancelar proveedores	2
% ventas contado	0,4
% ventas a plazo con cobro financiado	0,6
% cobertura Rofex sobre proveedores	1
Monto ventas a plazo	\$3.000.000,00
Monto de cobertura Rofex	\$3.000.000,00
Stocks	\$5.000.000,00

	Stocks	Ventas contado mensuales	Ventas a plazo mensuales	Totales	Cobertura Rofex
Valores en USD	\$5.000.000,00	\$2.000.000,00	\$3.000.000,00	\$10.000.000,00	\$3.000.000,00
Valores en Pesos al inicio	\$135.000.000,00	\$54.000.000,00	\$81.000.000,00	\$270.000.000,00	\$81.000.000,00
Resultado Variación tipo de Cambio al cierre	\$2.500.000,00	\$1.000.000,00	\$0,00	\$3.500.000,00	\$1.500.000,00
Resultado intereses devengados al cierre	\$0,00	\$0,00	\$2.025.000,00	\$2.025.000,00	-\$2.025.000,00
Totales en pesos cierre	\$137.500.000,00	\$55.000.000,00	\$83.025.000,00	\$275.525.000,00	-\$525.000,00
Totales en dolares al cierre sin cobertura				\$10.019.090,91	
Total en dolares con cobertura				\$10.000.000,00	

Anexo 6 – Análisis de % de Ventas a Plazo

		1	2	3	4	5	6	7	8
<i>*en miles de pesos</i>	Prom.	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago (est.)
Ventas	141.652	101.723	109.213	144.922	146.055	170.663	146.462	172.528	180.940
Creditos por Ventas	58.585	37.170	57.297	62.874	67.345	72.961	55.052	57.394	75.505
Ponderación ventas a plazo sobre ventas mensuales	0,42	0,37	0,52	0,43	0,46	0,43	0,38	0,33	0,42
Deudas Comerciales	-183.927	-86.628	-137.117	-152.772	-173.143	-236.947	-270.929	-229.951	-230.512
Ponderación de deudas comerciales sobre ventas mensuales	-1,27	-0,85	-1,26	-1,05	-1,19	-1,39	-1,85	-1,33	-1,27

Anexo 7 – Escenario Valores Mercado 1

Proveedores en pesos estimados Agosto	\$230.512.455,65
Proveedores	\$8.378.706,36
Tipo de cambio al inicio	\$27,51
Tipo de cambio al cierre	\$27,51
Tipo de cambio Rofex cerrado a 1 mes	\$28,34
Tasa referencia Caución 30 días	0,4
Tasa implícita en futuro Dolar posición 1	36%
Tasa financiamiento a clientes ventas a plazo	42%
Ventas mensuales en Pesos Est Agosto	\$180.940.166,61
Ventas mensuales en dolares	\$6.576.844,27
% ventas contado	0,582709211
% ventas a plazo con cobro financiado	0,417290789
Monto ventas a plazo	\$2.744.456,54
Monto de cobertura	\$2.744.456,54
Monto de cobertura Rofex (contratos USD1000)	\$2.744.000,00
Cantidad de contratos Dlr Rofex	2.744
Garantias Requeridas por ACSA por contrato	\$3.000,00
Garantias totales requeridas en pesos	\$8.232.000,00
% de garantias sobre el stock tomada en futuros	0,109
Stocks (en dolares)	\$1.801.862,08

	Stocks	Ventas contado mensuales	Ventas a plazo mensuales	Totales	Cobertura Rofex
Valores en USD	\$1.801.862,08	\$3.832.387,74	\$2.744.456,54	\$8.378.706,36	\$2.744.000,00
Valores en Pesos al inicio	\$49.572.289,04	\$105.435.501,71	\$75.504.664,90	\$230.512.455,65	\$75.492.104,80
Resultado Variación tipo de Cambio al cierre	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00
Resultado intereses devengados al cierre	\$0,00	\$0,00	\$2.642.663,27	\$2.642.663,27	-\$2.259.135,20
Totales en pesos cierre	\$49.572.289,04	\$105.435.501,71	\$78.147.328,17	\$233.155.118,92	-\$2.259.135,20
Totales en dolares al cierre sin cobertura				\$8.474.762,33	
Total en dolares con cobertura				\$8.392.646,90	

Anexo 8 – Escenario Valores Mercado 2

Proveedores en pesos estimados Agosto	\$230.512.455,65
Proveedores	\$8.378.706,36
Tipo de cambio al inicio	\$27,51
Tipo de cambio al cierre	\$24,00
Tipo de cambio Rofex cerrado a 1 mes	\$28,34
Tasa referencia Caución 30 días	0,4
Tasa implícita en futuro Dolar posición 1	36%
Tasa financiamiento a clientes ventas a plazo	42%
Ventas mensuales en Pesos Est Agosto	\$180.940.166,61
Ventas mensuales en dolares	\$6.576.844,27
% ventas contado	0,582709211
% ventas a plazo con cobro financiado	0,417290789
Monto ventas a plazo	\$2.744.456,54
Monto de cobertura	\$2.744.456,54
Monto de cobertura Rofex (contratos USD1000)	\$2.744.000,00
Cantidad de contratos Dlr Rofex	2.744
Garantias Requeridas por ACSA por contrato	\$3.000,00
Garantias totales requeridas en pesos	\$8.232.000,00
% de garantias sobre el stock tomada en futuros	0,109
Stocks (en dolares)	\$1.801.862,08

	Stocks	Ventas contado mensuales	Ventas a plazo mensuales	Totales	Cobertura Rofex
Valores en USD	\$1.801.862,08	\$3.832.387,74	\$2.744.456,54	\$8.378.706,36	\$2.744.000,00
Valores en Pesos al inicio	\$49.572.289,04	\$105.435.501,71	\$75.504.664,90	\$230.512.455,65	\$75.492.104,80
Resultado Variación tipo de Cambio al cierre	-\$6.327.599,07	-\$13.458.196,02	\$0,00	-\$19.785.795,09	-\$9.636.104,80
Resultado intereses devengados al cierre	\$0,00	\$0,00	\$2.642.663,27	\$2.642.663,27	-\$2.259.135,20
Totales en pesos cierre	\$43.244.689,97	\$91.977.305,69	\$78.147.328,17	\$213.369.323,83	-\$11.895.240,00
Totales en dolares al cierre sin cobertura				\$8.890.388,49	
Total en dolares con cobertura				\$8.394.753,49	

Anexo 9 – Escenario Valores Mercado 3

Proveedores en pesos estimados Agosto	\$230.512.455,65
Proveedores	\$8.378.706,36
Tipo de cambio al inicio	\$27,51
Tipo de cambio al cierre	\$37,13
Tipo de cambio Rofex cerrado a 1 mes	\$28,34
Tasa referencia Caución 30 días	0,4
Tasa implícita en futuro Dolar posición 1	36%
Tasa financiamiento a clientes ventas a plazo	42%
Ventas mensuales en Pesos Est Agosto	\$180.940.166,61
Ventas mensuales en dolares	\$6.576.844,27
% ventas contado	0,582709211
% ventas a plazo con cobro financiado	0,417290789
Monto ventas a plazo	\$2.744.456,54
Monto de cobertura	\$2.744.456,54
Monto de cobertura Rofex (contratos USD1000)	\$2.744.000,00
Cantidad de contratos Dlr Rofex	2.744
Garantias Requeridas por ACSA por contrato	\$3.000,00
Garantias totales requeridas en pesos	\$8.232.000,00
% de garantias sobre el stock tomada en futuros	0,109
Stocks (en dolares)	\$1.801.862,08

	Stocks	Ventas contado mensuales	Ventas a plazo mensuales	Totales	Cobertura Rofex
Valores en USD	\$1.801.862,08	\$3.832.387,74	\$2.744.456,54	\$8.378.706,36	\$2.744.000,00
Valores en Pesos al inicio	\$49.572.289,04	\$105.435.501,71	\$75.504.664,90	\$230.512.455,65	\$75.492.104,80
Resultado Variación tipo de Cambio al cierre	\$17.321.840,75	\$36.841.893,03	\$0,00	\$54.163.733,79	\$26.378.895,20
Resultado intereses devengados al cierre	\$0,00	\$0,00	\$2.642.663,27	\$2.642.663,27	-\$2.259.135,20
Totales en pesos cierre	\$66.894.129,79	\$142.277.394,74	\$78.147.328,17	\$287.318.852,71	\$24.119.760,00
Totales en dolares al cierre sin cobertura				\$7.739.228,36	
Total en dolares con cobertura				\$8.388.918,86	