

658,1513
RAM

ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL
INSTITUTO DE CIENCIAS HUMANÍSTICAS Y ECONÓMICAS
ECONOMÍA Y GESTIÓN EMPRESARIAL



**ESTUDIO DE VIABILIDAD PARA LA EMISIÓN DE TÍTULOS DE
DEUDA PARA FINANCIAR LA AMPLIACIÓN DEL COLEGIO
BALANDRA CRUZ DEL SUR**



CIB

D-33211

AUTORES:
Elma Ramírez R.
María Elena Dillon Ch.
Ernesto Muñoz V.



DIRECTOR:
Msc. María Elena Romero

Guayaquil, Junio del 2004



INDICE GENERAL

I.	ANTECEDENTES DEL ESTUDIO	1
	1.1 Experiencia Latinoamericana en la emisión de Obligaciones.....	1
	1.2 Experiencia en Emisión de Obligaciones en el Ecuador	10
	1.3 Antecedentes de PREDUCA.....	19
	1.3.1 Visión.....	21
	1.3.2 Misión.....	21
	1.3.3 Objetivos Estratégicos.....	22
	1.3.4 Metodología de Enseñanza	22
	1.4 Beneficios de la Emisión de Obligaciones – PREDUCA S.A.....	25
	1.2.1 Ventajas para el emisor – PREDUCA	27
	1.2.2 Condiciones de préstamos bancarios u Obstáculos al momento de invertir	28
II.	ANÁLISIS DE MERCADO PARA LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE PREDUCA S.A.	31
	2.1 Introducción	31
	2.2 Situación Actual del Mercado de Valores	33
	2.3 Mercado de Obligaciones	35
	2.3.1 Mercado de obligaciones a inicios del 2004	37

2.4 Situación Competitiva	40
2.4.1 Análisis F. O. D. A de la Competencia	40
2.4.2 Estrategias de la Competencia	42
2.5 Descripción del Producto "PREDUCA S.A"	43
2.5.1 Nombre	43
2.5.2 Enfoque de PREDUCA S.A. dentro del Mercado Educativo	44
2.5.3 Análisis F. O. D. A de PREDUCA S.A.	48
2.5.4 Análisis Pest o estudio del Entorno de PREDUCA S.A.	51
2.5.5 Posicionamiento de PREDUCA S.A.	53
2.6 Estrategia Competitiva de PREDUCA S.A.	54
2.6.1 Estrategia de Diferenciación de Porter	54
2.6.2. Introducción de Entidad Fiduciaria	55
2.6.3 Desmaterialización de papeles – DECEVALE ...	57
2.6.3.1 Entre los principales funciones del DECEVALE mencionaremos las siguientes	59
2.6.3.2 Del título a la Anotación en Cuenta.....	60
2.6.3.3. Ventajas de la Desmaterialización.....	60
2.6.3.4. Entidad Colocadora del Papel – Casas de Valores	62

2.6.4 Barreras de Entrada para la Competencia	63
2.6.5 Análisis de las 5 P's PREDUCA S.A.	65
2.7 Encuesta realizada a las Cinco Mayores Entidades Negociadoras de obligaciones en los últimos dos años.....	69
2.8 Análisis de Información obtenida de la encuesta	72
2.9 Medición de la demanda actual de nuestras obligaciones..	79
2.9.1. Dimensionamiento del Mercado	79
III. MARCO JURÍDICO VIGENTE A SEGUIR EN LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES Y LA UTILIZACIÓN DE FIDUCIA.....	84
3.1 Título XV	85
3.1.1. Del Fideicomiso Mercantil y Encargo Fiduciario.	85
3.1.2 Capítulo I CUESTIONES PROCESALES	98
3.1.3 Capítulo II DE LAS OBLIGACIONES Y DERECHOS DE LAS PARTES, DE LA SUSTITUCIÓN FIDUCIARIA, DE LA RENUNCIA Y DE LA TERMINACIÓN DEL FIDEICOMISO MERCANTIL	100
3.2 Título XVII	109
3.2.1 Emisión de Obligaciones	109
3.3 Depósito Centralizado de Valores- DECEVALE- como	

Una opción de respaldo a la emisión de obligaciones.....	126
3.3.1 Funciones del DECEVALE	129
3.3.1.2 Depósitos	129
3.3.1.2 Custodia	131
3.3.1.3. Certificaciones y Constancias	135
3.3.1.4. Sigilo Bursátil	136
3.3.1.5 Administración de Valores (Ejercicios de Derechos)	136
3.3.1.6 Compensaciones y Liquidaciones	137
3.4 Trámite para emitir Obligaciones PREDUCA	139
3.5 Pasos para le emisión de Obligaciones – PREDUCA	140
3.5.1 Preparación de la Emisión.	140
3.5.1.1 Estructura de la Emisión	140
3.5.1.2 Obtener la Calificación de Riesgo	140
3.5.1.3 Contratación del Representante de Obligacionistas y el Agente Pagador	141
3.5.1.4 Impresión del Prospecto de Oferta Pública	141
3.6 Inscripción en el registro de Mercado de Valores.	142
3.6.1 Cumplimiento de requisitos para la inscripción de los títulos (obligaciones) en el Registro de Mercado de Valores	142

3.6.2 Aprobación de la Emisión y Autorización de Oferta Pública	143
3.6.3 Publicación de la Autorización de Oferta Pública.....	143
3.6.4 Pago de cuota de Inscripción al Registro De Mercado de Valores	143
3.7 Inscripción en la Bolsa de Valores	144
3.7.1 Cumplimiento de requisitos para la inscripción del emisor y los títulos en la Bolsa de Valores	144
3.7.2 Aprobación de inscripción	144
3.7.3 Pago de Cuota de Inscripción a la Bolsa de Valores	145
3.8 Colocación de los Títulos	145
3.8.1 Selección de la Casa de Valores Vendedora ...	145
3.8.2 Venta de los títulos – obligaciones	145
IV. ANÁLISIS FINANCIERO HISTÓRICO	147
4.1. Análisis de Balances Generales.	147
4.2 Principales Indicadores Financieros	149
4.2.1 Razones de Liquidez.	149
4.2.2 Razón Circulante.	150
4.2.3 Razón Rápida o Prueba del Ácido	151
4.2.3. Razón Rotación de Activos	155

4.3. Análisis de los Estados de Ingresos y Gastos de la empresa.	167
4.3.1 Rendimiento sobre la inversión (ROA).....	170
4.3.2 Rendimiento sobre el patrimonio (ROE).	171
4.3.3 Poder Generador de Ganancias.	172
4.4 Análisis de los Actuales Compromisos Financieros de la Empresa	173



V. ESTIMACIÓN DE COSTOS PARA UN PROCESO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES UTILIZANDO MECANISMO FIDUCIARIO .. 179

5.1 Comisión por Asesoría de una Casa de Valores	181
5.2 Calificación de riesgo inicial y revisiones	182
5.2.1 Categorías de Calificación del Emisor	183
5.2.2 Calificación de Obligaciones de Oferta Pública	185
5.3 Representante de los Obligacionistas	188
5.4 Agente Pagador	189
5.5. Prospecto	189
5.6 Costo de Inscripción en el registro del Mercado de Valores	190
5.7 Inscripción en la Bolsa de Valores	191
5.8 Comisión por colocación de obligaciones	191



5.9 Servicios de FIDUCIA	192
5.9.1 Costos de FIDUCIA S.A.....	194
5.10 Servicio de DECEVALE S.A.	195
5.10.1 Ventajas	196
5.10.2 Funciones	197
5.10.3 Costos	198
VI. IMPACTO DE LA EMISION DE OBLIGACIONES EN LOS ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA.....	200
6.1 Supuestos para la Elaboración de Proyecciones	200
6.2 Análisis del Presupuesto período 2003-2009	203
6.3 Comentarios sobre el flujo proyectado	204
6.4 Características de la Emisión.	206
6.4.1 Elección de la Alternativa de Valor Agregado ...	214
6.4.1.1 Financiamiento con Crédito Bancario	214
6.4.1.2 Emisión de Obligaciones utilizando FIDUCIA	215
6.4.1.3 Emisión de Obligaciones utilizando Decevale	218
6.5 Análisis de Sensibilidad	220
6.5.1 Principio 1	221
6.5.2 Principio 2	224
6.5.3. Principio 3	226

6.5.4 Principio 4	228
6.5.5 Principio 5	230
6.6 Análisis del Valor Incremental dada la Emisión	235
6.6.1 Costo Anual Uniforme Equivalente	236
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	237
ANEXOS	241

INDICE DE TABLAS Y GRÁFICOS

Tabla 1.1 América Latina y El Caribe: Crecimiento Económico	6
Tabla 1.2 Emisión de Obligaciones	11
Tabla 1.3 Obligaciones en Circulación	15
Tabla 2.1 Emisión de Obligaciones Período 2001-2003	33
Tabla 2.2 Montos Negociados por Mayores Entidades	36
Tabla 2.3 Comportamiento del Mercado Durante 2004	39
Tabla 2.4 Número de Alumnos Promedio	46
Tabla 2.5 Estructura de Alumnado por secciones	47
Tabla 2.6 Porcentajes de Montos Invertidos según Plazos	73
Tabla 2.7 Distribución de Montos Invertidos en el Largo Plazo	74
Tabla 2.8 Tasas de Pago Promedio y Rendimientos Promedio Para inversiones a Largo Plazo	76
Tabla 2.9 Castigo sobre precios promedios.	78
Tabla 2.10 Porcentaje de Participación según estratos	81
Tabla 4.1 Razones de Liquidez	150
Tabla 4.2 Razones de Rotación de Activos	156
Tabla 4.3 Razones de Cobertura	161
Tabla 4.4 Análisis Dupont	163
Tabla 4.5 Razones de Rentabilidad	167
Tabla 4.6 Razones de Apalancamiento	173
Tabla 4.7 Financiamiento PREDUCA	174
Tabla 4.8 Financiamiento PREDUCA	175

Tabla 5.1 Costos Iniciales Emisión de Obligaciones	181
Tabla 5.2 Cuota a Pagar por inscripción y mantenimiento	191
Tabla 6.1 Anexo 14 Estado P Y G con Deuda Bancaria	269
Tabla 6.2 Anexo 15 Estado P Y G con Emisión de Obligaciones	270
Tabla 6.3 Anexo 16 Flujo de Caja con Deuda Bancaria	271
Tabla 6.4 Anexo 17 Flujo de Caja con Emisión de Obligaciones	272
Tabla 6.5 Características de una Emisión	210
Tabla 6.6 Tasa Efectiva o de Descuento	212
Tabla 6.7 Alternativas de Tablas de Amortización para papel de PREDUCA 214	
Tabla 6.8 Financiamiento Bancario	217
Tabla 6.9 Determinación de Costos de Proceso de Estructuración: Utilizando FIDUCIA	220
Tabla 6.9 Determinación de Costos de Proceso de Estructuración: Utilizando DECEVALE	222
Tabla 6.11 Principio 1	226
Tabla 6.12 Principio 2	228
Tabla 6.13 Principio 3	230
Tabla 6.14 Principio 4	232
Tabla 6.15 Principio 5	234
Gráfico 1.1 Comportamiento de Valores Nominales vs. Valores Efectivos	16
Gráfico 1.2 Precios Promedios	17

Gráfico 1.3 Precios vs Rendimientos	18
Gráfico 2.1 Promedio de Montos Efectivos Negociados 2000-2003	37
Gráfico 2.2 Estructura de Alumnos por Sección	46
Gráfico 2.3 Alumnos Totales por año y tendencia	47
Gráfico 2.4 Inversiones por plazos 2000-2003	73
Gráfico 2.5 Inversiones a Largo Plazo	74
Gráfico 2.6 Comportamiento de la Tasa de Pago y Rendimiento	77
Gráfico 2.7 Precios Promedios	79
Gráfico 4.1 Análisis Horizontal de Activos.	148
Gráfico 4.2 Análisis Horizontal de Pasivos	148
Gráfico 4.3 Razones de Liquidez (Activos Circulantes/ Pasivos Circulantes)	151
Gráfico 4.4 Razón de Liquidez (Activos Circulantes-Inventario)/ Pasivos Circulantes	152
Gráfico 4.5 Razón de Liquidez (Activos Circulantes- Pasivos Circulantes)/Ventas	153
Gráfico 4.6 Razón de Liquidez (Activos Circulantes- Pasivos Circulantes)	154
Gráfico 4.7 Razón de Liquidez (Caja/Total de Activos)	155
Gráfico 4.8 Razón Rotación de Activos Ingresos	157
Gráfico 4.9 Razón Rotación de Activos Ingresos Vencidos: Ingresos a Crédito Anual	157
Gráfico 4.10 Razón Rotación de Activos Cuentas por Cobrar	158

Gráfico 4.11 Razón Rotación de Activos Ingresos:	
Rotación de Cuentas por Cobrar	158
Gráfico 4.12 Razón Rotación de Activos:	
Días de recuperación de cartera	159
Gráfico 4.13 Razón Rotación de Activos:	
Rotación de Activos Fijos: Ventas / AF Netos	159
Gráfico 4.14 Razón Rotación de Activos:	
Ventas/total de Activos	160
Gráfico 4.15 Razón de Cobertura: UIIA/Gastos por Intereses	161
Gráfico 4.15 Razón de Cobertura: Gastos Financieros:	
UIIA/ Gastos por Intereses	161
Gráfico 4.16 Razón de Cobertura: Gastos Financieros/	
Pasivos de Largo plazo	162
Gráfico 4.17 Razón de Cobertura: Flujo de efectivo/	
Gasto de Intereses	162
Gráfico 4.18 Análisis Dupont: Rendimiento del Capital	164
Gráfico 4.19 Análisis Dupont: Utilidad Neta/Ingresos	164
Gráfico 4.20 Análisis Dupont: Ingresos/Activos	165
Gráfico 4.21 Análisis Dupont: Activos/Patrimonio	166
Gráfico 4.22 Análisis Dupont: Rendimiento del Activo	166
Gráfico 4.23 Razón Rendimiento: Margen bruto/Ingresos	168
Gráfico 4.24 Razón Rendimiento: Utilidad Neta/Ingresos	169
Gráfico 4.25 Razón Rendimiento:	

Rendimiento del Activo UN / Activos	170
Gráfico 4.26 Razón Rendimiento: Rendimiento del Patrimonio UN / Patrimonio	171
Gráfico 4.27 Razón Rendimiento: Poder generador de ganancias: UAI/Activos	171
Gráfico 4.28 Razón Rendimiento: Rendimiento del Capital Pagado	172
Gráfico 4.29 Razón de Apalancamiento: Pasivos / Activos	175
Gráfico 4.30 Razón de Apalancamiento: Patrimonio / Activos	176
Gráfico 4.31 Razón de Apalancamiento: Pasivos / Patrimonio	177
Gráfico 4.32 Razón de Apalancamiento: Multiplicador del Capital	178

PREFACIO

La empresa en general se constituye como un medio de creación de riqueza que repercuta en dividendos para quienes la constituyen, ese el fin de ella y hacia él se dirige. Lo que marca la diferencia es la forma cómo decidan hacerlo. El crear nuevas estrategias requiere tomar decisiones, que en la mayoría de los casos podrían representar riesgo que los gerentes no están dispuestos a asumir, lo cual conlleva a un caminar tradicional y común en cuanto al avance de empresas se refiere, sobre todo si hablamos de financiamiento.

Toda empresa necesita inyección de recursos en algún momento, el dilema se centra en la forma como puedan acceder a él. La vía tradicional es su primera opción, endeudamiento bancario.

El mundo globalizado en el que nos desenvolvemos exige nuevas formas y métodos para lograr una mayor competitividad interna y externa. Ello nos lleva a la búsqueda de vías de acceso a un mercado desintermediado ante una necesidad de recursos, sean estos dirigidos hacia la expansión, financiamiento o desarrollo de cualquier actividad importante dentro de la empresa.

En nuestro proyecto realizaremos un estudio de nuevas alternativas que podrían ayudar a nuestra empresa PREDUCA S.A. a oxigenar sus estados financieros, incursionando en nuevas vías de captación de recursos.

INTRODUCCIÓN

Una nueva alternativa al financiamiento tradicional es nuestro punto de partida, basados en ello, nuestro estudio se enfocará en la posibilidad de poder inyectar liquidez en nuestra empresa PREDUCA S.A. a través de una emisión de obligaciones.

La desintermediación financiera se hace presente al momento de utilizar esta herramienta que muestra atractivamente sus beneficios al estructurarse a costos por debajo de los comúnmente aceptados por el inversionista.

Con lo expuesto esperamos conseguir resultados positivos, esto es, la viabilidad de la emisión para PREDUCA S.A.

La proyección de los estados financieros será un punto crucial en nuestro estudio, el crecimiento esperado de los mismos arrojará los resultados que serán analizados en su suficiencia para hacer frente a los compromisos financieros que una emisión involucra, esto es, pagos de intereses y capitales, así como también costos de estructuración que se generarán en el inicio de la emisión, en caso de que la misma sea factible.

La experiencia de un mercado nuevo para PREDUCA S.A. genera expectativas y exigencias al momento de estructurar una emisión. En nuestro estudio trataremos de solventar dichas exigencias haciendo atractiva esta herramienta al inversionista en general, a la vez que ofreceremos una guía de procedimientos utilizados en una emisión de títulos valores.



CIB-ESPOL

TRIBUNAL DE GRADO

Ing. Omar Maluk
PRESIDENTE



MsC. Ma. Elena Romero
DIRECTORA



CIB-ESPOL



MsC. Federico Bocca
VOCAL PRINCIPAL



Ec. Alina Sánchez
VOCAL PRINCIPAL



CIB-ESPOL



CIB-ESPOL

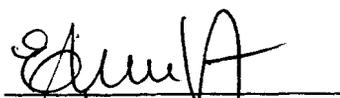
DECLARACIÓN EXPRESA

“La responsabilidad del contenido de esta Tesis de Grado, nos corresponden exclusivamente a los integrantes del grupo; y el patrimonio intelectual de la misma a la ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL”

(Reglamento de Graduación de la ESPOL).


Ma. Elena Dillon Chiang


Elma Ramirez Romero


Ernesto Muñoz Valarezo

DEDICATORIA

A Dios, fortaleza de mi vida y fuente de toda sabiduría.

A mi familia, aliente y apoyo incondicional en mi caminar.

Elma Ramírez Romero

A Dios, creador y mentor de las cosas buenas.

A mis padres y a mis hermanos que me han permitido alcanzar todas mis metas.

A mi esposa con todo mi amor.

Ernesto Muñoz Valarezo

A Dios por ser la luz que guía mi camino.

A mis padres por su apoyo incondicional.

*A mis hermanos Ana, Segundo, Susana y
Cecilia, con todo mi amor.*

A mis amigos por ser tan maravillosos.

Ma. Elena Dillon Chiang

I. ANTECEDENTES DEL ESTUDIO

1.1 Experiencia Latinoamericana en la emisión de Obligaciones

La emisión de obligaciones ha sido sin duda alguna una herramienta utilizada con éxito en varios países de Latinoamérica. La búsqueda de oxigenación de estados financieros, nuevas formas de apalancamiento y vías hacia la expansión de empresas, entre otros, constituyeron motivos suficientes para la creación de una nueva forma de financiamiento, *la emisión de papeles de deuda u obligaciones*, que contribuya a la captación de recursos.

De acuerdo al concepto general de "Obligación", es un título que puede ser emitido por una empresa u organismo seccional¹ que reconoce o crea una deuda a cargo del emisor.

¹ Ley de Mercado de Valores

Como una opción con perspectiva interesante y una nueva opción de inversión, la emisión de Bonos Corporativos u Obligaciones ha sido el sendero a seguir por muchas de las mayores empresas en Latinoamérica, las mismas que han experimentado resultados exitosos. Dado que las compañías no suspenden los pagos de su deuda aunque sus necesidades de financiación sean muy elevadas, y, que lo único que mira un tenedor de bonos es la capacidad de la compañía para afrontar el pago del principal y los cupones antes del vencimiento, los inversionistas ven en ello una opción más segura que por ejemplo invertir en acciones, que muestran una mayor sensibilidad hacia factores externos.

Hoy, podemos observar que países como Colombia, Chile, México y Brasil, por mencionar algunos, han desarrollado este mecanismo a fin de disminuir el impacto de sus pasivos convirtiéndolos en ingresos que permitan cubrir costos y promuevan la rentabilidad de la empresa. Esta opción permite al emisor financiarse a costos más bajos, mientras el tenedor percibe una tasa mayor a la pasiva referencial en el mercado, es un cuadro que se muestra interesante a la hora de invertir, estableciéndose entonces un ambiente de mayor credibilidad y confianza para el mercado de capitales.

Uno de los pilares relevantes que ha provocado tal crecimiento en el mercado de valores colombiano² son las inversiones realizadas en los fondos

² Sitio Web Bolsa de Valores de Colombia

de pensiones de alta liquidez, lo que ha encaminado a este país a alcanzar ventas históricas de Bonos Corporativos.

De acuerdo a estadísticas colombianas, sus empresas negociaron títulos de deuda por un monto de 1.54 billones de pesos colombianos -58.6 millones de euros- durante los primeros ocho meses del año 2002, lo cual representa un aumento respecto de los 870,000 millones de pesos -33,1 millones de euros- en el mismo período del año anterior e igual a los 1.54 billones de pesos vendidos en todo 1999, considerado como un máximo histórico anterior.

De acuerdo al artículo de la Revista América Economía -Septiembre del 2002- los analistas creen que esta tendencia positiva aún se puede incrementar más a corto plazo provocado por la transparencia del mercado, la baja inflación, los tipos estables para la deuda de tasa variable (Libor y Prime).³

A pesar de ello, hay que tener en cuenta que este crecimiento tiene límites en un mercado limitado como el colombiano, el cual a pesar de perfilarse como un mercado creciente, ha presentado un bajo apetito local por el riesgo y la ausencia de inversores extranjeros por lo que continúa siendo un mercado pequeño en términos generales. Sin embargo, una medida que ha llamado el apetito de inversionistas potenciales en Colombia son las tasas que pagan sus títulos de deuda, las mismas que se han colocado por encima

³ Barclays Bank Internacional Rates

de la tasa de inflación, esto es en 6.99% anual, excediéndola en más de ocho puntos porcentuales, de acuerdo a lo experimentado durante el año 2002, *de acuerdo a lo publicado por el Banco Central de Colombia*⁴

En otros países latinoamericanos como Costa Rica, este mecanismo provocó una rentabilidad superior a otras alternativas de inversión durante el año 2002. Las estadísticas mostraron una tasa por encima de la tasa de inflación de dicho país que fue de 9.68% anual, la más baja en cinco años, *de acuerdo a los datos estadísticos del INEC en dicho país*, originando por tanto, una rentabilidad para el emisor como para el tenedor del papel, en este mismo año. Durante los primeros seis meses del 2003, la tasa de inflación se mantuvo por debajo de los diez puntos porcentuales siendo de 9.5% anual, mientras la tasa de pago en deudas en títulos de renta fija se colocó en un nivel mayor al 11% anual.

En ese mismo año, Costa Rica logró mejorar sus registros de inversión extranjera respecto al año anterior. La nación centroamericana recibió 642 millones de dólares, un 4% más que el año anterior y un 3,5% por encima de la registrada 1999. Tal es así, que de acuerdo al criterio de analistas económicos:

⁴ Banco Central de Colombia

“La visión de un crecimiento del mercado de capitales en nuestra región parece tomar forma, de acuerdo al Balance Preliminar para América Latina y el Caribe realizado por la CEPAL⁵ en lo que fue el 2003, de acuerdo a este estudio la economía de América Latina y el Caribe creció un 1,5% en 2003, como lo proyectó la misma CEPAL a mediados de año. Las mejores perspectivas responden en parte a un contexto internacional más favorables.

El mejoramiento de los precios de las materias primas, el repunte del turismo y el incipiente crecimiento de las exportaciones no petroleras a Estados Unidos constituyen los principales estímulos positivos provenientes de la economía internacional. Sin embargo, también es significativo el fortalecimiento interno registrado por la región. Al cabo de seis años de turbulencias, la mayoría de los países muestran un mayor control de las políticas fiscales, monetarias y tipos de cambio más competitivos; incluso se menciona que las economías que enfrentaron crisis más profundas como la Argentina ya iniciaron un proceso de recuperación.”

⁵ Estudio de la CEPAL para América Latina. www.cepal.com

A continuación la *Tabla 1.1* muestra los crecimientos reales y los proyectados para años futuros según criterio de la CEPAL:

TABLA 1.1 AMERICA LATINA Y EL CARIBE: CRECIMIENTO ECONÓMICO

2002 Y 2003 Y PROYECCIONES PARA 2004

(Tasas anuales de variación)

	2002	2003^a	2004^b
América Latina y El Caribe	-0,5	1,5	3,5
Argentina	-10,8	7,3	4,5
Bolivia	2,7	2,5	2,5
Brasil	1,9	0,1	3,3
Chile	2,1	3,2	4,5
Colombia	1,7	3,4	3,0
Costa Rica	2,9	5,6	4,5
Ecuador	3,8	2,0	4,0
El Salvador	2,1	2,0	2,5
Guatemala	2,2	2,4	2,5
Haití	-0,5	0,7	1,0
Honduras	2,4	3,0	2,5
México	0,8	1,2	2,8
Nicaragua	0,7	2,3	2,5
Panamá	0,8	3,0	3,0
Paraguay	-2,5	2,5	2,5
Perú	4,9	4,0	3,5
República Dominicana	4,3	-1,3	0,0
Uruguay	-10,7	1,0	4,0
Venezuela	-9,0	-9,5	7,0

Fuente CEPAL : ^a Estimación ^b Proyección

Se considera que los países de la región apuntan hacia un crecimiento que se espera se sostenga en el tiempo, así: “en el año 2003 México se proyectó con más fuerza, un estimado para el 2003 de 1,2%, una proyección del 2004 de 2,8% en comparación con el 0,8% del 2002 hasta ahora se ha cumplido; Chile sostuvo y cumplió en cambio un estimado de 3,2% del 2003, una proyección de 4,5% en el 2004 en relación con el 2,1% del 2002, Colombia por su parte mantuvo un estimado de 3,4% en el 2003, una proyección del

3% enero del 2004 en comparación con el 1.7% en el 2002; Argentina y Perú serán los países que más crezcan en América Latina de acuerdo a lo observado (*Tabla 1.1*), un estimado de 7,3% y 4% respectivamente, mientras que la proyección en ambos países para el 2004 está en 4,5% y 3,5% respectivamente; lo cual representa una recuperación extraordinaria para Argentina, quien en el año 2002 tuvo un decrecimiento del -10,8%. Ello ha hecho pensar a los inversionistas en América Latina como uno de los mercados más atractivos de todo el mundo este año, y establecen que el continente latinoamericano ha desplazado a Asia (sin Japón) como la zona más interesante para la inversión financiera.

Por su lado, en la empresa chilena los bonos corporativos son el medio más utilizado para obtener pasivos desintermediados que permiten reestructurar su deuda o financiar nuevas inversiones. Estos instrumentos de renta fija (IRF) son títulos de oferta pública⁶, y que, por lo general, tienen plazos que van desde 4 hasta 30 años. Tanto el monto como el número de emisiones de bonos en el mercado local se han incrementado fuertemente en los últimos años. Es así, como sólo durante el 2001 se inscribieron 32 emisiones de bonos, cifra similar a las 31 emisiones inscritas en todo el periodo 1994-1997. Según cifras entregadas por la Superintendencia de Valores y Seguros, el stock de deuda vigente en instrumentos de deuda de empresas

⁶ Superintendencia de Valores de Chile

chilenas asciende hoy en día cerca de USD 5.000 millones, monto distribuido entre 59 sociedades emisoras y unas pocas empresas públicas.

El stock de bonos vigentes según el sector al que pertenece el emisor se colocan en diferentes porcentajes. Las empresas del sector servicios: securitizadoras, leasing, comercio minorista, concesionarias de infraestructura vial, servicios básicos, transporte son las que concentran la mayor cantidad de deuda, aproximadamente un 35% del total antes señalado, en segundo lugar se ubican las empresas del sector eléctrico: generación, transporte y distribución de electricidad son responsables del 24% del total de deuda vigente en bonos. Más atrás se ubican las compañías explotadoras de recursos naturales, con un 17%, las empresas del sector industrial, 14% y, finalmente, las empresas de telecomunicaciones, con un 10%.

Los inversionistas institucionales, representan la mayor demanda en este mercado, destacando a las administradoras de fondos de pensión (AFPs) y las compañías de seguros, quienes han mostrado un mayor interés por bonos a 20 años y más, mientras que las AFPs se inclinan mayormente por bonos corporativos de plazos medios, de 8 a 12 años, según lo requieran para el calce de sus obligaciones a largo plazo. Entre ambos inversionistas concentran sobre el 70% de la deuda vigente en bonos corporativos en Chile.

Durante gran parte de la década pasada, hasta 1997 aproximadamente, las tasas de interés (activas) de Chile eran considerablemente más altas que en el exterior, específicamente más altas que en EE.UU. A esto se agregó una constante caída del tipo de cambio, lo que unido al bajo "spread" cobrado por los inversionistas extranjeros a las emisiones de nuestro país, llevó a las grandes empresas chilenas a emitir importantes montos de deuda en dólares. De esta forma, las empresas lograban financiarse a menor costo, y obtener, de paso, mayores ingresos contables por corrección monetaria.

Sin embargo, a fines de los 90s el spread de riesgo asignado a las economías emergentes experimentó bruscas subidas producto de las crisis asiática, rusa y brasilera. Asociado a lo anterior, el dólar comenzó una escalada alcista. Por último, y más recientemente, las tasas internas se acercaron a las externas. Con este nuevo ambiente, las empresas que antes emitían bonos en el exterior debieron comenzar a buscar financiamiento dentro del país, realizando a partir de entonces importantes emisiones que fueron dando profundidad al mercado local, lo que a su vez permitió que por primera vez empresas más pequeñas aprovecharan este impulso y emitieran deuda en condiciones más favorables.

En Latinoamérica en general las tasas de pagos⁷ oscilaron entre 5% y 6.50% anual, entre el 2000 y 2002, mientras que hoy dichas tasas de pago de este

⁷ Informe América Latina. FIABV

tipo de papeles oscilan entre el 4.50% y 7%, siendo por lo general compuesta por una tasa LIBOR más un margen establecido por el emisor de los papeles.

Podemos concluir que el mercado de bonos corporativos en los países latinoamericanos antes mencionados ha ido cobrando cada vez más fuerza, por lo que a medida que se siga desarrollando se irá transformando en una alternativa de inversión más atractiva y recomendable, sobre todo considerando que en épocas de gran volatilidad accionaria siempre resultará saludable mantener parte del portafolio en instrumentos de renta fija.

1.2 Experiencia en Emisión de Obligaciones en el Ecuador

Al entrar en un proceso de globalización nuestro país vio la necesidad de implementar nuevos y frescos mecanismos de financiamiento que tiendan a incentivar el desarrollo de las empresas e impulsar la producción nacional. Es ese avance tecnológico que nos empuja a observar los mercados y sus desarrollos, perspectivas diferentes, áreas antes no exploradas que se traducen en nuevas puertas hacia nuevos caminos a fin de mejorar nuestra rentabilidad.

Son justamente aquellas decisiones de inversión y financiamiento que nos llevaron a explorar unas de las más conocidas alternativas de financiamiento utilizadas en otros países latinoamericanos como es la Emisión de Obligaciones. Alternativas que reflejan menores costos al momento de

invertir que la intermediación financiera usual en nuestro país. Alternativas usualmente utilizadas cuyos resultados están a la vista: exceso de endeudamiento, intereses altos y crecientes cada vez, escaso crecimiento empresarial e incluso quiebra de muchas empresas.

Son varias las emisiones ya realizadas en nuestro país, las cuales han presentado de acuerdo a datos estadísticos⁸ gran acogida por parte de un mercado escasamente desarrollado en comparación de otros en Latinoamérica. El captar recursos del público para financiar actividades productivas o reestructuración de pasivos y que sea el mismo emisor quien estructure su forma de pago, además de una desintermediación financiera son ya ventajas que saltan a simple vista no sólo a los ojos del emisor sino que despiertan el interés del inversionista al colocar sus fondos en una inversión mucho más rentable, percibiendo una tasa de interés mayor que lo que ganarían en el mercado bancario.

La emisión de obligaciones es una alternativa que ha sido utilizada desde la década de los 90's. En el 2001 se dieron algunas emisiones por montos importantes como se muestra a continuación:

⁸ Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil – Capítulo II: Estudio de Mercado

Tabla 1.2 EMISIÓN DE OBLIGACIONES

EMPRESAS	MONTO EMITIDO	PLAZO (Días)	TASA DE COLOCACION
CEDAL	\$1,500,000	720	Tasa Pasiva Referencial
EDESA	\$5,000,000	720	LIBOR + 2.5%
MASTERCARD	\$3,000,000	182	Tasa Pasiva Referencial
MACOSA	\$1,000,000	720	Tasa Pasiva Referencial
CASABACA	\$3,000,000	1080	Tasa Pasiva Referencial
HOTEL COLON	\$4,000,000	1080	Tasa Fija: 8.50%

FUENTE BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL – Elaborado por autores

La tendencia durante el 2002 fue ascendente, el número de empresas emisoras creció al igual que sus montos emitidos y las tasas a las cuales fueron colocadas dichas obligaciones fueron mayores a aquellas registradas en años anteriores, ello atrajo a gran número de inversionistas, lo cual es demostrado por los datos estadísticos incorporados en nuestro proyecto gracias a la información proporcionada por la Bolsa de Valores de Guayaquil.

Incluso, algunas de las emisiones realizadas en el 2001 continuaron vigentes en los años subsiguientes y sus negociaciones se mantuvieron constantes durante el 2002 y 2003. *Ver Tabla 1.3, Emisiones en circulación.*

Nuevas emisiones salieron al mercado durante el 2002 y el 2003. Durante estos años se emitió un monto total de USD 136.100.000,00 y se colocó un

total de USD 106.826.000,00, es decir, un 78% de los recursos. Por otro lado, las tasas de pago aumentaron y se observó una mayor emisión de aquellos papeles con plazos mayores a 2 y 3 años, (*tabla 1.3*). El castigo impuesto sobre estos papeles se muestra en el *gráfico 1.1*, los valores nominales no se muestran exageradamente distantes de los valores efectivos, lo cual es producto de los mencionados valores nominales multiplicados por el porcentaje de precio de mercado.

Los precios porcentuales promedios expuestos en el *gráfico 1.2*, muestran un decremento en sus cifras mientras mayor es el plazo de la obligación, ya que mientras más lejos se encuentre el vencimiento de un bono, más sensible es su Precio a un cambio en las tasas de Rendimiento, si los demás factores se mantienen constantes, como lo indica uno de los Principios de Fijación de Precios en nuestro estudio de sensibilidad que trataremos más adelante.

El precio de un activo financiero fluctuará a lo largo de su vida conforme cambien los rendimientos del mercado, esta es la explicación básica de la importancia de la volatilidad y por lo tanto del riesgo que enfrenta el tenedor de un activo financiero.

Más adelante veremos cómo el precio de un activo financiero es igual al valor presente de su flujo de efectivo y cómo un aumento (decremento) en el rendimiento requerido por los inversionistas reduce (incrementa) el valor presente del flujo de efectivo, y por lo tanto, el precio de un activo financiero.

Durante los años 2002 y 2003 las obligaciones respondieron a cambios en las tasas de rendimientos dependiendo de sus diversas características y es importante comprender cómo éstas afectan la fijación del precio de estos papeles.

El cambio experimentado en el precio de las obligaciones frente a una variación en la tasa de rendimiento requerido no fue la misma para todos los títulos por motivos de sus diferentes características, ello se aprecia en el *gráfico 1.3 Comportamiento Rendimiento vs Precio*.

En este punto es importante mencionar que existen tres variables⁹ básicas que afectan la respuesta de un bono/obligación a un cambio en la tasa de rendimiento del mercado y que pueden hacer variar el grado de sensibilidad entre un instrumento y otro, estas variables serán analizadas en posteriores capítulos:

1. Vencimiento del bono
2. Tasa del cupón
3. Nivel de la tasa de rendimiento

Más adelante se demostrará en nuestro Análisis de Sensibilidad cómo el cambio relativo en el Precio frente a un cambio en tasas de Rendimiento es mayor mientras más baja sea la tasa de interés del cupón o tasa de pago, manteniendo los demás factores constantes, y cómo influyen también los

⁹ Manual de Renta Fija. Bolsa de Valores de Guayaquil

TABLA 1.3 OBLIGACIONES EN CIRCULACIÓN

EMISOR	EMISIÓN NÚMERO	CASA DE VALORES COLOCADORA	MONTO	PLAZO - EMISIÓN	TASA - INTERÉS	SUPERINTENDENCIA DE C.I.A.S.			FECHA DE INSCRIPCIÓN BVG	FECHA DE NEGOCIACIÓN BVG	CALIFICACIÓN DE RIESGO	CALIFICADORA
						NÚMERO DE RESOLUCIÓN	FECHA	BOLSA EN QUE SE INSCRIBIÓ				
2001												
CASABACA C.A.	3	PCAVAL	\$ 3.000.000	1080 días	70% TPR	01-G.MV.4643	26-Nov-01	Q	26-Nov-01	14-Nov-01	A	Bank Watch Ratings
HOTEL COLÓN INTERNACIONAL C.A.	1	STRATEGIA	\$ 4.000.000	1030 días	6,50%	02-MV.D1.6653	28-Nov-01	Q	13-Nov-01	26-Abr-01	A	Bank Watch Ratings
2002												
ACERIA DEL ECUADOR C.A. ADELCA C.A.	2	PRODUVALORES	\$ 6.500.000	810 días	Libor + 2,5%	02-MV.02.106	11-Ene-02	Q	01-Feb-02	06-Feb-02	A	Bank Watch Ratings
CORPORACIÓN DE DESARROLLO DE MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS S.A.	1	PRODUVALORES	\$ 3.500.000	1360 días	TPR	02-MV.02.1156	22-Mar-02	Q	04-Abr-02	11-Abr-02	AAA	Humphreys S.A.
PIRITUROS ECUADOR	4	PCAVAL	\$ 2.500.000	1080 días	TPR	02-MV.02.1142	15-Abr-02	Q	17-Abr-02	17-Abr-02	AAA	Equibity
CONSTRUCTORA INMOBILIARIA ARGOS C.A.	2	ALBION	\$ 2.000.000	1080 días	9%	02-MV.00.4603	04-Jun-02	Q	20-Jul-02	01-Ago-02	AA	Humphreys S.A.
DISTRIBUIDORA FARMACÉUTICA ECUATORIANA CFARE S.A.	1	STANDFORD GROUP	\$ 4.000.000	720 días	Libor 90 + 4%	02-MV.000.4605	12-Jul-02	Q	05-Ago-02	09-Ago-02	AA	Humphreys S.A.
INTERCO	3	MULTIVALORES BG	\$ 1.500.000	12 y 3 años	TPR	02-MV.0005159	29-Ago-02	Q	04-Sep-02	04-Sep-02	A	Humphreys S.A.
CORPORACIÓN DE DESARROLLO DE MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS S.A.	2	PRODUVALORES	\$ 3.200.000	1050 días	TPR + 2%	02-MV.023659	21-Ago-02	Q	10-Sep-02	10-Sep-02	AAA	Humphreys S.A.
PIRITUROS UNIDAS	1	CFADEL	\$ 1.000.000	1080 días	6,50%	02-MV.0007242	12-Sep-02	Q	14-Oct-02	16-Oct-02	AA	Humphreys S.A.
H.O.V HOTELERA QUITO S.A.	1	PCAVAL	\$ 5.000.000	1080 días	TPR + 2,5%	02-MV.023453	27-Sep-02	Q	23-Oct-02	29-Oct-02	AAA	Equibity
BANCO BOLIVARIANO	3	STANDFORD GROUP	\$ 10.000.000	3 y 5 años	Prime + 1,25%	02-G.MV.000.4363	28-Jun-02	Q	21-Nov-02	28-Nov-02	AA	Bank Watch Ratings
BANCO BOLIVARIANO (1)	1	STANDFORD GROUP	\$ 5.000.000	5 años	Libor 180 + 4,5%	02-G.MV.000.4363	28-Jun-02	Q	22-Nov-02	28-Nov-02	AA	Bank Watch Ratings
GNAC DEL ECUADOR	1	CFERADIG	\$ 15.000.000	540 y 720 días	7,50%	02-MV.02.3564	03-Oct-02	Q	11-Nov-02	13-Nov-02	AAA	Bank Watch Ratings
2003												
INDUSTRIAS ALER	1	PCAVAL	\$ 5.000.000	3 y 4 años	TPR + 2,5%	02-MV.02.4792	17-Dic-02	Q	02-Feb-03	14-Feb-03	A	Equibity
LA FABRIL	1	PCAVAL	\$ 5.000.000	1080 días	TPR + 2,5%	02-F.MV.0000110	09-Ene-03	Q	27-Feb-03	10-Mar-03	A	Bank Watch Ratings
BANCO DE GUAYAQUIL (1)	5	MULTIVALORES BG	\$ 15.000.000	1800 días	Libor 6 meses + 2,5%	02-G.MV.0001556	21-Mar-03	Q	25-Mar-03	31-Mar-03	AA	Humphreys S.A.
PRODEBANCO (1)	3	PRODUVALORES	\$ 20.000.000	1300 días	Clibor 5 días + 9%, Clase 2 TPR + 2%	02-MV.03.1203	02-Abr-03	Q	25-Abr-03	29-Abr-03	AA	Bank Watch Ratings
CORPORACIÓN DE DESARROLLO DE MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS S.A.	3	PRODUVALORES	\$ 2.250.000	1080 días	TPR + 2%	02-MV.03.1563	25-Abr-03	Q	09-May-03	15-May-03	AAA	Humphreys S.A.
EDESA	2	PRODUVALORES	\$ 4.000.000	900 días	TPR	02-MV.03.2316	25-Jun-03	Q	09-Jul-03	12-Jul-03	A	Bank Watch Ratings
INTERCO	3	MULTIVALORES BG	\$ 1.200.000	1280 días	TPR + 2%	02-G.MV.0005294	18-Ago-03	Q	21-Ago-03	01-Sep-03	A	Humphreys S.A.
PROCESADORA DE ALIMENTOS NACIONAL S.A. PROBACA	1	PCAVAL	\$ 10.000.000	1260 días	PRIME + 3,5%	02-MV.03.3353	12-Sep-03	Q	15-Oct-03	25-Oct-03	AAA	Bank Watch Ratings
AGRIPAC	1	CFADEL	\$ 3.300.000	1260 días	TPR	02-G.MV.0006548	20-Oct-03	Q	10-Nov-03	18-Nov-03	A	Bank Watch Ratings
CASABACA	4	PCAVAL	\$ 3.000.000	720 días	TPR + 4%	02-MV.03.4076	28-Nov-03	Q	25-Nov-03	28-Nov-03	A	Bank Watch Ratings
BANCO DE FICHONAI (1)	5	PCAVAL	\$ 6.000.000	2850 días	6%	02-MV.03.4051	28-Nov-03	Q	16-Dic-03	22-Dic-03	A	Bank Watch Ratings

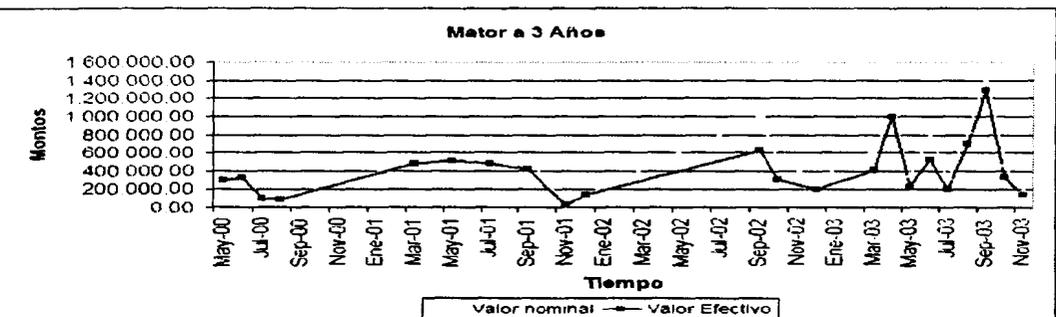
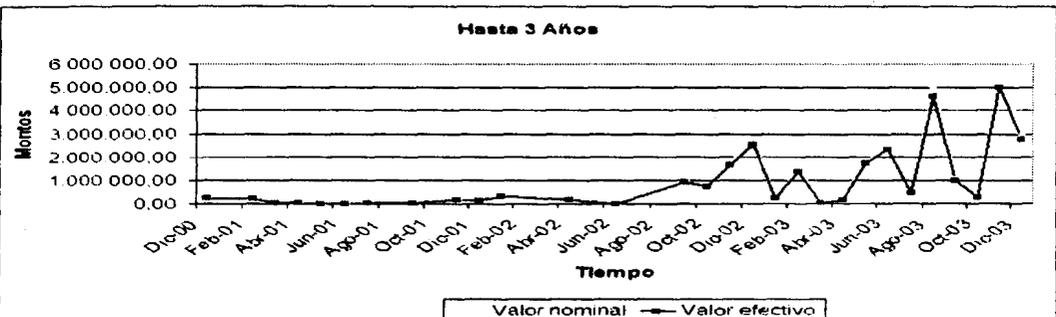
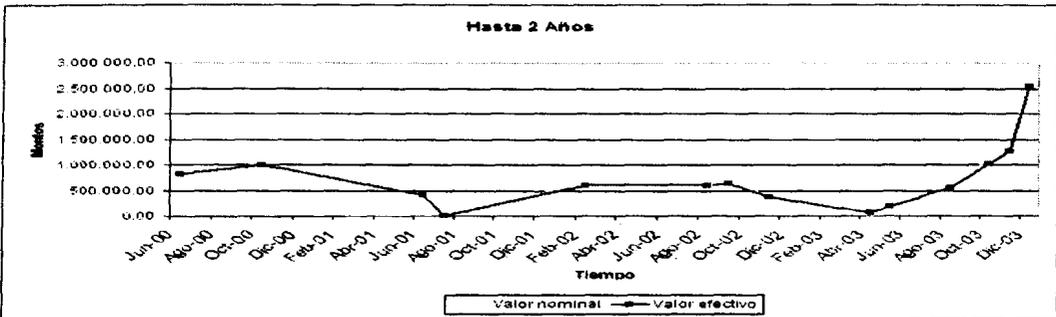
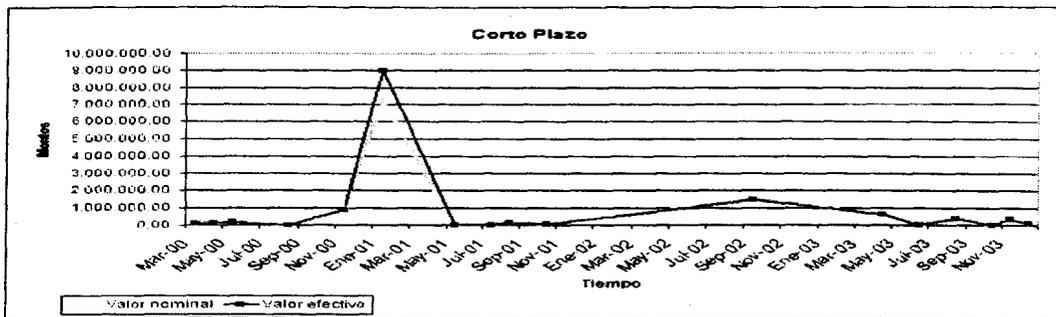
\$ 138.100.000

INCONVERTIBLES EN OBLIGACIONES
 T.A.R. TASA ACTIVA REFERENCIAL
 T.P.R. TASA PASIVA REFERENCIAL
 C. G.13
 C. G.14

FUENTE: BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL

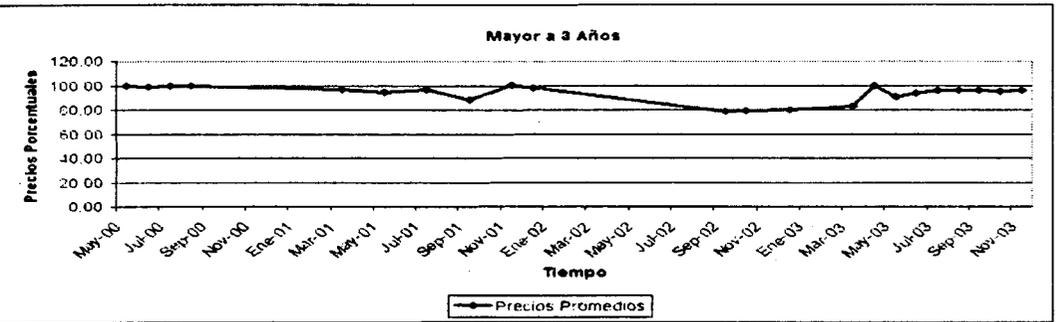
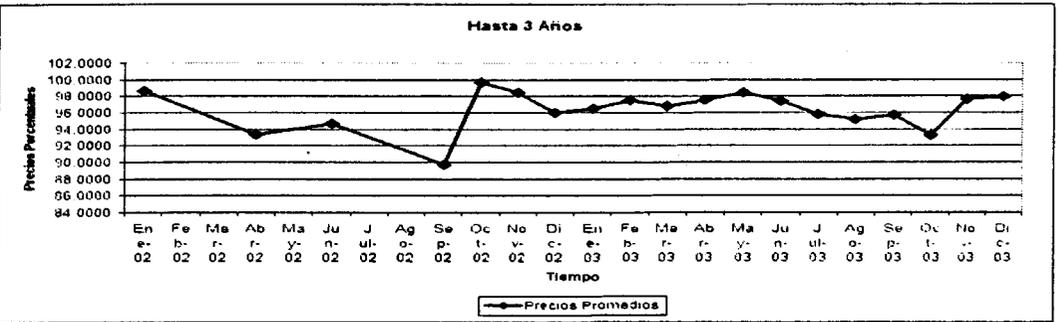
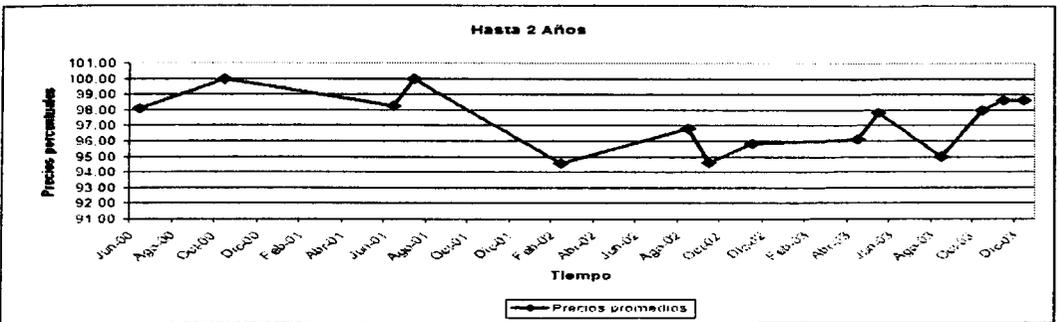
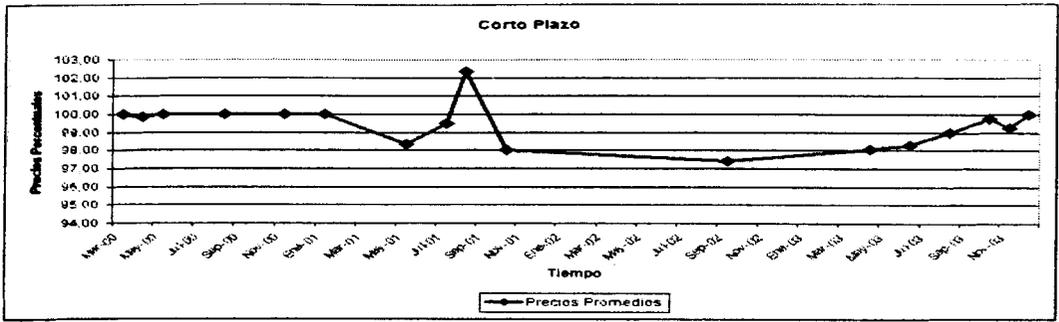
diferentes vencimientos de las obligaciones al momento de calcular sus precios de mercado.

GRÁFICO 1.1 COMPORTAMIENTO DE VALORES NOMINALES VS. VALORES EFECTIVOS



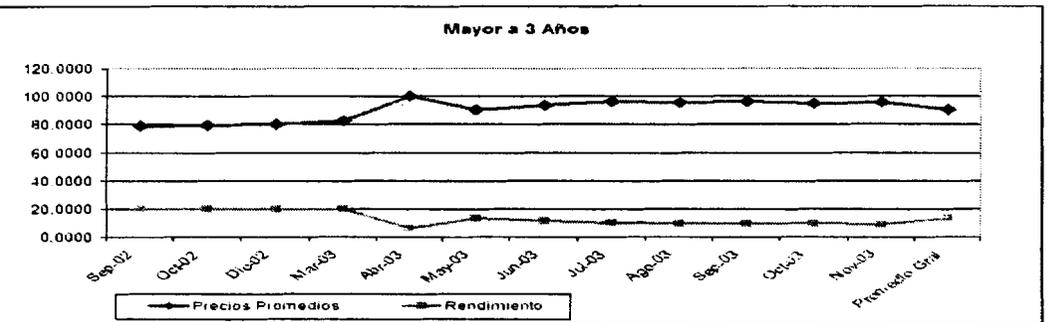
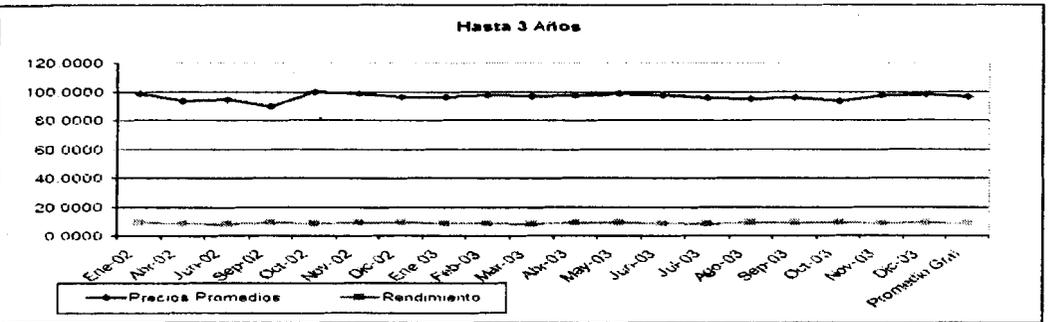
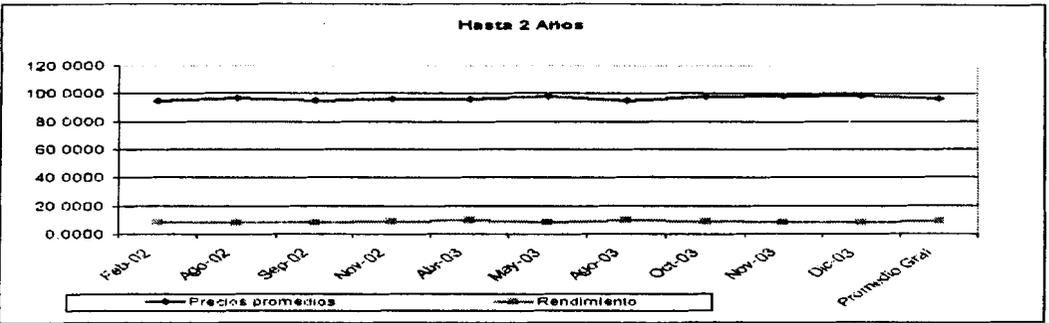
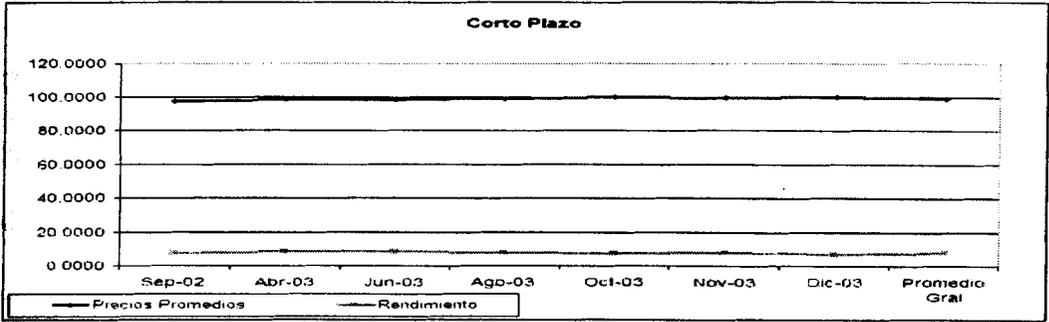
FUENTE: BOLSA DE VALORES: Elaborado por Autores

GRÁFICO 1.2 PRECIOS PROMEDIOS



FUENTE: BOLSA DE VALORES: Elaborado por Autores

GRÁFICO 1.3 PRECIOS VS RENDIMIENTO



FUENTE: BOLSA DE VALORES. Elaborado por Autores

1.3 Antecedentes de PPREDUCA S.A.

Preduca S.A. cumple diecisiete años de labores en el ámbito educativo, llevando adelante uno de los proyectos más ambiciosos del Ecuador: **El Centro Educativo Balandra – Cruz del Sur**, institución que ha ido desarrollándose al ritmo de las nuevas técnicas educativas y al crecimiento de sus alumnos, los cuales suman 1.052 al día de hoy.

En mayo de 1987 inició sus actividades con la inauguración del Jardín de Infantes Balandra, situado en la ciudadela Los Olivos, en la zona norte de Guayaquil. Esta fue la primera construcción diseñada especialmente para educación preescolar en la ciudad.

El local de Jardín de Infantes Balandra está construido en un terreno de 900 m², con 600 m² de edificación. Allí funcionan dos secciones de Maternal, tres de Prekinder y una de Kinder, albergando alrededor de 98 niños.

En mayo de 1991 se inauguró la Escuela Primaria, constituyéndose el Centro Educativo Balandra, que funcionó durante el primer año en un local arrendado. Al año siguiente se trasladó a su local propio (primaria), producto de un extraordinario Proyecto de Reciclaje de lo que era la tribuna del antiguo Hipódromo de Santa Cecilia.

En el local de primaria funcionan tres secciones de Kinder, tres de Preparatoria; y tres de cada nivel de Primaria, desde Primero a Quinto grado.

El edificio cuenta con dos bibliotecas organizadas por niveles, tanto en inglés como en español, salones especiales para computación, arte, música, video, ciencias y laboratorio de idiomas, auditorium, áreas verdes de recreación y canchas deportivas. Todo esto en un terreno de 9.000 m² y cerca de 5.000 m² de construcción. El edificio alberga un total de 453 alumnos (355 de primaria y 98 de preescolar).

En el año 1994, como respuesta a la demanda y al crecimiento propio de la institución se inició la enseñanza secundaria, la cual funcionó en el edificio de primaria, sin embargo, hacia fines de ese año se adquirió el terreno para el desarrollo del Colegio (56.000 m²), y una reserva (56.000 m²) para expansión o venta, separados por la avenida de acceso a la ESPOL (Campus Prosperina) en Colinas de los Ceibos.

En 1997 se inauguró la primera fase del edificio del Colegio Cruz del Sur, que consta de algo más de 5.500 m² de construcción.

El proyecto del edificio completo es de aproximadamente 12.000 m². Tendrá 28 salones de clase, laboratorios de física, química, biología, idiomas, computación, salones de arte, música, audio-video, talleres, biblioteca, sala

CIB-



de conferencias, comedor y administración, constituyéndose en uno de los centros de educación más modernos del país. Actualmente el edificio alberga un total de 599 alumnos de secundaria.

En la actualidad el total de alumnos del Centro Educativo Balandra – Cruz del Sur, es de 1.052 distribuidos en 44 paralelos, los cuales se encuentran funcionando en los tres edificios antes mencionados.

1.3.1 Visión.-

Brindar a los alumnos de la institución la oportunidad de obtener una educación integral basada en un aprendizaje activo, participativo, experimental y exploratorio, planteando una alternativa educativa diferente y acorde con la necesidad de formar bachilleres capaces y hábiles para obtener y procesar información, generar hipótesis y encontrar soluciones a los retos que presenta el Siglo XXI, poniendo al servicio de la comunidad auténticos líderes.

1.3.2 Misión.-

PREDUCA S.A. es una empresa educativa cuyo prestigio y crecimiento sólido se ha edificado en 17 años de experiencia en el sector educativo, y seriamente comprometida en proporcionar una educación integral a sus estudiantes, cuyas metas y objetivos apuntan

a dar a la sociedad líderes capaces de promover cambios en las nuevas generaciones.

1.3.3 Objetivos Estratégicos

- Analizar la viabilidad de la emisión de títulos de deuda por parte de la institución educativa “Colegio Balandra Cruz del Sur ”
- Lograr un fuerte posicionamiento en el mercado
- Viabilizar la expansión de BALANDRA CRUZ DEL SUR
- Reestructurar pasivos a través de emisiones de obligaciones de PREDUCA S.A.

1.3.4 Metodología de Enseñanza

Balandra-Cruz del Sur mantiene un método sustentado en un manejo eficaz del lenguaje, en dos idiomas: **Español e Inglés**. Esto se logra gracias al estímulo que se da a los estudiantes para la utilización de los recursos existentes, como bibliotecas, salas de lectura, laboratorios, etc, así como también a un equipo de trabajo multidisciplinario y altamente capacitado.

Asimismo se incentiva la producción de trabajos originales por parte del alumnado, exigiendo la expresión en forma oral y escrita; y creando el hábito de estudio y la reflexión individual. De esta manera,

el lenguaje y la expresión se convierten en la columna vertebral del aprendizaje, integrando y enlazando todos los conocimientos.

Desde la etapa de preescolar, los alumnos son introducidos al idioma **inglés**, de tal forma que esta lengua se convierte en parte natural e integral de su educación, capacitándolos para comprender el mundo y comunicarse en una segunda lengua.

La diferencia de este programa estriba en que los estudiantes no se limitan a aprender el idioma inglés como una materia más, sino que se encuentran desde los primeros años en capacidad de estudiar en inglés todas las materias, a través de un programa intensivo que ocupa el 65% de las horas de clase.

Su eslogan "*No enseñamos inglés, sino que enseñamos en inglés*" conocida en su mercado durante gran parte de su trayectoria, esta entre otras de las características ya mencionadas hacen de esta institución una de las más prestigiosas y sobresalientes dentro del mercado educativo.

Exámenes evaluativos de inglés **IGCSE-International General Certificate of Secondary Education (Bachillerato Cambridge)** son aplicados por los estudiantes durante cuarto y quinto curso de

secundaria (primero y segundo año de bachillerato), dichos exámenes otorgan a quienes los aprueben un extra bachillerato calificado y avalado directamente por Cambridge University.

Además, a la vanguardia en la preparación en idiomas de los alumnos, desde 1999, la **Alianza Francesa** suscribió un Convenio Estratégico con la institución, a fin de impartir clases de Francés en el Edificio de la Primaria, ofreciendo el servicio al alumnado, a su familia y a la comunidad.

La concepción de aprendizaje integral que se lleva adelante necesita de un profesorado calificado y en capacitación permanente. Todas las secciones funcionan con profesores titulares y auxiliares, supervisados por coordinadores en cada ciclo y por jefes de área en cada materia, con amplia experiencia docente, formados tanto en el país, como en el exterior.

Una de las características es la educación personalizada, de tal manera que en las secciones preescolar y primaria, los grupos son de 25 niños, mientras que el tope en secundaria es de 30 alumnos.

Parte importante de los activos de Balandra es la calidad de sus educadores, para lo cual se invierten importantes recursos en capacitación a nivel local e internacional.

A inicios del 2003, se estableció relaciones con **ANDANA**. Este Centro de Asistencia e Intervención del Aprendizaje **ANDANA**, tiene por objetivo prestar apoyo pedagógico, académico y emocional a estudiantes de primaria y secundaria. Este centro cuenta con profesionales nacionales y extranjeros, además está abierto a los alumnos del colegio y también a toda la comunidad, durante horarios vespertinos y nocturnos junto con la División de Idiomas.

1.4 Beneficios de la Emisión de Obligaciones – PREDUCA S.A.

El financiamiento tradicional utilizado por las empresas en general ha sido un recurrente auxilio a la banca, ante esta clásica y cara opción de financiamiento en las empresas, se presenta una nueva alternativa, la emisión de obligaciones.

Al necesitar PREDUCA S.A. una inyección de liquidez, que no obtiene de su propio ámbito, acude al exterior en busca de la financiación deseada. Conseguir importantes sumas de dinero, resultaría prácticamente imposible conseguirlas de una sola entidad, puesto que ninguna entidad estará dispuesta a prestarle cuantías tan elevadas y arriesgarse de ese modo. Ante este panorama, PREDUCA S.A. recurre al mercado directo y ofrece endeudarse con los inversionistas que estén dispuestos a tomar riesgos

crediticios con ella, y lo hace a través de una oferta de endeudamiento mediante la emisión de valores representativos de deuda u obligaciones que serán colocados entre los inversionistas.

La emisión de obligaciones permitirá a PREDUCA S.A. tener un ahorro al financiarse a un menor costo, creando una estructura de pago conveniente para la misma sin dejar de ser atractiva para el inversionista u obligacionista, esto es, elegir las características más apropiadas del papel que será colocado en el mercado a fin de mantener al obligacionista satisfecho con sus flujos percibidos. Dichas características podrán ser ajustadas a la comodidad de la empresa y su situación económica-financiera, en función principalmente de su generación de ingresos los cuales cubrirán el pago de intereses y del principal durante el período de vigencia de la emisión.

De acuerdo a la Ley del Mercado de Valores y como se mencionó anteriormente, las Compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador u organismos seccionales están autorizados para la emisión de este tipo de papeles, previo regulaciones de entidades de control y requisitos específicos que deberán cumplirse para el efecto, procedimiento que se tratará más adelante con mayor profundidad. Por tanto, PREDUCA S.A. está facultada para realizar una emisión de obligaciones partiendo de este principio legal.

Interesa resaltar que el tenedor de las obligaciones obtendrá un reembolso mayor a su inversión inicial, lo que registra un beneficio económico para el tenedor del título. Esta situación se produce cuando el obligacionista adquiere el papel por un precio inferior al valor de reembolso. A estas diferencias, entre los valores de adquisición y de reembolso, se las conoce como **intereses implícitos**, y por ende constituyen beneficios monetarios para el inversionista.



Podemos entonces concluir que existen ventajas claramente marcadas para PREDUCA S.A. al utilizar esta herramienta al momento de buscar financiamiento en el mercado; ventajas que detallamos a continuación:

1.2.1 Ventajas para el emisor – PREDUCA S.A.

- El plazo de amortización es mayor al otorgado por un financiamiento bancario.

La tasa de interés a pagar por los títulos es menor a la tasa activa promedio y mayor a la tasa pasiva promedio del Sistema Financiero, lo que conviene al emisor así como al adquirente de los bonos. Se admiten distintos tipos de garantías según el monto a emitir y las referencias de los inversionistas.

- Pueden ser negociados en un mecanismo centralizado (Bolsa de Valores) lo que aumenta su liquidez. Así mismo, la ganancia de capital está exonerada del pago del impuesto a la Renta.



- En algunos casos es factible la redención anticipada de los bonos, dependiendo de las políticas del emisor – decisiones gerenciales.
- Luego de la primera emisión, el emisor se da a conocer en el mercado dejando su primera fase de novato lo que luego facilitará nuevas colocaciones de emisiones en su debido caso.
- Es posible la colocación simultánea de dos o más emisiones con indicaciones diferentes a cada una, es decir, características diferentes.

1.2.2 Condiciones de préstamos bancarios u obstáculos al momento de invertir

Los inversionistas encuentran un obstáculo al momento de realizar inversiones a largo plazo. El predominio de los préstamos bancarios en nuestro país hace que las empresas dependan de los bancos en sus necesidades de desarrollo como lo mencionamos en un inicio.

Al hablar de las ventajas de una emisión de obligaciones sobre el endeudamiento bancario se muestra la flexibilidad que brinda al emisor en cuanto a la estructuración de pagos y por supuesto genera un mayor plazo de acuerdo a las necesidades del emisor. En nuestro caso de estudio, la empresa PREDUCA S.A. muestra la generación de crecientes gastos financieros producto de una deuda bancaria contraída en el año 2000, por lo que una emisión de obligaciones ayudaría a crear una estructura de financiamiento más llevadera al momento de realizar los

pagos, tanto a su acreedor principal (entidad bancaria) como a los tenedores de sus bonos emitidos, es decir, estaría cambiando su deuda original por otra a menor costo y captando recursos del público a fin de cancelar su deuda anteriormente contraída; descendiendo así además, el impacto de los gastos en sus Estados Financieros, como resultado se obtendría un flujo de caja más atractivo.

Por tanto, una emisión de obligaciones se muestra como una buena manera de financiar también el crecimiento de la empresa a un bajo costo, ya que la tasa de rendimiento de las obligaciones se ha colocado por lo general entre las TAR y TPR (tasa activa y pasiva referencial) beneficiando a los participantes, por otro lado, la nueva estructura de financiamiento genera menores riesgos, ya que al captarse los recursos para reestructuración de pasivos, se está obteniendo compromisos de largo plazo a un menor costo financiero, que en el caso de PREDUCA S.A. es una puerta de salida a un exceso en gastos financieros sostenidos en los últimos años.

De acuerdo a la información otorgada por la Bolsa de Valores de Guayaquil, durante el año 2001 la tasa de rendimiento promedio al que se colocaron las emisiones de obligaciones fue de 8.9%, cuando las tasas pasivas y activas referenciales al momento fueron de 6.50% y 15.3% respectivamente, formulando de esta manera una tasa atractiva tanto

para tenedores o inversionistas como para las empresas emisoras. Todo ello permitió a las empresas ahorrar un promedio de USD 64,000 anuales por cada millón de dólares emitido.

Dicho comportamiento se ha mantenido durante los recientes años, esto es 2002, 2003 y lo que va del año 2004.

Todo lo expuesto hasta el momento nos lleva a la conclusión que la implementación de una emisión de obligaciones como forma de financiamiento de largo plazo, por parte de PREDUCA S.A. resultaría en beneficios para la empresa desde el punto de vista de costos asumidos por deuda, mayor flexibilidad en la estructura de financiamiento, que dependerá de las decisiones de PREDUCA S.A. y cuyas características del papel estarán en función de la generación de sus flujos de efectivos y necesidades monetarias de la empresa, a todo ello, se debe agregar el beneficio de ser pioneros en un mercado no explorado antes por una empresa perteneciente al sector educativo, lo que sienta un precedente de apertura de información y una nueva forma de búsqueda de recursos para este tipo de empresas.

II. ANÁLISIS DE MERCADO PARA LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES DE PREDUCA S.A.

2.1 Introducción

- Preduca S.A. cumple diecisiete años de labores en el ámbito educativo, llevando adelante uno de los proyectos más ambiciosos del Ecuador: **El Centro Educativo Balandra – Cruz del Sur**, institución que ha ido desarrollándose al ritmo de las nuevas técnicas educativas y al crecimiento de sus alumnos, los cuales suman 1.050 al día de hoy.
- El edificio cuenta con dos bibliotecas organizadas por niveles, tanto en inglés como en español, salones especiales para computación, arte, música, video, ciencias y laboratorio de idiomas, auditorium, áreas verdes de recreación y canchas deportivas. Todo esto en un terreno de 9.000 m² y cerca de 5.000 m² de construcción. El edificio alberga un total de

453 alumnos (355 de primaria y 98 de preescolar), y su excedente en secundaria.

- En el año 1994, como respuesta a la demanda y al crecimiento propio de la institución se inició la enseñanza secundaria, la cual funcionó en el edificio de primaria, sin embargo, hacia fines de ese año se adquirió el terreno para el desarrollo del Colegio (56.000 m²), y una reserva (56.000 m²) para expansión o venta, separados por la avenida de acceso a la ESPOL (Campus Prosperina) en Colinas de los Ceibos.
- Su participación en el mercado educativo de estrato social alto equivalente a un 15 %¹, la coloca en tercer lugar en número de alumnos.

Con este proyecto tratamos de fomentar un mayor desarrollo económico de la empresa por medio de la utilización de nuevas herramientas como lo son las obligaciones ó **títulos de deuda** emitidos por una institución educativa, lo cual será un producto nuevo en el mercado, de competencia y servicio diferente.

Teniendo en cuenta que el área de mercadeo necesita formular estrategias coherentes para evitar desastres financieros posteriores como lo afirma *Warren Keegan, autor del best-seller Global Marketing Management*, tenemos a bien analizar la competencia dentro del mercado en el que queremos incursionar.

¹ Datos estadísticos Consejo Provincial de Educación

2.2 Situación Actual del Mercado de Valores

- **Competencia:**

Nuestro producto carece de competencia directa, ya que somos la primera entidad educativa que emite obligaciones o títulos de deuda a mediano/largo plazo en el mercado. Sin embargo si existe competencia indirecta, es decir títulos/obligaciones emitidos por empresas de otros sectores.

Grandes competidores. - Los que tienen un fuerte posicionamiento en el mercado y que han emitido obligaciones vigentes al día de hoy:

TABLA 2.1 EMISIONES DE OBLIGACIONES PERÍODO 2001-2003

<i>Emisiones realizadas en el año 2001</i>	<i>Montos emitidos en dólares</i>
• Casabaca C.A.	\$3,000,000
• Hotel Colón Internacional C.A.	\$4,000,000
<i>Emisiones realizadas en el año 2002</i>	<i>Montos emitidos en dólares</i>
• Acería del Ecuador C.A. Adelca C.A.	\$6,500,000
• Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas S.A.	\$3,950,000
• Pinturas Cóndor	\$3,500,000

• Constructora Inmobiliaria Argos C.A	\$3,000,000
• Distribuidora Farmacéutica Ecuatoriana "DIFARE" S.A	\$4,000,000
• INTEROC	\$1,500,000
• Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas S.A.	\$3,200,000
• Pinturas Unidas	\$1,000,000
• H.O.V Hotelera Quito S.A	\$5,000,000
• Banco Bolivariano	\$10,000,000
• Banco Bolivariano	\$5,000,000
• GMAC del Ecuador	\$15,000,000
<i>Emisiones realizadas en el año 2003</i>	<i>Montos emitidos en dólares</i>
• Industrias Ales	\$5,000,000
• La Fabril	\$5,000,000
• Banco de Guayaquil	\$15,000,000
• Produbanco	\$420,000,000
• Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas S.A.	\$2,250,000
• EDESA	\$4,000,000
• Interoc	\$1,200,000
• Procesadora Nacional de Alimentos C.A Pronaza	\$10,000,000
• Agripac	\$3,000,000
• Casabaca	\$3,000,000
• Banco del Pichincha	\$6,000,000

FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil – Elaborado por Autores

Estudiaremos aquellas empresas emisoras cuyas emisiones aún están en circulación dentro del mercado, para obtener una idea aproximada del comportamiento del mismo en estos días y su forma de negociación en cuanto a obligaciones se refiere.

2.3 Mercado de Obligaciones

Dentro del Mercado de Valores encontramos varias entidades autorizadas y operativas, conocidas como Casa de Valores o Entidades del Sector Privado y Entidades del Sector Público, sin embargo, hemos escogido a aquellas con mayores montos de negociaciones en los últimos años a fin de tener una apreciación más cercana del Mercado de Obligaciones vigente.

A continuación, los montos negociados por las mayores entidades dentro del Mercado de Valores durante el periodo 2000-2003, *datos proporcionados por la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG)*:

TABLA 2.2 MONTOS NEGOCIADOS POR MAYORES ENTIDADES

PERÍODO 2000-2003

ENTIDADES	2000			2001			2002			2003		
	MONTO NOMINAL	MONTO EFECTIVO	MONTO NOMINAL	MONTO EFECTIVO	MONTO NOMINAL	MONTO EFECTIVO	MONTO NOMINAL	MONTO EFECTIVO	MONTO NOMINAL	MONTO EFECTIVO	MONTO NOMINAL	MONTO EFECTIVO
BE	\$ 522,516.00	\$ 522,516.00	\$ 1,226,385.00	\$ 1,255,982.07	-	-	-	-	-	-	-	-
BEDE	\$ 1,000,000.00	\$ 1,000,000.23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
MULTIVALORES	\$ 4,880,000.00	\$ 4,890,000.00	-	-	\$2,660,000.00	\$2,543,864.78	-	-	\$ 10,905,500.00	-	-	\$ 10,203,280.49
PICAVAL	\$ 310,000.00	\$ 177,511.76	\$ 38,205,000.00	\$ 37,001,595.97	\$40,000.00	\$288,180.18	-	-	\$ 4,590,000.00	-	-	\$ 3,503,284.77
FLANICASA	\$ 5,320,000.00	\$ 4,943,966.02	\$ 7,700,000.00	\$ 4,938,516.56	-	-	-	-	-	-	-	-
VALPACIFICO	\$ 1,264,500.00	\$ 1,263,303.42	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
MERCHANT VALORES	\$ 820,000.00	\$ 71,750.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BIF	-	-	\$ 3,220,000.00	\$ 2,654,706.03	-	-	-	-	-	-	-	-
ESS	-	-	\$ 550,000.00	\$ 635,593.26	-	-	-	-	-	-	-	-
STARFORD	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PRODUVALORES	-	-	-	-	\$1,970,000.00	\$1,573,782.35	-	-	\$ 850,000.00	-	-	\$ 758,773.01
TOTAL NEGOCIADOS POR ENTIDADES MAYORES	\$ 14,227,416.00	\$ 12,869,447.47	\$ 51,043,385.00	\$ 46,546,433.89	\$10,142,000.00	\$9,207,865.11	\$ 26,719,940.00	\$ 27,724,268.11	\$ 35,069,500.00	\$ 32,448,470.04	\$ 26,719,940.00	\$ 27,724,268.11
TOTAL NEGOCIADO	\$ 14,294,516.00	\$ 12,936,547.47	\$ 53,848,585.00	\$ 49,492,743.10	\$42,501,000.00	\$41,274,375.87	\$ 35,069,500.00	\$ 32,448,470.04	\$ 35,069,500.00	\$ 32,448,470.04	\$ 26,719,940.00	\$ 27,724,268.11
PORCENTAJE NEGOCIADO POR ENTIDADES MAYORES	99.53%	99.48%	94.79%	94.62%	81.13%	73.66%	73.24%	73.14%	73.24%	73.14%	73.24%	73.14%
RESTO DE ENTIDADES	0.47%	0.52%	5.21%	5.38%	18.87%	26.34%	26.66%	26.66%	26.66%	26.66%	26.66%	26.89%

2000-2003	
TOTAL MONTO EFECTIVO	\$ 83,159,449.47
TOTAL NEGOCIADO	\$ 94,577,710.61

La *Tabla 2.2* nos muestra que durante el período 2000-2003 hubo 4 entidades públicas y 7 privadas quienes negociaron montos efectivos por \$83.139.149,47 de un total negociado de \$94.577.710,61. Según el *Gráfico 2.1* el porcentaje correspondiente negociado por estas 11 entidades fue del 85%, el restante 15% se repartió entre las otras casas de valores.



2.3.1 MERCADO DE OBLIGACIONES A INICIOS DEL 2004

De acuerdo a datos estadísticos e información proporcionada por las mayores Casas de Valores, entidades autorizadas para negociar en mercado bursátil, el Mercado de Obligaciones ha experimentado un incremento en los últimos dos años producto de cierta estabilidad percibida por los inversionistas en cuanto a los indicadores macroeconómicos, ello se refleja en la confianza de los mismos a la hora de colocar sus recursos en el mercado.

Las cifras manejadas por las bolsas de valores del país confirman que el 2003 fue un año de repunte. Dentro de este incremento la demanda por obligaciones fue la mayor en importancia al registrar un aumento multiplicado casi por diez, al pasar de 1.62 millones de dólares de negociaciones a 10.6 millones, respecto a lo negociado en la Bolsa de Valores de Quito, *según informó la Revista Líderes el 16 de febrero del año en curso.*

En la Bolsa de Valores de Guayaquil también se registró un crecimiento aunque menor que en Quito.

Según expresiones de especialistas: "...los inversionistas encuentran atractivo invertir en este tipo de papeles, donde los rendimientos son mejores que los de la banca tradicional e incluso más confiables."

En lo que va del 2004 las cifras se han manejado de manera muy conservadora, pero los operadores bursátiles creen que cada vez las empresas optarán por este mecanismo de financiamiento. En cuanto a los precios de los papeles, PICAVAL Casa de Valores del Banco del Pichincha, una de las más fuertes en el mercado bursátil, cree que a pesar de existir papeles con precios bajos, es mejor disponer de un monto de USD 10,000 para ingresar, de lo contrario los costos podrían superar los beneficios. Entiéndase por costos, aquellos implícitos, producto de una transacción en bolsa y comisiones relacionadas por

intermediación, costos con los que correrá el inversionista al momento de ingresar al mercado de valores.

Gran parte del éxito de este mecanismo se atribuye a las decisiones empresariales adoptadas durante el 2003, donde varias empresas colocaron obligaciones, quienes encontraron una manera de destacar su fortaleza y dar credibilidad al momento de ofertar los títulos, resaltando los beneficios de obtener préstamos a mediano y largo plazo a un menor costo, a la vez que pagan tasas atractivas al inversionista, es decir, por encima de la pasiva referencial.

La última emisión realizada fue la de PRONACA S.A.² en el último trimestre del 2003; es una emisión a 3 años plazo y un rendimiento de 8%, valor que comparado a una tasa activa del 14-15% constituye un ahorro significativo. Además, en los últimos meses se han registrado precios con un mejor desempeño.

TABLA 2.3 COMPORTAMIENTO DEL MERCADO DURANTE EL 2004

ENERO- FEBRERO 2004	
MONTOS NEGOCIADOS	\$ 3.463.496,15
Precio	97,45%
Tasa cupón	7,35%
Rendimiento	9,57%
Castigo en Rendimiento	2,22%

FUENTE Bolsa de Valores de Guayaquil –Elaborado por Autores

² Prospecto de Oferta Pública. Noviembre 2003

2.4 Situación Competitiva

2.4.1 Análisis F. O. D. A de la Competencia

A pesar de que el papel de deuda emitido por PREDUCA S.A. carece de competencia directa, consideramos necesario evaluar la competencia indirecta, proporcionada por el resto de papeles similares existentes actualmente en el Mercado de Valores. La comparación de características entre papeles con marcadas similitudes nos dará una idea de la percepción del mercado respecto a las obligaciones y su inclinación hacia uno u otro tipo.

La recopilación de datos relativos a los ambientes general, operativo e interno de la empresa nos proporcionará el material necesario que permitirá trazarnos un cuadro o escenario de ambiente de la misma. La aplicación del Análisis FODA³ en nuestro estudio estamos convencidos nos ayudará a aplicar un marco general para una mayor comprensión de las potencialidades, debilidades de la empresa, así como también las oportunidades y amenazas en su ambiente externo.

AMENAZAS

- Productos sustitutos o mejores oportunidades
- Incapacidad de emisión de papeles en un tiempo determinado
- Incremento de competencia directa

³ Administración Estratégica. Thompson Strickland. Hava. Edición, McGraw Hill. Pág. 112

- Descontento de los clientes con respecto a los precios y tasas a pagar (reajustes incorrectos o fuera de tiempo)
- Exceso de volatilidad en tasas internacionales
- Cambios en el índice de crecimiento a largo plazo en el mercado.
- Pérdida y/o robos de papeles

OPORTUNIDADES

- Salida de las principales empresas competidoras (emisiones ya vencidas no representarán más una competencia)
- Preocupaciones, actitudes y estilo de vida cambiantes de la sociedad pueden propiciar variantes en mercado.
- Reducción de la incertidumbre y en el riesgo de negocios.

FORTALEZAS

- Activos fijos valiosos.
- Habilidades de negociación.
- Alianzas o empresas corporativas.

DEBILIDADES

- Falta de pagos a tiempo.
- Mal manejo administrativo que produzca saldos negativos en sus estados financieros.
- Exceso de costos a largo plazo.

2.4.2 Estrategias de la Competencia⁴

- **Estrategia de Producto**

Emisiones con tasas de pago formadas por lo general por una tasa variable (libor o prime) más un margen porcentual de acuerdo al criterio del emisor y basándose en el mercado existente.

A pesar de que el mercado es mayormente de corto plazo se ha registrado un incremento en el horizonte de planificación durante los últimos años.

- **Estrategia de Precios**

Esta estrategia está basada en la teoría financiera de la relación inversamente proporcional de rendimiento versus precio de un título de renta fija.

De acuerdo a datos estadísticos, en el comportamiento de los precios se observa una tendencia ascendente durante el 2.002 y el 2.003. Ello indica que la tasa de Rendimiento expresada por el riesgo percibido por el inversionista ha tendido hacia la baja, lo cual se traduce en mayor confianza del obligacionista al momento de invertir.

- **Estrategia de Distribución**

El medio de distribución es dado por la Casa de Valores colocadora: Casa de Valores legalmente autorizada para operar en el Mercado de Valores Ecuatoriano, quienes a su vez deberán:

- Asistir en el proceso de definición de las características de la emisión.
- Asistir en el proceso de calificación de riesgo de la emisión.
- Coordinar el proceso de emisión hasta su inscripción.
- Colocar la emisión.
- Apoyar en el mantenimiento de la emisión

- **Estrategia de Promoción**

- Prospecto de oferta pública

2.5 Descripción del Producto “PREDUCA S.A”

2.5.1 Nombre.- Es una empresa inmersa en el mercado educativo, seriamente comprometida en proporcionar una educación integral a sus estudiantes, cuyas metas y objetivos apuntan a dar a la sociedad líderes capaces de promover cambios en las nuevas generaciones. Dada la competitividad existente PREDUCA S.A. está conciente de las exigencias del mercado educativo y hoy es capaz de decir que trabaja arduamente Pro-Educación, de donde proviene su nombre,

preparando a sus estudiantes para hacer frente a los desafíos del mañana.

2.5.2 Enfoque de PREDUCA S.A. dentro del Mercado Educativo

PREDUCA S.A. es una empresa educativa que a través del tiempo ha experimentado un incremento en el número de alumnos, así como en las pensiones y matrículas. Su prestigio educativo construido en sus 17 años de experiencia se mantiene en el tiempo, siendo considerado como uno de los planteles de mayor renombre dentro del estrato social en el que se desenvuelve.

A pesar de haber tenido un decrecimiento en el número de alumnos durante los años 2000 – 2001, las pensiones cobradas fueron más altas que en años anteriores lo que permitió registrar ingresos operativos crecientes.

La atención personalizada que caracteriza a esta institución hace que los padres prefieran el plantel por este y otros beneficios que la empresa ofrece a su cliente. El ejemplo más claro es su filosofía de enseñar *en inglés* en un mercado donde el aprendizaje de otro idioma se vuelve indispensable. Con un bachillerato avalado por la Universidad de Cambridge, los graduados y aún estudiantes de la

entidad pueden acceder a cursos vacacionales fuera del país, gracias a su nivel alto de inglés y preparación académica en un idioma extranjero.

Sus instalaciones construidas pensando en el bienestar de los estudiantes les permite no sólo estar rodeados del soporte necesario para una educación integral, sino que además permite incursionar en ambientes avanzados, como lo son aulas construidas específicamente para laboratorios de manera que su experiencia científica avance a un nivel tecnológico creciente.

Podemos decir, que Balandra Cruz del Sur, ha hecho de ella una marca reconocida en el ámbito educativo cuyo prestigio se ha mantenido y se prevé crezca en los años futuros.

Su participación en número de alumnos ocupa el tercer lugar, por debajo de los Colegios Alemán Humboldt y Jefferson. Sin embargo, los costos de sus pensiones superan a ambos colegios. Cabe recalcar que el fin de PREDUCA S.A. es mantener un equilibrio en el número de alumnos y método pedagógico de tal manera que su asistencia personalizada no se pierda y se mantenga como una de sus más fuertes características.

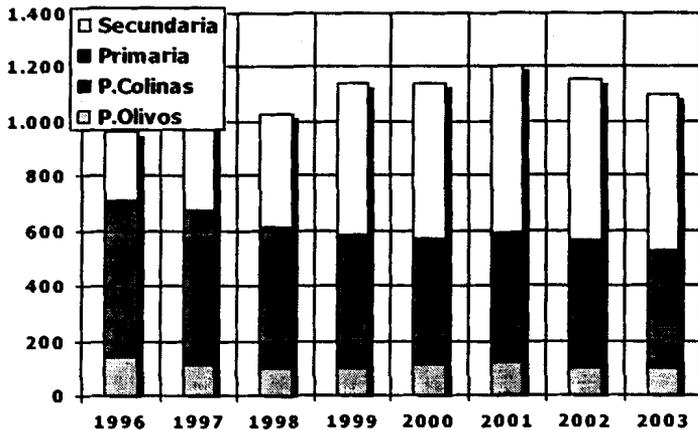
TABLA 2.4 NÚMERO DE ALUMNOS PROMEDIO

Colegios	No. Estudiantes	%
ALEMAN HUMBOLDT	1549	23%
JEFFERSON	1202	18%
BALANDRA	1052	15%
LOGOS	968	14%
DELTA	800	12%
MODERNA	665	10%
TORRE MAR	610	8%
TOTAL	6846	100,00%

FUENTE: Consejo Provincial de Educación - Elaborado por autores

GRÁFICO 2.2 Estructura de alumnos por sección

BALANDRA CRUZ DEL SUR



FUENTE: PREDUCA

GRÁFICO 2.3 Alumnos totales por año y Tendencia

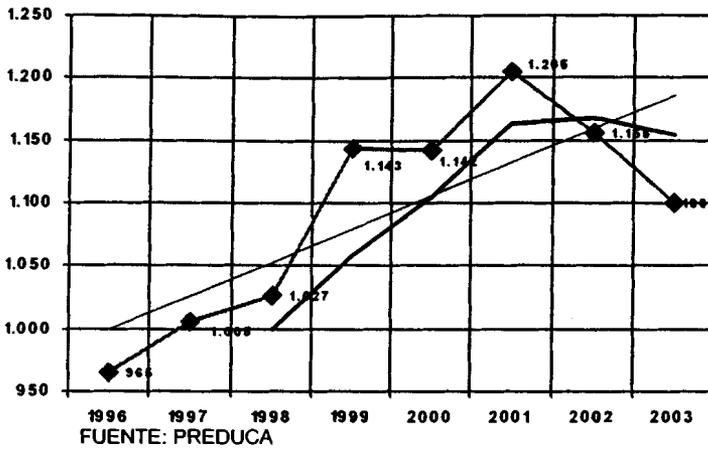


TABLA 2.5 ESTRUCTURA DE ALUMNADO POR SECCIONES

Balandra Cruz del Sur	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Preescolar Olivos	142	111	96	96	114	121	98	98
Preescolar Colinas	125	122	103	99	100	118	121	86
Primaria	442	440	411	388	357	352	343	342
Secundaria	256	332	417	560	571	614	593	526
Total	965	1.005	1.027	1.143	1.142	1.205	1.155	1.052

FUENTE: PREDUCA



2.5.6 Análisis F. O. D. A de PREDUCA S.A.

Como lo mencionamos anteriormente, este análisis nos da la pauta del escenario o ambiente en el que se encuentra nuestra empresa actualmente. De tal manera, que podremos beneficiarnos de nuestras fortalezas y oportunidades y a la vez seremos capaces de idear estrategias para combatir nuestras debilidades y tratar de contrarrestar nuestras amenazas.

En un inicio se apreciará las similitudes entre el papel emitido por PREDUCA S.A. y el resto de obligaciones vigentes en el mercado al mencionar el Análisis FODA, sin embargo, hemos insertado ciertas diferenciaciones que esperamos se convierta en estrategias al momento de competir en dicho mercado.

FORTALEZAS

- Experiencia en el mercado educativo : 17 años
- Ser la primera institución educativa en el mercado de valores que emita títulos de deuda en la ciudad de Guayaquil.
- Imagen y reputación como los primeros en el mercado de valores
- Reducción de la percepción de riesgo frente a otros posibles emisores de papeles.

- Costo de Capital inferior al crédito de banca comercial: Decremento de costos de financiamiento
- No paga impuestos del crédito.
- Altamente flexible:
 - Emitida en distintas monedas.
 - Se coloca total o parcialmente.

De acuerdo con las cifras y las proyecciones, el Flujo Operacional se estabiliza en el futuro, pues la institución ha entrado en la etapa de maduración, al contar con todos los niveles y paralelos completos, y aún teniendo una capacidad instalada por explotar.

OPORTUNIDADES

- La empresa deja de ser privada para convertirse en pública, respecto del acceso a su información.
- Transparencia de información y gestión.
- Representa un avance en el tiempo y el profesionalismo de la empresa.
- Aumento de su popularidad, la opinión general del mercado e inducción de un cambio de actitud hacia la empresa.

Su papel a emitirse devengará intereses a partir de su colocación.

- Permitir a sus clientes tener un mejor medio de inversión a través de emisiones a una mejor tasa de interés

DEBILIDADES

- Tiempo invertido y gastos en el proceso de emisión.
- Cierta nivel de limitaciones en el accionar de la administración.
- Mayor monitoreo de parte de los Organismos de Control sobre cumplimiento de regulaciones al interior de la empresa.
- Aumento de exigencias respecto a suministro de información al “exterior” de su empresa.

El Total de Activos de Preduca S.A. disminuye porque las inversiones nuevas no superaron las depreciaciones del ejercicio y además porque el impacto de los gastos financieros fue considerablemente fuerte.

AMENAZAS

- Entrada de nuevos competidores, nuevas empresas
- Nuevas emisiones con mejores características
- Exceso de oferta de títulos de deuda en el mercado sobre demanda de los mismos.
- Poder de negociación de los compradores

- Innovaciones en la Ley del Mercado de Valores.
- Reducción de la demanda de valores.

2.5.7 Análisis PEST⁵ o estudio del Entorno de PREDUCA S.A.

Este análisis nos ayudará a tener una visión más macro de la emisión de obligaciones de PREDUCA S.A., dado su contexto político, social, económico y tecnológico, es decir, variables que podrían influir directamente en el comportamiento del inversionista respecto al papel y de la obligación por sí misma.

Los siguientes factores a ser analizados requieren cuidado ya que podrían limitar o ampliar las acciones estratégicas que debe emprender la empresa:

POLITICO-LEGAL

Aprobación de la Superintendencia de Compañías

Aprobación de la Bolsa de Valores

Cambios de gobiernos y mandatos

Innovaciones en la Ley de Mercado de Valores

ECONÓMICO

- Cambios en la tasa de inflación (*Ver anexo: Comportamiento de la Inflación*)
- Crecimiento del PIB (*Ver anexo: PIB en los últimos años*)
- Costo de Capital inferior al crédito de banca comercial.
- No paga impuestos del crédito.
- Altamente flexible:
 - Obligaciones han sido emitidas en distintas monedas.
 - Se coloca total o parcialmente.
 - Devenga intereses a partir de su colocación.

SOCIO-CULTURAL

- *Apertura de información a entidades de control:* Debe cumplir restricciones y regulaciones.
- *Cultura de Información al público en general:* La empresa deja de ser privada para convertirse en pública, respecto del acceso a su información.
- Transparencia de información y gestión.
- Aumento de popularidad, opinión general del mercado e inducción de un cambio de actitud hacia las empresas.

TECNOLÓGICO

- Avance del profesionalismo en empresas
- Mejoramiento de gestión para sus administradores y accionistas.
- Acceso al SEB (Sistema Electrónico Bursátil)

2.5.8 Posicionamiento de PREDUCA S.A.

- **Statement**

PREDUCA S.A es una empresa educativa cuyo prestigio y crecimiento sólido se ha edificado en 17 años de experiencia en el sector educativo, lo cual le permite incursionar en el mercado de valores a través de una emisión de deuda, por lo tanto espera cumplir su objetivo de expansión y desarrollo al mismo tiempo que realizar una reestructuración de pasivos.

- **Mercado Objetivo.-**

- Inversionistas sector público
- Inversionistas sector privado

De clase social alta, alta-alta de la ciudad de Guayaquil que deseen y puedan acceder a nuestro producto.

- **Marco de Referencia.-**

- Nuevas empresas y/o emisiones de obligaciones
- Otros colegios dentro del mismo estrato social

- **Punto de Diferencia.-**

Desmaterialización de papeles o utilización del mecanismo de Fiducia en caso de ser viable.

- **Personalidad de la Marca.-**

- Seria
- Prestigiosa
- Atractiva
- Eficiente
- Exclusiva

2.6 Estrategia Competitiva de PREDUCA S.A

El objetivo de la estrategia competitiva⁶ será el poder superar a empresas rivales mediante el desempeño de un trabajo significativamente mejor al proporcionar a los posibles obligacionistas lo que buscan. A continuación mostraremos la estrategia de diferenciación y cómo la aplicaremos en nuestro estudio.

2.6.1 Estrategia de Diferenciación de Porter

Esta estrategia implica la fabricación y comercialización de productos para un mercado en general, en nuestro caso la emisión de un producto, que impone precios basados en un valor agregado. Los

⁶ Administración Estratégica. Thompson Strickland. Hava. Edición. McGraw Hill. Pág.156

diferenciadores llevan a las empresas a trabajar en el desarrollo de imágenes de marcas y características exclusivas. La diferenciación es una estrategia viable para obtener beneficios superiores a la media en industrias en las que los clientes perciben que el valor agregado de su inversión puede proporcionarles bienes o servicios claramente superiores frente a otras versiones de igual o menores costos.

A partir de ello, con el ánimo de agregar valor a la emisión de obligaciones de PREDUCA S.A. se estudiarán las siguientes alternativas que marcarán una diferencia clara entre la emisión de PREDUCA S.A. y el resto de emisiones vigentes en el mercado actual. Cabe recalcar que estas alternativas de diferenciación a tratar estarán asociadas a costos, los mismos que serán tratados en capítulos posteriores. Por ahora, detallaremos la importancia de su introducción en nuestra emisión de obligaciones, pasando por las funciones que dichas alternativas de diferenciación involucran. Nuestro objetivo es poder establecer con claridad la relevancia de las mismas en nuestro estudio, como características que pueden agregar valor al momento de realizar la emisión.

2.6.2. Introducción de Entidad Fiduciaria

Dentro del Mercado de Valores el incursionar en el segmento de Obligaciones significa tener un atractivo particular sea este en cuanto

a la generación de flujos de efectivo de la empresa o alguna característica que marque aquella diferencia con las emisiones vigentes.

En nuestro estudio, al tratar la emisión de obligaciones de una empresa educativa, resulta algo nuevo para el inversionista, pues se tratará de un emisor proveniente de un sector poco común en el Mercado de Valores. Partiendo de esta premisa, decidimos tratar de dar al inversionista una mayor confianza al momento de decidir dónde invertir su dinero. Seguridad versus Rentabilidad es el tema importante, ello dependerá de la aversión al riesgo como también la rentabilidad que espera el inversionista al momento de adquirir una obligación a mediano-largo plazo.

La diferenciación que queremos marcar con nuestro estudio es la introducción de FIDUCIA S.A., un organismo que se encargará de precautelar la captación de recursos y que estos no sean utilizados por la empresa sino aislados a fin de cumplir con los pagos de intereses y capitales propios de la obligación. El objetivo de ello radica en proporcionar a nuestro inversionista la seguridad de que recibirá sus pagos a tiempo y que para ello el originador se compromete a apartar los flujos desde el momento en que se realiza la emisión a fin de contar con el dinero correspondiente al pago de intereses y de capital

inherente al papel. Es decir, la entidad fiduciaria tendrá bajo su cautela y administración los flujos de la empresa, para ir provisionando los flujos para el inversionista. De esta manera se quiere evitar colapsos para el tenedor del papel en caso de algún problema financiero que pueda atravesar la empresa emisora. La implicación de una entidad fiduciaria requerirá de la estructuración de un contrato y administración de los flujos de efectivo durante el período de duración de la emisión.

2.6.3 Desmaterialización de papeles - DECEVALE

Por otro lado, también se considerará la posibilidad de contar con una Desmaterialización de papeles a través del DECEVALE⁷ – *Depósito Centralizado y Custodia de Valores*.

La desmaterialización de títulos significa sustituir los valores físicos por anotaciones en cuenta, en los registros contables del emisor, representando, de esta manera, los documentos físicos. Los registros del emisor son manejados por el DECEVALE. En la desmaterialización de títulos los inversionistas, en lugar de recibir de la emisora un título físico, reciben del DECEVALE una constancia de adquisición, la cual está amparada por la anotación en cuenta correspondiente a la inversión previamente realizada.

⁷Concepto y Funciones del Decevale. Departamento de Operaciones Decevale

Este es un mecanismo común en todos los países desarrollados y en la mayoría de los Latinoamericanos (como México, Chile, Argentina, Venezuela, Brasil, Perú y Panamá).

En el depósito se inmovilizan los títulos en bodegas de alta seguridad permitiendo su manejo desmaterializado, a través de registros electrónicos mediante anotación en cuenta:

- Una vez registrada la operación en el sistema electrónico, se podrá negociar el valor inmediatamente a través de una transferencia electrónica realizada por DECEVALE permitiéndole al nuevo comprador negociar nuevamente el valor cuando él lo estime conveniente.
- Cada emisor tendrá su propia cuenta en DECEVALE, la cual llevará un control de las posiciones de los valores para oferta pública. En dicha cuenta se reflejará cada movimiento correspondiente a las negociaciones realizadas.
- DECEVALE le enviará al emisor un estado de cuenta que muestre todas las transacciones realizadas con los valores anotados en cuenta, efectuadas en el transcurso del día.

2.6.3.1. Entre las principales funciones del DECEVALE mencionaremos las siguientes:

- Administrar por cuenta de los depositantes los valores en depósito:
- Gestionar ante los emisores el cobro de las amortizaciones, dividendos e intereses y abonar oportunamente a sus depositantes tales derechos, según su preferencia de pago.
- Expedir a sus depositantes certificados de depósito no negociables sobre los valores en depósito para que puedan acreditar la propiedad y derechos sobre los mismos (para asistencias a las asambleas de accionistas y/o de tenedores de títulos).
- Informar permanentemente a los emisores de títulos nominativos sobre las transacciones de valores en depósitos emitidos por ellos.
- Suscribir contratos con emisores para administrar emisiones y llevar libros de registro de accionistas.
- Custodiar el o los títulos globales representativos de la emisión (macrotítulos) y realizar el registro de la misma en cuentas de depósito.
- Compensar y liquidar operaciones realizadas en los sistemas de negociación.

2.6.3.2 Del título a la Anotación en Cuenta

- Existe un conjunto de causas que configuran la llamada "crisis del papel", cuyo efecto principal es la desmaterialización o desincorporación de los valores.
- La desmaterialización puede describirse "como el fenómeno de pérdida del soporte cartular por parte del valor incorporado, optando por la alternativa de su documentación por medios contables o informáticos".
- Con la desmaterialización o con la inmovilización de los valores se elimina las inexactitudes derivadas de procesos manuales, en igual forma con la desmaterialización se disminuyen una serie de costos asociados al uso de papel.

2.6.3.3. Ventajas de la Desmaterialización

Por el lado del emisor tenemos las siguientes:

Emisor

- Pérdida
- Robo
- Emisión de Certificado Preliminar
- Emisión de Título Definitivo
- Proceso de fraccionamiento
- Insumos (papel de seguridad)
- Falsificación
- Adulteración
- Firmas a Montones

Tenedor

- Pérdida
- Robo
- No se da el deterioro o destrucción del título
- Emisión de Certificado Preliminar
- Emisión de Título Definitivo
- Proceso lento de fraccionamiento
- Traslado innecesario de títulos (Riesgos Asociados)
- Manejo de inventario
- Mayor agilidad en el proceso: Anteriormente el proceso de impresión implicaba varios días desde que el inversionista

había realizado la operación, hasta cuando éste recibía el título físico. Con la desmaterialización, el inversionista hace su pago e inmediata y simultáneamente recibe la constancia de adquisición.

2.6.3.4. Entidad Colocadora del Papel – Casas de Valores

Reduce el tiempo en que se lleva a cabo el control de los títulos, ya que no se debe ingresar al sistema electrónico el número correlativo y demás características de cada lámina.

- Elimina el costo de personal a cargo de entrega de los títulos.
- Elimina el costo de custodia y manejo de los títulos.

Podemos concluir entonces que, al tener estas dos alternativas de diferenciación, el siguiente punto será analizar el tema de los costos dentro de la emisión de obligaciones en caso de resultar viable.

El objetivo de implementar una de estas dos posibles diferenciaciones en nuestro estudio es poder proporcionar al mercado mayor eficiencia, dadas las ventajas antes mencionadas.

Si bien es cierto, estas diferenciaciones muestran ventajas particulares atractivas al inversionista al momento de invertir, dada la seguridad que proporcionan, la variable costos relacionada es importante al momento de escoger entre ellas, por ello su estudio se realizará en capítulos posteriores.

Una vez escogida una de estas alternativas, analizaremos el impacto de la misma dentro de la estructuración de costos totales de la emisión, si bien es cierto los costos ascenderían al implementar una de las alternativas de diferenciación, los beneficios esperados de su implementación se reflejarán en el rendimiento exigido por el inversionista cuando demande el título de renta fija, lo cual a su vez repercutirá en un mejor precio del papel en el mercado.

2.6.4 Barreras de Entrada para la Competencia⁸

- **La existencia de defectos en la curva del aprendizaje y experiencia.-** Cuando los costos más bajos por unidad son parcialmente o en mayor parte resultado de la experiencia en la emisión de obligaciones y de otros beneficios de la curva de

⁸ Dirección Estratégica. Samuel C. Certo y J. Paul Meter, 3era. Edición. McGraw Hill, pág. 85
Administración Estratégica. Thompson Strickland. 11ava. Edición. McGraw Hill, Pág. 83

aprendizaje, los nuevos integrantes se enfrentan a una desventaja de costo al competir con empresas con más conocimiento práctico.

- **Preferencia de marca y lealtad del cliente.**- Un nivel elevado de lealtad a la marca significa que un participante potencial debe desarrollar estrategias que pueden significar una fuerte cantidad de dinero, para superar la lealtad de los clientes y crear su propia clientela. Un cliente leal puede persuadir a los compradores de que su marca vale la pena por los costos establecidos, esto equivale riesgos para las compañías que recién empiezan y que dependen desde el principio de utilidades considerables.

Elecciones estratégicas y decisiones de operación, esto depende en gran manera de las amplias decisiones administrativas/gerenciales.- Incrementar o reducir el número de productos o variedades ofrecidos, incorporar características de desempeño y calidad en el producto-rentabilidad, y manejo financiero de la empresa.

Mayor valor percibido por el cliente-tenedor de la obligación u obligacionista:

$$\mathbf{Valor = Beneficios/Costos}$$

Beneficios = (Beneficios funcionales + Beneficios Emocionales)

Costos = (Costos monetarios+Costo de tiempo+Costo de Energía
(involucra a la casa de valores colocadora de las emisiones y su

agilidad en conseguir inversionistas de tal manera que nosotros lleguemos a ellos y no ellos a nosotros)+Costos psíquicos (riesgo implícito de invertir en nuestra emisión y no en otra y propagación de la percepción que se tenga del producto))

2.6.5 Análisis de las 5 P's PREDUCA S.A.

- **Estrategia de Producto**

La emisiones realizadas en los últimos años han presentado tasas de pago formadas por lo general por una tasa variable (libor o prime) más un margen porcentual de acuerdo al criterio del emisor y en base al mercado existente.

A pesar de que el mercado es mayormente de corto placista, se ha registrado un incremento en el horizonte de planificación durante los últimos años.

- **Estrategia de Precios**

La estrategia de precios es similar en todas las empresas emisoras, basándose en la teoría financiera de la relación inversamente proporcional de rendimiento versus precio de un título de renta fija.

Los gráficos mostrados en la parte inicial de nuestro estudio de mercado en cuanto al Análisis de las 5 Ps de la competencia dan a conocer el comportamiento en general de los valores nominales respecto a los valores efectivos al momento de negociar obligaciones en el mercado, ello nos ayudará a tener una idea más clara del probable comportamiento de nuestro papel al momento de ser emitido y negociado. Los valores antes mencionados se han mantenido cercanos lo que significa que los precios negociados no han tenido mayor castigo entre los inversionistas.

Nuestro objetivo es analizar la competencia y tratar de mejorar lo que hasta ahora ellos han podido ofrecer.

- **Estrategia de Distribución**

- El medio de distribución es dado por la Casa de Valores colocadora: Casa de Valores legalmente autorizada para operar en el Mercado de Valores Ecuatoriano, quienes a su vez deberán:
 - Asistir en el proceso de definición de las características de la emisión.
 - Asistir en el proceso de calificación de riesgo de la emisión.
 - Coordinar el proceso de emisión hasta su inscripción.

- Colocar la emisión.
- Apoyar en el mantenimiento de la emisión

Estrategia de Promoción

- Prospecto de oferta pública
- Diferenciación en formatos de distribución (CD`s)

Personas (Mercado)

- Establecer como principio mantener la competitividad en el sector.- *Según Robert B.Tucket, en su libro Administrando el Futuro propone los siguientes pasos:*

1. Crear medios para permanecer más cerca de sus clientes.
2. Convertirse en un atento observador de la tendencia / gustos y preferencias
3. Introducir mejoramiento continuo en sus servicios como el cliente lo prefiera.
4. Buscar permanentemente ideas nuevas no importa que parezcan demasiado atrevidas conforme al deseo del cliente y a las posibilidades de la empresa.

- Minimizar la pérdida de los clientes: *Según Regis McKenna*, la globalización y el aumento de la oferta de productos y servicios disminuye cada vez más la fidelidad a una marca. Por eso sugiere emplear un marketing que integre el cliente con la empresa mediante una relación constante.
 1. Tener en cuenta la satisfacción del cliente con nuestro producto
 2. Tiempo efectivo en el desarrollo de la promesa
 3. Accesibilidad a obtener correcta información interna
 4. Mantener múltiples contactos con los clientes
 5. Dar confianza a los clientes (apertura de información en cuanto al papel emitido)

La emisión de obligaciones para una empresa como PREDUCA S.A. representa una nueva visión en cuanto a nuevas vías de financiamiento para empresas de su sector de desarrollo. Por ello, hasta el momento hemos abarcado lo que serían los análisis al interior y exterior de la empresa, sus fortalezas, debilidades, estrategias de introducción en un mercado nuevo para ella, así como las ventajas existentes para PREDUCA S.A. al optar por una emisión de obligaciones como forma de financiamiento.

A continuación mostraremos la encuesta realizada a las cinco entidades de mayor movimiento en el mercado de valores, lo cual nos dará una apreciación cercana a lo que está sucediendo en el mercado de obligaciones actual, en el cual de ser viable la emisión de PREDUCA S.A., incursionará en lo posterior. La misma se realizó además con el ánimo de establecer las características de nuestro papel a fin de ser atractivos al mercado.

Los resultados obtenidos otorgarán a nuestro estudio respuestas respecto a las características de papeles mayormente aceptadas en el mercado y cuál ha sido el comportamiento en los años recientes; ello dará a PREDUCA S.A. un formato previo de lo que deberá enfrentar al momento de estructurar su emisión de obligaciones.

2.7 Encuesta realizada a las Cinco Mayores Entidades negociadoras de obligaciones en los últimos dos años.

Es muy importante para el presente estudio realizar un análisis de datos obtenidos de una encuesta. La presente encuesta la hemos hecho a aquellas empresas que tienen como principal negocio el de invertir recursos en este tipo de títulos (Recursos de Personas Naturales o Jurídicas). Hemos escogido a las cinco que mayores entidades negociadoras en los dos últimos años, empresas que concentran entre el 80% y 90% del total negociado en el mercado.

La encuesta se la constituyó de la siguiente manera:

1.- Invertir en el Sector Educativo - Estrato social Alto le parece (en cuanto a la rentabilidad):

Atractivo

No atractivo

2.- Los plazos de inversión de preferencia de los Inversionistas en Obligaciones comunes están entre:

Corto Plazo

Mediano Plazo

Largo Plazo → (pasar parte A)

A.-

Mayor a 720 días y menor a 1080 días

Mayor / igual a 1080 días

3.-Para Ud. los rangos de Tasas de Pago más aceptados actualmente están entre:

6.5% - 7.5 %

7.75% - 8.5%

Mayor a 9%



4.- En que rango se colocaría el Rendimiento Esperado en una inversión en el Sector Educativo:

3% sobre tasa nominal

Entre 5 y 7% sobre tasa nominal

Mayor a 7% sobre tasa nominal



5.- En cuánto tiempo promedio debería ser colocada una Emisión de Obligaciones?

$30 < X < 90$ días

$90 < X < 180$ días

$180 < X < 360$ días



6.- Marque los porcentajes aproximados de participación de los Tipos de Inversionistas en cuanto a la inversión en Obligaciones.

Personas naturales

0% – 5%

5% – 10%

10% - 20%

Mayor a 20%



Personas jurídicas

0% - 10%

10% - 20%

Entre 20% y 50%

Mayor a 50%

7.-Cuál es el máximo castigo sobre precios que estaría dispuesto a aceptar un Inversionista en el Mercado de Obligaciones?

Entre 0 y 5%

Entre 7% y 10%

Entre 11% y 15%

Mayor a 15%

A continuación los resultados obtenidos de la encuesta:

2.8 Análisis de Información obtenida de la encuesta.-

La información obtenida de esta empresa ha arrojado datos muy interesantes que serán descritos a continuación.

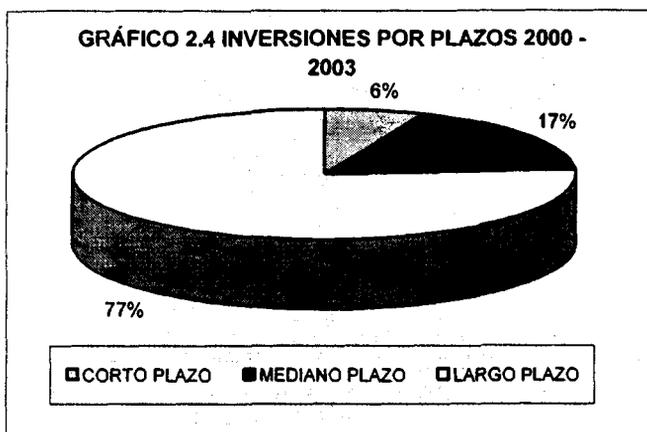
TABLA 2.6 PORCENTAJES DE MONTOS INVERTIDOS SEGÚN PLAZOS

PLAZOS	MONTOS NEGOCIADOS	PORCENTAJE
CORTO PLAZO	\$3.020.000,00	6,42%
MEDIANO PLAZO	\$8.178.500,00	17,38%
LARGO PLAZO	\$35.872.000,00	76,21%
TOTAL	\$47.070.500,00	100,00%

Datos Obtenidos de Encuesta – Elaborado por autores

De acuerdo a la información obtenida en la presente encuesta las Casas de Valores han tenido preferencia por invertir en obligaciones a largo plazo por un monto de \$35.872.000,00 millones de dólares que corresponde el 76,21% de nuestro pie. Le sigue el mediano plazo con \$8.178.500,00 que corresponde de igual manera el 17,38%, y por último aquellos títulos de corto plazo con un monto de \$3.020.000,00 con el 6,42%, de acuerdo a nuestra

Tabla 2.6.



Datos Obtenidos de Encuesta - Elaborado por autores

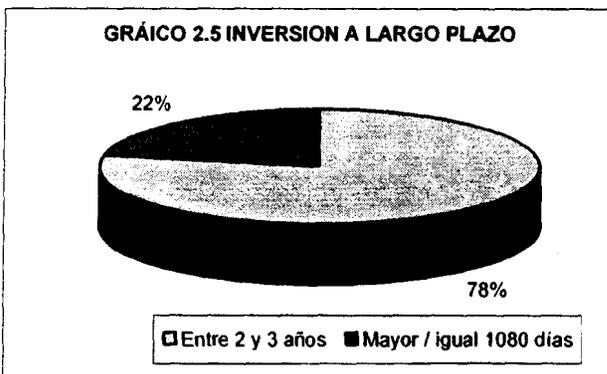
El gráfico 2.4 se desprende que las inversiones a largo plazo equivalen al 77% de los montos emitidos, mientras que el corto y mediano plazo obtienen un 6% y 17% respectivamente.

Para ser un poco más precisos en como se encuentran distribuidos los montos invertidos por las Casas de Valores, y la preferencia de los inversores en el largo plazo, tenemos el siguiente cuadro.

TABLA 2.7 DISTRIBUCIÓN DE MONTOS INVERTIDOS EN EL LARGO PLAZO

PLAZOS	MONTOS	PORCENTAJE
Entre 2 y 3 años	\$28.002.000,00	78,06%
Mayor / igual 1080 días	\$7.870.000,00	21,94%
TOTAL	35.872.000,00	100,00%

Datos Obtenidos de Encuesta – Elaborado por autores



Datos Obtenidos de Encuesta - Elaborado por autores

Algo muy interesante que hacer notar es que los inversionistas y las Casas de Valores prefieren invertir su dinero en obligaciones de hasta 1080 días, o la mayor parte de ellos tal como los muestra nuestra *Tabla 2.7*. La distribución está entre 2 y 3 años \$28.002.000,00 millones de dólares que corresponden al 78,06% del total y para aquellos títulos mayores a 3 años tenemos \$7.870.000,00 correspondiente al 21,94% del total.

Las inversiones Mayores a iguales al a 1080 días tienen preferencia en un 22%, mientras que entre 2 y 3 años es del 78%.

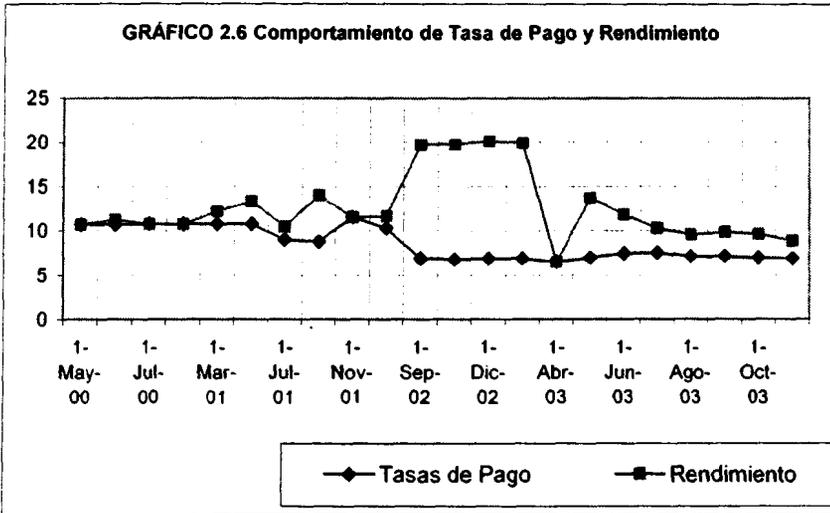
**TABLA 2.8 TASAS DE PAGO PROMEDIO Y RENDIMIENTOS PROMEDIO
PARA INVERSIONES A LARGO PLAZO**

Fecha Negociación	Tasas de Pago	Rendimiento
May-00	10,68%	10,68%
Jun-00	10,70%	11,21%
Jul-00	10,76%	10,74%
Ago-00	10,76%	10,73%
Mar-01	10,76%	12,16%
May-01	10,76%	13,29%
Jul-01	9,00%	10,43%
Sep-01	8,80%	14,00%
Nov-01	11,51%	11,50%
Dic-01	10,26%	11,60%
Sep-02	6,91%	19,70%
Oct-02	6,79%	19,73%
Dic-02	6,90%	20,06%
Mar-03	6,90%	19,90%
Abr-03	6,50%	6,50%
May-03	6,98%	13,63%
Jun-03	7,46%	11,79%
Jul-03	7,55%	10,28%
Ago-03	7,13%	9,57%
Sep-03	7,13%	9,84%
Oct-03	6,97%	9,61%
Nov-03	6,90%	8,88%
Promedio Gral.	7,01%	13,29%
PUNTOS EXTRAS	6,28%	

Datos Obtenidos de Encuesta – Elaborado por autores

Algo interesante que destacar de acuerdo a la información recopilada de la encuesta es la relación entre la tasa de pago y rendimientos. La *tabla 2.8*

muestra el comportamiento que han tenido estas dos tasas dando un promedio general de 7,01% para la tasa de pago y de 13,29% para la tasa de rendimiento. De igual manera con estos datos podemos observar que el promedio de puntos extras es de 6,28% en general. En el *Gráfico 2.6* podemos observar las fluctuaciones que han tenido estas tasas durante este período, notándose un incremento en los rendimientos durante un período específico.



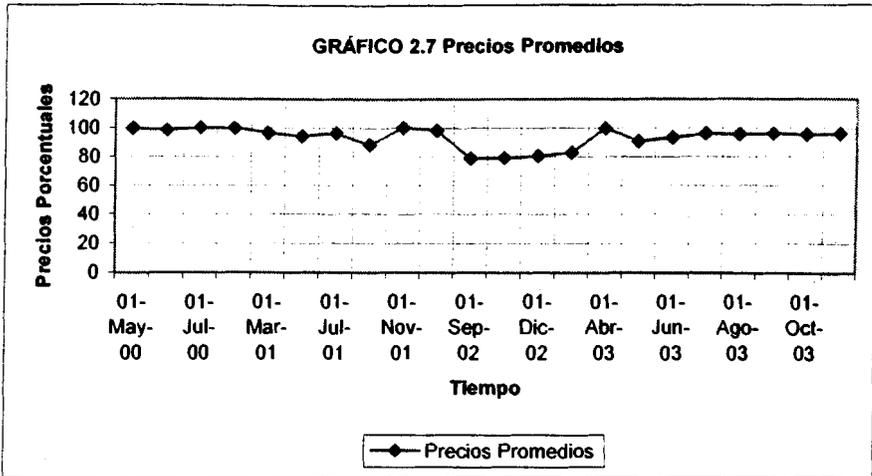
Datos Obtenidos de Encuesta – Elaborado por Autores

TABLA 2.9 CASTIGO SOBRE PRECIOS PROMEDIOS

Fecha Negociación	Precios Promedios
May-00	100,00
Jun-00	98,50
Jul-00	100,00
Ago-00	100,00
Mar-01	96,51
May-01	94,39
Jul-01	96,35
Sep-01	88,19
Nov-01	100,01
Dic-01	98,30
Sep-02	78,7473
Oct-02	79,2651
Dic-02	80,1878
Mar-03	82,9609
Abr-03	100,0000
May-03	90,7826
Jun-03	93,5317
Jul-03	96,0194
Ago-03	95,7002
Sep-03	96,2114
Oct-03	95,1977
Nov-03	95,9050
Promedio Gral.	90,38

Datos Obtenidos de Encuesta
Elaborado por autores

El castigo sobre el precio de las obligaciones en promedio general es de 90,38%, de acuerdo a los datos obtenidos en la encuesta *Tabla 2.9*. Esto quiere decir que del 100% valor de las obligaciones el precio es castigado con 9,62%, producto de un incremento en la tasa de rendimiento que nace por la percepción de riesgo que tenga el inversionista. El *gráfico 2.7* nos muestra la tendencia en el tiempo del castigo del precio de las obligaciones.



Más adelante se establecerán las características definitivas del papel, cuya base estará sobre las respuestas obtenidas en nuestra encuesta.

Otro punto importante en nuestro estudio es la medición de nuestra demanda al considerar emitir un papel, el tamaño del conglomerado que puede adquirir obligaciones en nuestro medio versus aquel conjunto de personas que pueden y voluntariamente querrán invertir su dinero en este tipo de inversión.

La capacidad de absorción de este tipo de papeles en el actual mercado es importante para establecer la cantidad y denominación del papel al momento de ser emitido.

2.9 Medición de la demanda actual de nuestras obligaciones

2.9.1. Dimensionamiento del Mercado⁹

El mercado es la razón de ser de cualquier empresa, por tanto las organizaciones deberán realizar una identificación de mercados. El

⁹ Marketing de Servicios. Marcos Cobra, Segunda Edición. McGraw Hill. Pág. 77

objetivo es calcular la demanda aproximada de nuestro producto por medio de medios empíricos o técnicos, esto es, averiguar la demanda y su potencial, ello ayudará a orientar nuestra inversión en capacidad de producción de los títulos a emitir, sus montos totales y apoyar de manera adecuada a la demanda de dicho producto en el mercado.

Una definición sería que el mercado está constituido por un conglomerado de personas con habilidad real o potencial y deseos de comprar un producto o servicio, lo cual equivale a la noción de demanda.

Según Kotler la demanda de mercado de un producto es el volumen total que será comprado por un grupo definido de consumidores en un área geográfica definida, en un período determinado, en un medio ambiente definido y aplicando un programa de mercado apropiado.

Mientras el potencial de mercado según Kotler es la cuantía máxima de venta en unidades o valor monetario que puede ser estimada para todas las empresas dentro de un mercado, durante cierto período.

Como primer paso, estimaremos el Potencial de mercado dada la población del Ecuador en su estrato social más alto, dado que seremos restrictivos al momento de escoger a los Potenciales Inversionistas en el Mercado de Obligaciones. Son estas las personas

con un poder adquisitivo que les permite no sólo satisfacer sus necesidades básicas y mantener un estado de ahorro a la vez, sino que adicionalmente pueden direccionar cierta cantidad de dinero hacia inversiones de más largo plazo.



De acuerdo a datos estadísticos del INEC, Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, la población ecuatoriana se reparte de la siguiente manera de acuerdo a estratos sociales:



TABLA 2.10 PORCENTAJE DE PARTICIPACIÓN SEGÚN ESTRATOS

Estratos sociales	% de participación
Clase Alta	4.1%
Clase Media-Alta	7.9%
Clase Típica	32.4%
Otros	55.6%

FUENTE: INEC



Fórmula para el Dimensionamiento de la Demanda en número de productos:

$$PTM = N * Q * P$$

PTM= Cantidad total de determinado producto o servicio que puede absorber el mercado

N= Número actual de compradores del producto o servicio

Q= Cantidad media comprada por un comprador medio

P= Precio medio de cada unidad del producto

El potencial de mercado en números absolutos, calculado de esta manera representará la posibilidad total del consumo del producto o servicio.

Si multiplicamos el 4.1% por la población ecuatoriana nos dará un total de 495,723 personas o **compradores potenciales**. Sin embargo, hoy en día según datos proporcionados por las Casas de Valores, el número de inversionistas que actualmente compran obligaciones a mediano-largo plazo no sobrepasa los 4000 en número.

Ello nos da una pauta del total del mercado por explotar, el mismo que está compuesto por personas que teniendo poder adquisitivo para invertir en este mercado, pero que por varias razones, sean estas culturales, representativas

de percepción de riesgo u otras alternativas tradicionales, direccionan sus dineros hacia vías tradicionales.

$$\text{PMT} = 4000 * 2 * 3000$$

$$\text{PMT} = 24,000,000 \text{ de papeles.}$$

De acuerdo a los resultados obtenidos, podemos concluir que la cantidad total de nuestro producto, es decir, obligaciones que puede absorber el mercado es de 24 millones de papeles, con un promedio de USD 3,000 por papel, y una cantidad media demandada de dos obligaciones por inversionista, lo que da un promedio de inversión por obligacionista entre USD 5,000 y USD 10,000, de acuerdo a lo expuesto por las Casas de Valores y mencionado al inicio de este capítulo.

III. MARCO JURÍDICO VIGENTE A SEGUIR EN LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES Y LA UTILIZACIÓN DE FIDUCIA.-

La ley de mercado de valores relevante para la emisión de obligaciones y la utilización de Fiducia la hemos obtenido de La Ley de Mercado de Valores Ecuatoriano.

De acuerdo a la Ley No. 107, la Ley de Mercado de Valores Ecuatoriano expone el marco jurídico que deben cumplir las personas naturales o jurídicas que consideren ingresar en el mercado de capitales a través de la emisión de obligaciones. Estos reglamentos se encuentran en el Título XV y Título XVIII de la mencionada Ley:

3.1 Título XV

3.1.1. Del Fideicomiso Mercantil y Encargo Fiduciario

Art. 109.- Del contrato de fideicomiso mercantil.- Por el contrato de fideicomiso mercantil una o más personas llamadas constituyentes o fideicomitentes transfieren, de manera temporal e irrevocable, la propiedad de bienes muebles o inmuebles corporales o incorporales, que existen o se espera que existan, a un patrimonio autónomo, dotado de personalidad jurídica para que la sociedad administradora de fondos y fideicomisos, que es su fiduciaria y en tal calidad su representante legal, cumpla con las finalidades específicas instituidas en el contrato de constitución, bien en favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario.

El patrimonio autónomo, esto es, el conjunto de derechos y obligaciones afectados a una finalidad y que se constituye como efecto jurídico del contrato, también se denomina fideicomiso mercantil; así, cada fideicomiso mercantil tendrá una denominación peculiar señalada por el constituyente en el contrato a efectos de distinguirlo de otros que mantenga el fiduciario con ocasión de su actividad.

Cada patrimonio autónomo (fideicomiso mercantil), está dotado de personalidad jurídica, siendo el fiduciario su representante legal, quien

ejercerá tales funciones de conformidad con las instrucciones señaladas por el constituyente en el correspondiente contrato.

El patrimonio autónomo (fideicomiso mercantil), no es, ni podrá ser considerado como una sociedad civil o mercantil, sino únicamente como una ficción jurídica capaz de ejercer derechos y contraer obligaciones a través del fiduciario, en atención a las instrucciones señaladas en el contrato.

Art. 110.- Naturaleza y vigencia del contrato.- El fideicomiso mercantil deberá constituirse mediante instrumento público abierto. Cuando al patrimonio del fideicomiso mercantil se aporten bienes inmuebles u otros para los cuales la Ley exija la solemnidad de escritura pública, se cumplirá con este requisito.

La transferencia de la propiedad a título de fideicomiso se efectuará conforme las disposiciones generales previstas en las leyes, atendiendo la naturaleza de los bienes.

El fideicomiso mercantil tendrá un plazo de vigencia o, podrá subsistir hasta el cumplimiento de la finalidad prevista o de una condición. La duración del fideicomiso mercantil no podrá ser superior a ochenta años, salvo los siguientes casos:

- a) Si la condición resolutoria es la disolución de una persona jurídica; y,
- b) Si los fideicomisos son constituidos con fines culturales o de investigación, altruistas o filantrópicos, tales como los que tengan por objeto el establecimiento de museos, bibliotecas, institutos de investigación científica o difusión de cultura, o de aliviar la situación de los interdictos, los huérfanos, los ancianos, minusválidos y personas menesterosas, podrán subsistir hasta que sea factible cumplir el propósito para el que se hubieren constituido.

Art. 111.- Titularización de Activos.- Se podrá utilizar el contrato de fideicomiso mercantil como medio para llevar a cabo procesos de titularización de activos, cuyas fuentes de pago serán, exclusivamente los bienes del fideicomiso y los mecanismos de cobertura correspondientes, conforme lo dispuesto en la presente Ley.

Art. 112.- De los negocios fiduciarios.- Negocios fiduciarios son aquellos actos de confianza en virtud de los cuales una persona entrega a otra uno o más bienes determinados, transfiriéndole o no la propiedad de los mismos para que ésta cumpla con ellos una finalidad específica, bien sea en beneficio del constituyente o de un tercero. Si

hay transferencia de la propiedad de los bienes el fideicomiso se denominará mercantil, particular que no se presenta en los encargos fiduciarios, también instrumentados con apoyo en las normas relativas al mandato, en los que sólo existe la mera entrega de los bienes.

Art. 113.- De la transferencia a título de fideicomiso mercantil.- La transferencia a título de fideicomiso mercantil no es onerosa ni gratuita ya que la misma no determina un provecho económico ni para el constituyente ni para el fiduciario y se da como medio necesario para que éste último pueda cumplir con las finalidades determinadas por el constituyente en el contrato. Consecuentemente, la transferencia a título de fideicomiso mercantil está exenta de todo tipo de impuestos, tasas y contribuciones ya que no constituye hecho generador para el nacimiento de obligaciones tributarias ni de impuestos indirectos previstos en las leyes que gravan las transferencias gratuitas y onerosas.

La transferencia de dominio de bienes inmuebles realizada en favor de un fideicomiso mercantil, está exenta del pago de los impuestos de alcabalas, registro e inscripción y de los correspondientes adicionales a tales impuestos, así como del impuesto a las utilidades en la compraventa de predios urbanos y plusvalía de los mismos. Las transferencias que haga el fiduciario restituyendo el dominio al mismo

constituyente, sea que tal situación se deba a la falla de la condición prevista en el contrato, por cualquier situación de caso fortuito o fuerza mayor o por efectos contractuales que determinen que los bienes vuelvan en las mismas condiciones en las que fueron transferidos, gozarán también de las exenciones anteriormente establecidas.

Estarán gravadas las transferencias gratuitas u onerosas que haga el fiduciario en favor de los beneficiarios en cumplimiento de las finalidades del contrato de fideicomiso mercantil, siempre que las disposiciones generales previstas en las leyes así lo determinen.

La transferencia de dominio de bienes muebles realizada a título de fideicomiso mercantil está exenta del pago del Impuesto al Valor Agregado y de otros impuestos indirectos. Igual exención se aplicará en el caso de restitución al constituyente de conformidad con el inciso precedente de este artículo.

Art. 114.- Encargo fiduciario.- Llámese encargo fiduciario al contrato escrito y expreso por el cual una persona llamada constituyente instruye a otra llamada fiduciario, para que de manera irrevocable, con carácter temporal y por cuenta de aquél, cumpla diversas finalidades, tales como de gestión, inversión, tenencia o guarda, enajenación,

disposición en favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario.

En este contrato se presentan los elementos subjetivos del contrato de fideicomiso mercantil, pero a diferencia de éste no existe transferencia de bienes de parte del constituyente que conserva la propiedad de los mismos y únicamente los destina al cumplimiento de finalidades instituidas de manera irrevocable.

Consecuentemente, en los encargos fiduciarios, no se configura persona jurídica alguna. Cuando por un encargo fiduciario se hayan entregado bienes al fiduciario, éste se obliga a mantenerlos separados de sus bienes propios así como de los fideicomisos mercantiles o de los encargos fiduciarios que mantenga por su actividad, aplicando los criterios relativos a la tenencia y administración diligente de bienes de terceros.

Son aplicables a los encargos fiduciarios el artículo 1491 del Código Civil y los artículos 2062, 2072, 2073, 2074, 2075, 2077, 2079, 2081, 2091, 2093, 2094 numerales 1, 2, 5, 6 y 7, 2099, 2100, 2101 del título XXVII del Código Civil referentes al mandato y las normas de la Comisión Mercantil previstas en el Código de Comercio y, en cuanto unas y otras sean compatibles con la naturaleza propia de estos

negocios y no se opongan a las reglas especiales previstas en la presente Ley.

Quedan prohibidos los encargos fiduciarios y fideicomisos mercantiles secretos, esto es, aquellos que no tengan prueba escrita y expresa respecto de la finalidad pretendida por el constituyente en virtud del contrato, sin perjuicio de la obligación de reserva del fiduciario en atención a características puntuales de determinadas finalidades así como a los negocios finales de estos contratos.

Art. 115.- Constituyentes o fideicomitentes.- Pueden actuar como constituyentes de fideicomisos mercantiles las personas naturales o jurídicas privadas, públicas o mixtas, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica, quienes transferirán el dominio de los bienes a título de fideicomiso mercantil.

Las instituciones del sector público que actúen en tal calidad, se sujetarán al reglamento especial que para el efecto expedirá el C.N.V. El fiduciario en cumplimiento de encargos fiduciarios o de contratos de fideicomiso mercantil, puede además transferir bienes, sea para constituir nuevos fideicomisos mercantiles para incrementar el patrimonio de otros ya existentes, administrado por él mismo o por otro fiduciario.

Para la transferencia de bienes de personas jurídicas se observará lo que dispongan los estatutos de las mismas y las disposiciones previstas en la Ley de Compañías.

Cuando un tercero distinto del constituyente se adhiere y acepta las disposiciones previstas en un contrato de fideicomiso mercantil o de encargos fiduciarios se lo denominará constituyente adherente. Cabe la adhesión en los contratos en los que se haya establecido esa posibilidad.

Art. 116.- Beneficiarios.- Serán beneficiarios de los fideicomisos mercantiles o de los encargos fiduciarios, las personas naturales o jurídicas privadas, públicas o mixtas, de derecho privado con finalidad social o pública, nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica designadas como tales por el constituyente en el contrato o posteriormente si en el contrato se ha previsto tal atribución. Podrá designarse como beneficiario del fideicomiso mercantil a una persona que al momento de la constitución del mismo no exista pero se espera que exista. Podrán existir varios beneficiarios de un contrato de fideicomiso, pudiendo el constituyente establecer grados de preeminencia entre ellos e inclusive beneficiarios sustitutos.

A falta de estipulación, en el evento de faltar o ante la renuncia del beneficiario designado y, no existiendo beneficiarios sustitutos o sucesores de sus derechos, se tendrá como beneficiario al mismo constituyente o a sus sucesores de ser el caso.

Queda expresamente prohibida la constitución de un fideicomiso mercantil en el que se designe como beneficiario principal o sustituto al propio fiduciario, sus administradores, representantes legales, o sus empresas vinculadas.

Art. 117.- Bienes que se espera que existan.- Los bienes que no existen pero que se espera que existan podrán comprometerse en el contrato de fideicomiso mercantil a efectos de que cuando lleguen a existir, incrementen el patrimonio del fideicomiso mercantil.

Art. 118.- Naturaleza individual y separada de cada fideicomiso mercantil.- El patrimonio autónomo que se origina en virtud del contrato de fideicomiso mercantil es distinto de los patrimonios individuales del constituyente, del fiduciario y beneficiario, así como de otros fideicomisos mercantiles que mantenga el fiduciario.

Cada fideicomiso mercantil como patrimonio autónomo que es, estará integrado por los bienes, derechos, créditos, obligaciones y

contingentes que sean transferidos en fideicomiso mercantil o que sean consecuencia del cumplimiento de la finalidad establecida por el constituyente. Consecuentemente, el patrimonio del fideicomiso mercantil garantiza las obligaciones y responsabilidades que el fiduciario contraiga por cuenta del fideicomiso mercantil para el cumplimiento de las finalidades previstas en el contrato.



Por ello y dado a que el patrimonio autónomo tiene personalidad jurídica, quienes tengan créditos a favor o con ocasión de actos o contratos celebrados con un fiduciario que actuó por cuenta de un fideicomiso mercantil, sólo podrán perseguir los bienes del fideicomiso mercantil del cual se trate mas no los bienes propios del fiduciario.



La responsabilidad por las obligaciones contenidas en el patrimonio autónomo se limitará únicamente hasta el monto de los bienes que hayan sido transferidos al patrimonio del fideicomiso mercantil, quedando excluidos los bienes propios del fiduciario.

Contractualmente el constituyente podrá ordenar que el fideicomiso se someta a auditoría externa; sin embargo el C.N.V., establecerá mediante norma general los casos en los que obligatoriamente los fideicomisos deberán contar con auditoría externa, teniendo en consideración el monto y naturaleza de los mismos.



Art. 119.- Titularidad legal del dominio.- El fideicomiso mercantil será el titular de los bienes que integran el patrimonio autónomo. El fiduciario ejercerá la personería jurídica y la representación legal del fideicomiso mercantil, por lo que podrá intervenir con todos los derechos y atribuciones que le correspondan al fideicomiso mercantil como sujeto procesal, bien sea de manera activa o pasiva, ante las autoridades competentes en toda clase de procesos, trámites y actuaciones administrativas o judiciales que deban realizarse para la protección de los bienes que lo integran, así como para exigir el pago de los créditos a favor del fideicomiso y para el logro de las finalidades pretendidas por el constituyente.

Art. 120.- Contenido básico del contrato.- El contrato de fideicomiso mercantil o de encargos fiduciarios deberá contener por lo menos lo siguiente: 1.- Requisitos mínimos:

- a) La identificación del o los constituyentes y del o los beneficiarios;
- b) Una declaración juramentada del constituyente de que los dineros o bienes transferidos tienen procedencia legítima; que el contrato no adolece de causa u objeto ilícito y, que no irroga perjuicios a acreedores del constituyente o a terceros;

- c) La transferencia de los bienes en fideicomiso mercantil y la entrega o no cuando se trate de encargos fiduciarios;
- d) Los derechos y obligaciones a cargo del constituyente, de los constituyentes adherentes, en caso de haberse previsto su adhesión, del fiduciario y del beneficiario;
- e) Las remuneraciones a las que tenga derecho el fiduciario por la aceptación y desempeño de su gestión;
- f) La denominación del patrimonio autónomo que surge como efecto propio del contrato;
- g) Las causales y forma de terminación del fideicomiso mercantil;
- h) Las causales de sustitución del fiduciario y el procedimiento que se adoptará para tal efecto; e,
- i) Las condiciones generales o específicas para el manejo, entrega de los bienes, frutos, rendimientos y liquidación del fideicomiso mercantil.

2.- Además, el contrato podrá contener elementos adicionales, tales como:

- a) La facultad o no y la forma por la cual el fiduciario pueda emitir certificados de participación en los derechos personales derivados del contrato de fideicomiso mercantil, los mismos que constituyen títulos valores, de conformidad con las normas de titularización que dicte el C.N.V.; y,

b) La existencia o no de juntas de beneficiarios, de constituyentes o de otros cuerpos colegiados necesarios para lograr la finalidad pretendida por el constituyente.

3.- En los contratos no se podrán estipular cláusulas que signifiquen la imposición de condiciones inequitativas e ilegales, tales como:

a) Previsiones que disminuyan las obligaciones legales impuestas al fiduciario o acrecienten sus facultades legales en aspectos importantes para el constituyente y/o beneficiario, como aquellas que exoneren la responsabilidad de aquél o se reserve la facultad de dar por terminado el contrato anticipadamente o de apartarse de la gestión encomendada, sin que en el contrato se hayan indicado expresamente los motivos para hacerlo y se cumplan los trámites administrativos a que haya lugar;

b) Limitación de los derechos legales del constituyente o beneficiario, como el de resarcirse de los daños y perjuicios causados, ya sea por incumplimiento o por defectuoso cumplimiento de las obligaciones del fiduciario;

c) La determinación de circunstancias que no se hayan destacado con caracteres visibles en la primera página del contrato al momento de su celebración, a partir de las cuales se derive, sin ser ilegal, una consecuencia en contra del

constituyente o beneficiario, o que conlleve la concesión de prerrogativas a favor del fiduciario;

d) Previsiones con efectos desfavorables para el constituyente o beneficiario que aparezcan en forma ambigua, confusa o no evidente, y, como consecuencia, se le presenten a éste discrepancias entre los efectos esperados o previsibles del negocio y los que verdaderamente resulten del contenido del contrato;

e) La posibilidad de que quien debe cumplir la gestión encomendada sea otra persona diferente al fiduciario, sustituyéndose así como obligado, salvo que por la naturaleza del contrato se imponga la necesidad de hacerlo en personas especializadas en determinadas materias; y,

f) Las que conceden facultades al fiduciario para alterar unilateralmente el contenido de una o algunas cláusulas, como aquellas que permitan reajustar unilateralmente las prestaciones que correspondan a las partes contratantes.

3.1.2 Capítulo I

Cuestiones Procesales

Art. 121.- Inembargabilidad.- Los bienes del fideicomiso mercantil no pueden ser embargados ni sujetos a ninguna medida precautelatoria o preventiva por los acreedores del constituyente, ni por los del

beneficiario, salvo pacto en contrario previsto en el contrato. En ningún caso dichos bienes podrán ser embargados ni objeto de medidas precautelatorias o preventivas por los acreedores del fiduciario. Los acreedores del beneficiario, podrán perseguir los derechos y beneficios que a éste le correspondan en atención a los efectos propios del contrato de fideicomiso mercantil.

Art. 122.- Garantía general de prenda de acreedores del fideicomiso mercantil.- Los bienes transferidos al patrimonio autónomo respaldan todas las obligaciones contraídas por el fideicomiso mercantil para el cumplimiento de las finalidades establecidas por el constituyente y podrán, en consecuencia, ser embargados y objeto de medidas precautelatorias o preventivas por parte de los acreedores del fideicomiso mercantil. Los acreedores del beneficiario podrán perseguir los derechos y beneficios que a éste le correspondan en atención a los efectos propios del contrato de fideicomiso mercantil.

Art. 123.- Acciones por contratos fraudulentos.- El contrato de fideicomiso mercantil otorgado en fraude de terceros por el constituyente, o en acuerdo fraudulento de éste con el fiduciario, podrá ser impugnado judicialmente por los interesados, mediante las correspondientes acciones de nulidad, simulación o cualquiera otra

prevista en la Ley, según el caso; sin perjuicio de la acción y responsabilidad penal a la que hubiere lugar.

Art. 124.- Juez competente.- Se aplicarán las normas de competencia previstas en la Ley para los juicios en que las sociedades administradoras de fondos y fideicomisos intervengan como actoras en representación de fideicomisos mercantiles o como demandadas.

Para la solución de los conflictos y pretensiones entre el constituyente, los constituyentes adherentes, el fiduciario y el beneficiario, derivados de los contratos de fideicomiso mercantil, las partes podrán acogerse a los mecanismos alternativos de solución de conflictos previstos en la Ley de Arbitraje y Mediación.

3.1.3 Capítulo II

De las Obligaciones y Derechos de las Partes, de la Sustitución Fiduciaria, de la Renuncia y de la Terminación del Fideicomiso Mercantil

Art. 125.- De las obligaciones de medio y no de resultado.- No obstante las obligaciones señaladas precedentemente, así como las que se prevean en el contrato de fideicomiso mercantil y en el de encargo fiduciario, el fiduciario no garantiza con su actuación que los

resultados y finalidades pretendidas por el constituyente efectivamente se cumplan.

El fiduciario responde hasta por culpa leve en el cumplimiento de su gestión, que es de medio y no de resultado; esto es, que su responsabilidad es actuar de manera diligente y profesional a fin de cumplir con las instrucciones determinadas por el constituyente con miras a tratar de que las finalidades pretendidas se cumplan.

Art. 126.- Derechos del constituyente.- Son derechos del constituyente del fideicomiso mercantil:

- a) Los que consten en el contrato;
- b) Exigir al fiduciario el cumplimiento de las finalidades establecidas en el contrato de fideicomiso mercantil;
- c) Exigir al fiduciario la rendición de cuentas, con sujeción a los dispuesto en esta Ley y a las normas de carácter general que imparta el C.N.V., sobre la actividad fiduciaria y las previstas en las cláusulas contractuales; y,
- d) Ejercer las acciones de responsabilidad civil o penal a que hubiere lugar, en contra del fiduciario por dolo, culpa leve en el desempeño de su gestión.

Art. 127.- Derechos del beneficiario.- Son derechos del beneficiario del fideicomiso mercantil:

- a) Los que consten en el contrato;
- b) Exigir al fiduciario el cumplimiento de las finalidades establecidas en el contrato de fideicomiso mercantil;
- c) Exigir al fiduciario la rendición de cuentas, con sujeción a lo dispuesto en esta Ley y a las normas de carácter general que imparta el C.N.V., sobre la actividad fiduciaria y las previstas en las cláusulas contractuales;
- d) Ejercer las acciones de responsabilidad civil o penal a que hubiere lugar, en contra del fiduciario por dolo, culpa grave o culpa leve en el desempeño de su gestión;
- e) Impugnar los actos de disposición de bienes del fideicomiso mercantil realizados por el fiduciario en contra de las instrucciones y finalidades del fideicomiso mercantil, dentro de los términos establecidos en la Ley; y,
- f) Solicitar la sustitución del fiduciario, por las causales previstas en el contrato, así como en los casos de dolo o culpa leve en los que haya incurrido el fiduciario, conforme conste de sentencia ejecutoriada o laudo arbitral, y en el caso de disolución o liquidación de la sociedad administradora de fondos y fideicomisos.

Art. 128.- De la rendición de cuentas.- La rendición de cuentas es indelegable a terceras personas u órganos del fideicomiso, por lo que corresponde al fiduciario rendir las cuentas comprobadas de sus actuaciones. Es a la sociedad administradora de fondos y fideicomisos a quien le compete demostrar su cumplimiento en la labor ejecutada, de acuerdo con lo dispuesto en el contrato constitutivo y las normas de carácter general que determine el C.N.V.

Art. 129.- Diferencia entre rendición comprobada de cuentas y los simples informes.- En la rendición comprobada de cuentas, el fiduciario debe justificar, argumentar y demostrar, con certeza, a través de los medios pertinentes, el cumplimiento de la labor encomendada en el contrato constitutivo y en la Ley.

Los informes tienen por finalidad la de comunicar o reportar algunas actividades o situaciones llevadas a cabo por el fiduciario para que los interesados conozcan el desarrollo y estado de la gestión. No supone, pues, que tal información sea comprobada, pero tampoco goza de carácter liberatorio de las obligaciones del fiduciario, quien debe obtener la conformidad del constituyente o beneficiario directamente o a través de los procesos determinados anteriormente.

Art. 130.- Remisión de información a la Superintendencia de Compañías.- Los aspectos contables y financieros de la rendición comprobada de cuentas deben guardar armonía con la información que tiene que presentar el fiduciario a la Superintendencia de Compañías, respecto de aquellas situaciones que afecten de manera importante el estado general del fideicomiso mercantil o encargo fiduciario y, los correctivos a las medidas que se adoptarán para continuar el curso normal del fideicomiso mercantil o encargo fiduciario.

Igualmente, el representante legal de las sociedades administradoras de fondos y fideicomisos deberá informar a la Superintendencia de Compañías los hechos o situaciones que impidan el normal desarrollo del negocio fiduciario y que retarden o puedan retardar de manera sustancial su ejecución y/o terminación, de suerte que comprometan seriamente la obtención de los objetivos perseguidos. Dicho aviso deberá darse a más tardar dentro de los quince días siguientes a la ocurrencia del hecho o a la fecha en que tuvo o debió tener conocimiento del mismo.

El C.N.V., normará la forma y contenido de los informes sobre rendición de cuentas que deberán ser presentados a la Superintendencia de Compañías.

Art. 131.- Renuncia del fiduciario.- El fiduciario solo podrá renunciar a su gestión, siempre que no cause perjuicio al constituyente, al beneficiario o a terceros vinculados con el fideicomiso mercantil y, por los motivos expresamente indicados en el contrato de fideicomiso mercantil o encargo fiduciario. A falta de estipulación son causas de renuncia las siguientes:

- a) Que el beneficiario no pueda o se niegue a recibir los beneficios de conformidad con el contrato, salvo que hubiere recibido instrucciones del constituyente de efectuar pago por consignación siempre a costa del constituyente; y,
- b) La falta de pago de la remuneración pactada por la gestión del fiduciario. A menos que hubiere acuerdo entre las partes, el fiduciario para renunciar requerirá autorización previa del Superintendente de Compañías quien en atención a las disposiciones del contrato podrá resolver la entrega física de los bienes del patrimonio autónomo al constituyente o a quien tenga derecho a ellos o al fiduciario sustituto previsto en el contrato, al que designe el beneficiario o al que el Superintendente de Compañías designe, según el caso.

Art. 132.- Remuneración del fiduciario.- La actuación de la sociedad administradora de fondos y fideicomisos será siempre remunerada y constará en el contrato de fideicomiso mercantil.

Art. 133.- Sustitución de la sociedad administradora de fondos y fideicomisos.- En caso de que el fiduciario sea sustituido por las causales previstas en el contrato o en la Ley, los bienes que conforman el fideicomiso mercantil deberán ser entregados físicamente al sustituto en los mismos términos determinados en el contrato de constitución.

El fiduciario sustituto no es responsable de los actos de su predecesor. El C.N.V., dictará por resolución de carácter general las normas reglamentarias relativas a la sustitución fiduciaria.

Art. 134.- Terminación del fideicomiso mercantil.- Son causas de terminación del fideicomiso mercantil o del encargo fiduciario, además de las previstas en el contrato constitutivo, las siguientes:

- a) El cumplimiento de la finalidad establecida en el contrato;
- b) El cumplimiento de las condiciones;
- c) El cumplimiento o la falla de la condición resolutoria;
- d) El cumplimiento del plazo contractual;

- e) La imposibilidad absoluta de cumplir con la finalidad establecida en el acto constitutivo;
- f) La sentencia ejecutoriada dictada por autoridad judicial competente o el laudo arbitral, de conformidad con la Ley;
- g) La resciliación del contrato de fideicomiso mercantil, siempre que no afecte los derechos del constituyente, de los constituyentes adherentes, del beneficiario, de acreedores del fideicomiso mercantil o de terceros; y,
- h) La quiebra o disolución del fiduciario, siempre que no exista sustituto.

Art. 135.- Responsabilidad tributaria.- El fideicomiso mercantil tendrá la calidad de agente de recepción o de percepción respecto de los impuestos que al fideicomiso le corresponde retener y percibir en los términos de la legislación tributaria vigente.

En el caso de encargos fiduciarios, el fiduciario hará la retención a nombre de quien otorgó el encargo.

Para todos los efectos consiguientes, la responsabilidad del fiduciario en relación con el fideicomiso que administra se regirá por las normas del Código Tributario. El fiduciario será responsable solidario con el

fideicomiso mercantil por el incumplimiento de deberes formales que como agente de retención y percepción le corresponda al fideicomiso.

Art. 136.- De la contabilización.- Quien tenga derechos contractuales derivados de un contrato de fideicomiso, como constituyente, constituyente adherente o beneficiario los deberán contabilizar en sus libros en atención a que las transferencias de bienes efectuadas en fideicomiso mercantil se hacen en beneficio del propio constituyente o del beneficiario, según el caso. Tal registro contable es de responsabilidad exclusiva de los titulares de los derechos fiduciaros, los cuales tienen carácter esencialmente personal; no siendo el fiduciario responsable por la omisión o incumplimiento de esta norma. De acuerdo a las normas contables que expida la Superintendencia de Compañías.

Art. 137.- De las interpretaciones.- Se excluye expresamente de la interpretación y efectos de los contratos de fideicomiso mercantil a las instituciones civiles referentes al fideicomiso, previstas en los libros Segundo y Tercero del Código Civil, por tener un fundamento diferente y de diversa naturaleza legal.

3.2 Título XVII

3.2.1 Emisión de Obligaciones

Art. 160.- Del alcance y características.- Obligaciones son los valores emitidos por las compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador u organismos seccionales que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora.

Las obligaciones podrán estar representadas en títulos o en cuentas en un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores. Tanto los títulos como los certificados de las cuentas tendrán las características de ejecutivos y su contenido se sujetará a las disposiciones que para el efecto dictará el C.N.V.

La emisión de valores consistentes en obligaciones podrá ser de largo o corto plazo. En este último caso se tratará de papeles comerciales. Se entenderá que son obligaciones de largo plazo, cuando éste sea superior a trescientos sesenta días contados desde su emisión hasta su vencimiento.

Art. 161.- Requisito de calificación de riesgo.- Toda emisión de obligaciones requerirá de calificación de riesgo, efectuada por compañías calificadoras de riesgo inscritas en el Registro del Mercado

de Valores. Durante el tiempo de vigencia de la emisión, el emisor deberá mantener la calificación actualizada de conformidad con las normas que para el efecto expida el C.N.V.



Art. 162.- De la garantía.- Toda emisión estará amparada por garantía general y además podrá contar con garantía específica. Las garantías específicas podrán asegurar el pago del capital, de los intereses parcial o totalmente, o de ambos.

Por garantía general se entiende la totalidad de los activos no gravados del emisor que no estén afectados por una garantía específica de conformidad con las normas que para el efecto determine el C.N.V.



Por garantía específica se entiende aquella de carácter real o personal, que garantiza obligaciones para asegurar el pago del capital, de los intereses o de ambos.

Admítase como garantía específica, la consistente en valores o en obligaciones ejecutivas de terceros distintos del emisor o en flujo de fondos predeterminado o específico. En estos casos, los valores deberán depositarse en el depósito centralizado de compensación y liquidación; y, de consistir en flujos de fondos fideicomisar los mismos.



Si la garantía consistiere en prenda, hipoteca, la entrega de la cosa empeñada, en su caso, se hará a favor del representante de obligacionistas o de quien éstos designen. La constitución de la prenda se hará de acuerdo a las disposiciones del Código de Comercio.

El C.N.V. regulará los montos máximos de emisión de obligaciones en relación con el tipo de garantías y determinará qué otro tipo de garantías pueden ser aceptadas.

Art. 163.- De la disposición, sustitución o cancelación de garantías.- Sin perjuicio de lo que estipule respecto de la cancelación o sustitución de las garantías que se hayan establecido en la escritura pública de emisión, la emisora podrá previa autorización del representante de los obligacionistas, disponer de las garantías otorgadas, en proporción a la redención que fuere haciendo de las obligaciones emitidas, igualmente podrá sustituir o cambiar las garantías constituidas, las mismas que constarán en escritura pública, con la aceptación del representante de los obligacionistas y de la Superintendencia de Compañías.

La disposición parcial, la sustitución de garantías deberán inscribirse en el Registro del Mercado de Valores y en los demás registros públicos.

Demostrado ante la Superintendencia de Compañías el pago de la totalidad de obligaciones de una emisión, aquella autorizará el levantamiento de la garantía real que la respalde, si la hubiere.

Las citaciones y modificaciones relacionadas a disposición, sustitución o cancelación de garantías que deban practicarse respecto de los acreedores hipotecarios o prendarios, se entenderán cumplidas al ponerse en conocimiento del representante de los obligacionistas.

Art. 164.- Del proceso de emisión.- La junta general de accionistas o de socios, según el caso, resolverá sobre la emisión de obligaciones. Podrá delegar a un órgano de administración la determinación de aquellas condiciones de la emisión que no hayan sido establecidas por ella, dentro del límite autorizado.

La emisión de obligaciones deberá efectuarse mediante escritura pública. El contrato de emisión de obligaciones deberá contener tanto las características de la emisión como los derechos y obligaciones del

emisor, de los obligacionistas y del representante de estos últimos.

Dicho contrato contendrá a lo menos las siguientes menciones:

- a) Nombre y domicilio del emisor, fecha de la escritura de constitución de la compañía emisora y fecha de inscripción en el Registro Mercantil donde se inscribió;
- b) Términos y condiciones de la emisión, monto, unidad monetaria en que ésta se exprese, rendimiento, plazo, garantías, sistemas de amortización, sistemas de sorteos y rescates, lugar y fecha de pago, series de los títulos, destino detallado y descriptivo de los fondos a captar;
- c) Indicación de la garantía específica de la obligación y su constitución, si la hubiere;
- d) En caso de estar representada en títulos, la indicación de ser a la orden o al portador;
- e) Procedimientos de rescates anticipados, los que sólo podrán efectuarse por sorteos u otros mecanismos que garanticen un tratamiento equitativo para todos los tenedores de obligaciones;
- f) Limitaciones del endeudamiento a que se sujetará la compañía emisora;
- g) Obligaciones adicionales, limitaciones y prohibiciones a que se sujetará el emisor mientras esté vigente la emisión, en defensa de los intereses de los tenedores de obligaciones,

particularmente respecto a las informaciones que deben proporcionarles en este período; al establecimiento de otros resguardos en favor de los obligacionistas; al mantenimiento, sustitución o renovación de activos o garantías; facultades de fiscalización otorgadas a estos acreedores y a sus representantes;

- h) Objeto de la emisión de obligaciones;
- i) Procedimiento de elección, reemplazo, remoción, derechos, deberes y, responsabilidades de los representantes de los tenedores de obligaciones y normas relativas al funcionamiento de las asambleas de los obligacionistas;
- j) Indicación del representante de obligacionistas y determinación de su remuneración;
- k) Indicación del agente pagador y del lugar de pago de la obligación y, determinación de su remuneración;
- l) El trámite de solución de controversias que, en caso de ser judicial será en la vía verbal sumaria. Si, por el contrario, se ha estipulado la solución arbitral, deberá constar la correspondiente cláusula compromisoria conforme a la Ley de Arbitraje y Mediación; y,
- m) Contrato de underwriting, si lo hubiere. Como documentos habilitantes de la escritura de emisión se incluirán todos aquellos que determine el C.N.V.

La Superintendencia de Compañías y la Superintendencia de Bancos aprobarán la emisión de obligaciones de las entidades sujetas a su respectivo control. Será atribución exclusiva de la Superintendencia de Compañías la aprobación del contenido del prospecto de oferta pública de la emisión de obligaciones, incluso cuando dicha emisión hubiere sido aprobada por la Superintendencia de Bancos.

Las sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el país, incluyendo a las instituciones financieras podrán emitir obligaciones, bajo las siguientes condiciones:

1. Estas emisiones de obligaciones podrán estar amparadas únicamente con garantía específica para asegurar el pago del capital e intereses;
2. El plazo de redención de la emisión no debe exceder al de domiciliación de la sucursal emisora;
3. La información que debe difundirse en el prospecto para la oferta pública debe incluir además de aquella solicitada a las compañías nacionales en lo que fuera aplicable, aquella que tenga relación con la casa matriz y su apoderado en el Ecuador;

4. El apoderado de la sucursal deberá estar domiciliado en el Ecuador, con la finalidad de atender cualquier requerimiento o notificación que deba ser dirigido a la matriz;
5. El apoderado debe responder solidariamente por el incumplimiento de lo dispuesto en las disposiciones de esta Ley y sus normas complementarias; y,
6. Las demás condiciones que mediante norma de carácter general determine el C.N.V.

La emisión de obligaciones, podrá dividirse en varias partes denominadas "clases", las que podrán ser colocadas individualmente o en su totalidad. Cada clase podrá estar dividida en series y otorgar diferentes derechos. No podrán establecerse distintos derechos dentro de una misma clase.

Art. 165.- Del convenio de representación.- La emisora, como parte de las características de la emisión, deberá celebrar con una persona jurídica, especializada en tal objeto, un convenio de representación a fin de que ésta tome a su cargo la defensa de los derechos e intereses que colectivamente corresponda a los obligacionistas durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total, dicho representante quedará sujeto a la supervisión y control de

Superintendencia de Compañías, en cuanto a su calidad de representante.

El representante legal de la persona jurídica que sea representante de los obligacionistas deberá asumir responsabilidad solidaria con ésta. El representante de obligacionistas no podrá mantener ningún tipo de vínculo con la emisora, el asesor, agente pagador, garante, ni compañías relacionadas por gestión, propiedad o administración del emisor. Actuará por el bien y defensa de los obligacionistas, respondiendo hasta por culpa leve, para lo cual podrá imponer condiciones al emisor, solicitar la conformación de un fondo de amortización, demandar a la emisora, solicitar a los jueces competentes la subasta de la propiedad prendada u otros actos contemplados en la Ley.

Este representante contará con todas las facultades y deberes que le otorga esta Ley y sus normas, con las otorgadas e impuestas en el contrato de emisión o por la asamblea de obligacionistas.

Las relaciones entre los obligacionistas y su representante se regirán por las normas de esta Ley y por las que expida el C. N. V., procurando su especialización en la materia. Los honorarios de este representante correrán a cargo de la emisora.

Art. 166.- De la información que debe requerir el representante de obligacionistas.- El representante de los obligacionistas podrá solicitar del emisor los informes que sean necesarios para una adecuada protección de los intereses de sus representados.

Por otra parte, el emisor estará obligado a entregar a dicha representante la información pública que proporciona a la Superintendencia de Compañías, en la misma forma y periodicidad. También la compañía emisora deberá informarle de toda situación que implique el incumplimiento de las condiciones del contrato de emisión, tan pronto como ello ocurra.

Art. 167.- De las obligaciones del representante de obligacionistas.- Serán obligaciones especiales de los representantes de los obligacionistas las siguientes:

- a) Verificar el cumplimiento por parte del emisor, de las cláusulas, términos y demás obligaciones contraídas en el contrato de emisión;
- b) Informar respecto del cumplimiento de cláusulas y obligaciones por parte del emisor a los obligacionistas y a la Superintendencia de Compañías, con la periodicidad que ésta señale;

- c) Verificar periódicamente el uso de los fondos declarados por el emisor, en la forma y conforme a lo establecido en el contrato de emisión;
- d) Velar por el pago equitativo y oportuno a todos los obligacionistas, de los correspondientes intereses, amortizaciones y reajustes de las obligaciones sorteadas o vencidas, pudiendo actuar como agente pagador en caso de haberlo convenido con la compañía emisora;
- e) Acordar con el emisor las reformas específicas al contrato de emisión que hubiera autorizado la junta de obligacionistas;
- f) Elaborar el informe de gestión para ponerlo a consideración de la asamblea de obligacionistas; y,
- g) Ejercer las demás funciones y atribuciones que establezca el contrato de emisión.



Art. 168.- De las asambleas de obligacionistas y su constitución.- La asamblea de obligacionistas está constituida por los tenedores de cada emisión de obligaciones.



Corresponde a las asambleas de obligacionistas:

- a) Aprobar el informe de gestión del representante de los obligacionistas, sobre el cumplimiento de sus obligaciones;



- b) Designar nuevo representante de los obligacionistas, si lo estimare conveniente;
- c) Confirmar al representante de los obligacionistas designado por el emisor en la escritura del contrato de emisión, si lo estimare conveniente; y,
- d) Autorizar modificaciones al contrato de emisión propuestas por el emisor, con los dos tercios de los votos pertenecientes a los instrumentos de la emisión correspondiente y, que no fueran de aquellas en que el representante de obligacionistas tiene facultades propias.

Se requerirá de la resolución unánime de los obligacionistas de la clase y emisión correspondiente, para efectuar modificaciones que afecten las tasas de interés o su forma de reajuste, el plazo y forma de amortización de capital, el plazo y forma de pago de intereses, modificación de garantías o modalidad de pago, contempladas en el contrato original.

Los acuerdos legalmente adoptados serán de aceptación obligatoria para todos los obligacionistas de esa emisión o clase.

Art. 169.- De las convocatorias a asamblea de obligacionistas.- Se podrá convocar a las asambleas de los obligacionistas, en los siguientes casos:

- a) Cuando así lo justifique el interés de los tenedores a juicio del representante;
- b) Cuando así lo solicite el emisor;
- c) Cuando lo soliciten obligacionistas que reúnan, a lo menos, el veinte por ciento del valor nominal de las obligaciones en circulación de la respectiva clase o emisión; y,
- d) Cuando lo requiera la Superintendencia de Compañías, con respecto a los emisores sometidos a su control, sin perjuicio de convocarla directamente en cualquier tiempo.

En cualquiera de los casos indicados en el inciso anterior, si el representante no hubiere efectuado la convocatoria, el Superintendente de Compañías citará a la asamblea a petición escrita del emisor o de los obligacionistas.

Art. 170.- De la constitución de las asambleas de obligacionistas.- La convocatoria a asamblea de obligacionistas se hará mediante un aviso publicado con ocho días de anticipación en uno de los diarios de mayor circulación en el domicilio principal de la sociedad emisora,

informando a los tenedores de obligaciones el lugar, fecha, hora y el orden del día de la asamblea. Para el cómputo de este plazo no se contará el día de la publicación ni el de la celebración de la asamblea.

La asamblea podrá deliberar válidamente, en primera convocatoria, con la presencia de obligacionistas que representen al menos el cincuenta por ciento de las obligaciones en circulación y en este caso sus decisiones se tomarán por mayoría simple, calculada en base a las obligaciones en circulación, constitutivas del quórum.

Si no hubiere quórum en la primera convocatoria, se deberá realizar una nueva convocatoria, siguiendo las mismas formalidades de la primera. En segunda convocatoria, la asamblea se instalará con los obligacionistas presentes y las decisiones se tomarán con el voto favorable de las dos terceras partes de las obligaciones en circulación constitutivas del quórum.

En todo caso, para que la comunidad de obligacionistas pueda, en primera como en segunda convocatoria, resolver la sustitución de su representante, requerirá del voto favorable de los titulares de más del cincuenta por ciento de las obligaciones en circulación.

Podrán participar en las asambleas quienes acrediten su calidad de obligacionistas, pudiendo concurrir personalmente o mediante mandatario debidamente facultado mediante carta poder o poder otorgado ante notario.

Los acuerdos y deliberaciones de la asamblea deberán constar en un libro de actas especial que llevará el representante de los obligacionistas.

Art. 171.- De las obligaciones convertibles.- Las compañías anónimas, podrán emitir obligaciones convertibles en acciones, que darán derecho a su titular o tenedor para exigir alternativamente o que el emisor le pague el valor de dichas obligaciones, conforme a las disposiciones generales, o las convierta en acciones de acuerdo a las condiciones estipuladas en la escritura pública de emisión. La conversión puede efectuarse en época o fechas determinadas o en cualquier tiempo a partir de la suscripción, o desde cierta fecha o plazo.

La resolución sobre la emisión de obligaciones convertibles implica simultáneamente la resolución de aumentar el capital de la compañía emisora por lo menos hasta el monto necesario para atender las posibles conversiones. Los accionistas tendrán derecho de preferencia

de conformidad con la Ley de Compañías, para adquirir las obligaciones convertibles que se emitan. En caso de no ejercerlo, no se podrá reclamar derecho alguno sobre las acciones que se emitan para atender el derecho de conversión.

Para segundas y ulteriores emisiones de obligaciones convertibles en acciones se respetará el derecho de preferencia de los accionistas y el derecho de los tenedores de obligaciones convertibles pertenecientes a emisiones anteriores, en la proporción que les corresponda.

Art. 172.- De la conversión.- El obligacionista que ejerza la opción de conversión será considerado accionista desde que comunique por escrito su decisión a la sociedad. La sociedad deberá, de inmediato, disminuir su respectivo pasivo y aumentar su capital suscrito y pagado, asegurando el registro del obligacionista en el libro de acciones y accionistas, conforme a la Ley de Compañías.

Periódicamente el representante de legal de la emisora comunicará a la Superintendencia de Compañías los montos convertidos, de conformidad a las normas que expida el C.N.V.

Art. 173.- Del factor de conversión.- El número de acciones que se otorgue por cada obligación de una misma clase, denominado factor

de conversión, deberá constar en la escritura de la emisión y, únicamente podrá ser modificado por aceptación unánime de los obligacionistas de la clase afectada y del emisor.



Art. 174.- De las obligaciones de corto plazo o papel comercial.- Las compañías emisoras inscritas en el Registro del Mercado de Valores podrán emitir obligaciones de corto plazo con garantía general, también denominado papel comercial con plazo inferior a trescientos sesenta días. La inscripción deberá efectuarse con sujeción a las disposiciones de esta Ley y a las que establezca el C.N.V., mediante normas de aplicación general.



Para efectuar esta oferta pública se requerirá solamente de una circular de oferta pública que contendrá información legal, económica y financiera actualizada del emisor; monto de la emisión, modalidades y características de la misma; lugar y fecha de pago del capital y sus intereses; menciones que deberán tener los títulos a emitir; obligaciones adicionales de información y restricciones a las que se someterá el emisor, establecidas en el contrato de emisión; y, derechos, deberes y responsabilidades de los tenedores de papel comercial. El C.N.V., mediante norma de carácter general determinará las relaciones entre el monto de emisión y la garantía.



La oferta pública de este tipo de obligaciones no requerirá de escritura pública. El representante legal de la empresa emisora deberá incluir en la circular una certificación juramentada de la veracidad de la información divulgada en la circular.

Para la colocación de estos valores se deberá contar con una calificación de riesgo, realizada por compañías calificadoras de riesgo inscritas en el Registro del Mercado de Valores.

Art. 175.- Del reembolso.- La emisora deberá cubrir el importe de las obligaciones en el plazo, lugar y condiciones que consten en la escritura de emisión.

Demostrado ante la Superintendencia de Compañías el pago de la totalidad de obligaciones de una emisión, aquella autorizará el levantamiento de la garantía real que las respalde, si la hubiere.

3.3 Depósito Centralizado de Valores- DECEVALE- como una opción de respaldo a la emisión de obligaciones.-

El Depósito Centralizado de Valores es una compañía autónoma e independiente cuyo objetivo principal es brindar a sus clientes los servicios de depósito, custodia, compensación, liquidación, y administración de valores y llevar registro de las transferencias de dichos valores

Con este concepto podemos establecer cuales son las instituciones que utilizarán los servicios ofrecidos por el DECEVALE son:

- Las Bolsas de Valores
- Las Casas de Valores
- Instituciones del Sistema Financiero
- Emisores del Sector Público y Privado
- Instituciones de Seguros
- Inversionistas Institucionales
- Banco Central
- Corporación Financiera Nacional

El DECEVALE presta los siguientes servicios:

- Depósito y Custodia de Valores
- Transferencias de Valores
- Compensación y Liquidación
- Administración de Valores (Ejercicio de derechos)

Mayor agilidad, seguridad, confianza y transparencia en las negociaciones del mercado de valores se logran con los servicios anotados anteriormente

La relación entre el Depositante y el Depósito Centralizado se reglamenta a través de la celebración de un contrato normativo entre ambos para fijar las estipulaciones, términos y condiciones a las que quedarán sujetos los servicios que se prestan. (Contrato, Reglamento de funcionamiento y Manuales Operativos)

Realizado este acuerdo, el Depósito Centralizado asignará una cuenta al Depositante en donde se registrará la información de los valores depositados y los saldos del flujo de efectivo para la liquidación de fondos.

La información de los valores depositados contemplará saldos por cada especie de valor y el detalle de las tenencias de cada uno de los titulares.

Los depositantes tendrán acceso a la información de las tenencias que los titulares tengan con ellos y no pueden acceder a la información de las tenencias que sus titulares tengan con otro depositante. Por el contrario, el titular tendrá acceso a la información de todas sus propias tenencias independientemente de quien sea el depositante.

Los depositantes podrán realizar depósitos, retiros y transferencias en las cuentas que tienen asignadas en el Depósito Centralizado.

3.3.1 Funciones del DECEVALE

3.3.1.2 Depósitos.-

Se constituye por la entrega material de los valores, por el traspaso de la cuenta de un depositante a la cuenta de otro, por la asignación de valores derivada del ejercicio de derechos patrimoniales en especie sobre los valores previamente depositados.

El Depósito Centralizado se obliga a recibir estos depósitos, custodiarlos, administrarlos y a restituir al depositante los títulos que le fueron entregados u otros por el mismo valor nominal, especie y clase.

El registro en cuenta del depósito se lo ingresará en un sistema automatizado con claves de acceso que para el efecto desarrollará el Depósito Centralizado. Dicho ingreso lo puede realizar el depositante o el Depósito Centralizado. La afectación en firme del saldo de valores depositados se hará en el momento que el Depósito Centralizado reciba los títulos.

El Artículo 63 de la Ley del Mercado de Valores respecto del contrato de depósito dice, El contrato de depósito de valores, que ha de constar por escrito en formatos aprobados por la Superintendencia de Compañías, se perfecciona por la entrega real de los títulos o de los registros electrónicos en caso de valores en cuentas, acompañados de

los actos circulatorios correspondientes de conformidad con lo previsto en los artículos 229 y 230 de esta Ley. Para el efecto, el C.N.V. emitirá normas de carácter general que establecerán los códigos de seguridad que deberán contener los registros electrónicos contentivos de los valores en cuenta. Podrán actuar como depositantes directos las bolsas de valores, las casas de valores, las instituciones del sistema financiero, los emisores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, los inversionistas institucionales y las demás personas que determine el C.N.V., mediante norma de carácter general. El depositante, sin necesidad de estipulación expresa, garantizará la autenticidad, integridad y titularidad de los valores. A partir de la entrega, es responsabilidad del depósito en cumplimiento de su deber de custodia y conservación de los valores, el garantizar la autenticidad de los actos de transferencia, gravamen o limitación que inscriba en los registros a su cargo.

En cuanto a los retiros, de acuerdo del Decevale, estos podrán ser retirados siempre que sobre ellos no hubiere operación pendiente de cumplir. La afectación del saldo siempre es en firme, en el mismo momento del ingreso de la transacción.

3.3.1.2 Custodia

Para el servicio de Custodia, el Depósito Centralizado contará con instalaciones de alta seguridad y contingencias: circuito cerrado de televisión, alarma contra incendio, humo, guardias de seguridad, acceso restringido. La Bóveda deberá contar con una puerta de ingreso controlada con combinaciones, llaves, control de tiempos de acceso, personal exclusivo y altamente capacitado responsable de la Bóveda.

El área operativa de Custodia tendrá secciones de: Recepción y Verificación de Valores, Ingreso de Información al Sistema, Digitalización de Documentos, Ingreso a Bóveda.

El Artículo 64 de la Ley de Mercado de Valores respecto a la titularidad de los valores nos indica que para los fines de toda operación con valores en custodia en un depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, se reputará como titular o propietario a quien aparezca inscrito como tal en los registros del depósito.

Entre las políticas de custodia de valores tenemos:

- Por razón del depósito de valores, Decevale S.A. se obliga con los depositantes a recibir los valores para su custodia, de conformidad con las respectivas operaciones celebradas y a restituirles los títulos que le fueron entregados o valores equivalentes, excepto cuando la entrega sea legalmente imposible.
- El acceso al área de custodia de valores de Decevale S.A. será permitido únicamente al personal autorizado.
- Los valores serán archivados de manera ordenada y sin riesgo de deterioro para los valores, contará con máxima seguridad tecnología de punta para la custodia y resguardo de los mismos.
- Para el depósito físico y control de los valores archivados en las bóvedas, se registrarán los datos de los valores en el sistema de cómputo preparado por Decevale S.A.
- Los títulos permanecerán en custodia bajo la responsabilidad del jefe de cada bóveda.
- Los títulos valores de renta fija se mantendrán en la bóveda hasta su vencimiento. Una vez que se haya realizado el



ejercicio de derechos, se podrán devolver al emisor dichos títulos debidamente cancelados.

- Los títulos valores de renta variable se mantendrán en la bóveda hasta que sean retirados por los motivos que se establezcan en los reglamentos correspondientes, previamente autorizados por la Superintendencia de Compañías, y cumpliendo los requisitos de Decevale. S.A.
- El depositante podrá retirar los títulos valores del área de Custodia de Decevale S.A. una vez transcurridos dos días laborables contados a partir de la fecha que solicitó el retiro de los mismos.
- Las Papeletas de Depósito y de Retiro de Valores se mantendrán archivadas en el área de Custodia por 180 días. Transcurrido este plazo serán enviadas al archivo general, donde permanecerán guardadas por el tiempo establecido en las leyes y reglamentaciones correspondientes, luego del cual serán destruidas.
- No podrán retirarse valores afectados con gravamen o medida precautoria.

- El retiro de valores depositados en Decevale S.A. se dará de conformidad con lo establecido en el Reglamento Interno de Decevale S.A., las resoluciones que para el efecto expida el Consejo Nacional de Valores y las normas que expida el Directorio de Decevale S.A., que deberán ser aprobadas previamente por la Superintendencia de Compañías.
- Si la restitución de los valores fuere materialmente imposible por hechos imputables a Decevale S.A., éste podrá adquirir valores equivalentes para su entrega al depositante. De no ser posible esta forma de restitución, Decevale S.A. deberá entregar al depositante el valor en efectivo correspondiente, de acuerdo al último precio de negociación de dichos valores.
- Decevale S.A. se encontrará en libertad para elegir el lugar de sus instalaciones en las que físicamente se archivarán los valores materia del depósito.
- Si como consecuencia de algún hecho fortuito o fuerza mayor Decevale S.A. quede imposibilitado de brindar la custodia en sus instalaciones, podrá hacerlo a través de cualquier otra institución que brinde este servicio.

- Decevale S.A. podrá igualmente guardar los valores materia del depósito en instituciones bancarias del exterior, cuando así lo solicite expresamente el depositante.

3.3.1.3. Certificaciones y Constancias



Otro de los servicios a brindar por el Depósito Centralizado es la emisión de certificados no negociables o constancias de las tenencias de los titulares para propósitos de negociación o de asistencias a juntas generales de accionistas.

El artículo 68 sobre la Emisión de certificaciones nos indica que El Depósito Centralizado, a solicitud del depositante, de la casa de valores que lo represente, de las Superintendencias de Compañías o de Bancos o por orden judicial, podrá extender certificados relativos a las operaciones realizadas. A solicitud del depositante o del titular podrá extender certificados relativos a los valores que tenga en custodia, los que tendrán el carácter de no negociables y en cuyo texto necesariamente constará la finalidad para la cual se extienden y su plazo de vigencia, que no podrá exceder de treinta días. En ningún caso podrán constituirse derechos sobre tales certificados. Los valores respecto de los cuales se emitan estos certificados quedarán inmovilizados durante el plazo de vigencia del certificado. En todos los



casos en que las leyes exijan la presentación de inexactitudes y retrasos en las mismas, la disposición arbitraria de los efectos depositados y, en general, las infracciones de los deberes legales y reglamentarios relativos al depósito, compensación, liquidación y registro, darán derecho a los perjudicados a reclamar al Depósito Centralizado la presentación de títulos, bastará el certificado conferido por el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores.

3.3.1.4. Sigilo Bursátil

El Depósito Centralizado no podrá dar información de los depósitos ni de las demás operaciones sobre las que guarda información. Sólo podrá dar esta información a los Depositantes respecto de los valores depositados por ellos y a los titulares respecto de sus tenencias. Se excluye de esto, los casos de mandato judicial y disposiciones de la respectiva Superintendencia y del Consejo Nacional de Valores.

3.3.1.5 Administración de Valores (Ejercicios de Derechos)

Tendrá a su cargo el vigilar el cumplimiento del ejercicio de derecho de los titulares:

- Cobro de dividendos en efectivo
- Cobro de dividendos en especie

- Cobro de cupones
- Amortizaciones

3.3.1.6 Compensaciones y Liquidaciones

Aplicación de las negociaciones realizadas en las Ruedas de las Bolsas de Valores. Se recibe la información y se disminuyen / aumenta los valores, se netea los requerimientos de efectivo. Interconexión con un sistema de pagos para la cancelación del efectivo.

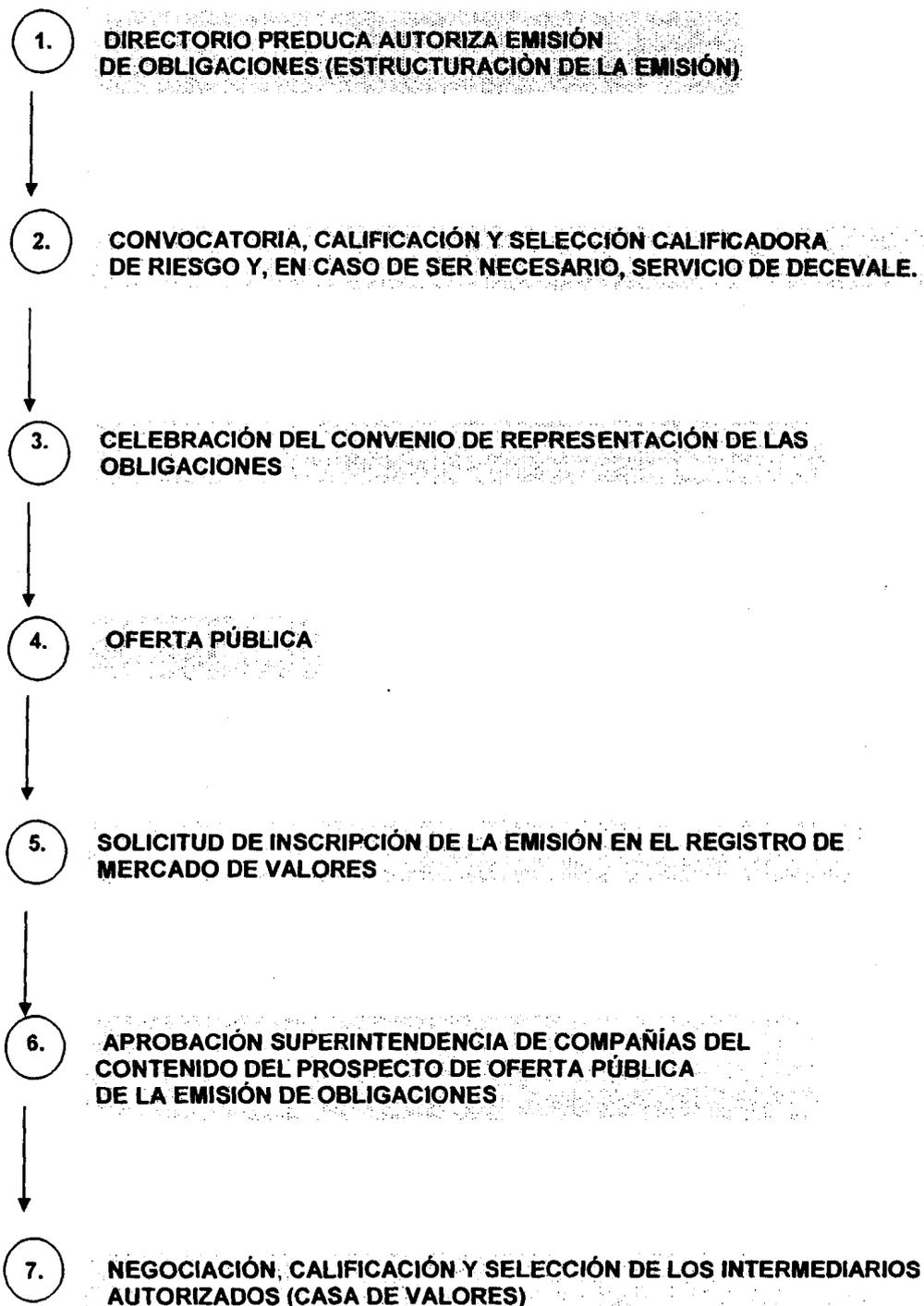
“ La utilización de los servicios del DECEVALE son un importante respaldo para la emisión de obligaciones como en el caso de PREDUCA. Este mecanismo es necesario tomarlo muy en cuenta sin excluir el respaldo que se consigue con el mecanismo de la FIDUCIA hace muy atractivo para los inversionistas. Actualmente el DECEVALE está siendo reformado por la Bolsa de Valores de Guayaquil con el firme propósito de mejorar este sistema para beneficio de los participantes en el mercado de valores ofreciendo agilidad, seguridad, confianza y transparencia en las emisiones y negociaciones posteriores.”

De acuerdo al artículo 72 de la mencionada Ley de Mercado de Valores, Normas para la compensación y liquidación.- El C.N.V.,

dictará las normas generales aplicables a los procesos de compensación y liquidación de los valores depositados.

El Artículo 73 respecto a la Liquidación del depósito.- En caso de disolución y liquidación del depósito, corresponderá a la Superintendencia de Compañías designar a la o a las personas que desempeñarán las funciones de liquidador, pudiendo encargársele al mismo depósito. La Superintendencia determinará si los valores depositados serán administrados temporalmente por el depósito en cuestión o por la persona que aquélla designe. En ningún caso dichos valores formarán parte del patrimonio en liquidación.

3.4 Trámite para emitir Obligaciones PREDUCA



3.5 Pasos para la emisión de Obligaciones - PREDUCA

La información aquí presentada fue obtenida a través de la Bolsa de Valores de Guayaquil, de acuerdo al Manual para la inscripción de emisores.

3.5.1 Preparación de la Emisión.-

3.5.1.1 Estructura de la Emisión

Preduca una vez que analizó el monto que necesita que le financien, decidió obtenerlo emitiendo Obligaciones, es decir, vía pasivo. Entonces procede a realizar los cálculos necesarios para encontrar el mejor camino de cómo le conviene emitir los títulos, y que flujo de efectivo será el más idóneo desembolsar en el futuro, tomando en cuenta la asesoría de alguna casa de valores. La misma que genera un costo que en la mayoría de los casos se encuentran incluidos dentro del servicio para realizar las gestiones y trámites posteriores, el tiempo aproximado en el desarrollo de este tipo de proyectos tiene una duración de 30 días si Preduca dispone de toda la información completa. (Los costos están dispuestos en el Anexo 3.1: Costos para una Asesoría de una Casa de Valores)

3.5.1.2 Obtener la Calificación de Riesgo

De acuerdo a la decisión de Preduca de emitir obligaciones, ésta está obligada por Ley a obtener una Calificación de Riesgo, la misma que

no es más que una opinión acerca de la capacidad de cumplir con los pagos de la deuda contraída.

La calificación de riesgo de Preduca debe de actualizarse al inicio y semestralmente según los requerimientos de la Ley, además esta calificación por lo regular demora 15 días en obtenerla si la empresa dispone de toda la información actualizada. (Los costos de una calificación de Riesgo están dentro del Anexo 3.2).

3.5.1.3 Contratación del Representante de Obligacionistas y el Agente Pagador

El siguiente paso que exige la Ley a Preduca es la contratación de un Representante de los Obligacionistas la que se hará cargo de velar por los intereses de los compradores del papel. También si Preduca considera imperioso y necesario la contratación de una empresa que se encargue del pago de los interés y/o capital a los tenedores de los papeles (obligaciones) puede suscribir un contrato con algún Agente Pagador (Costos anexos 3)

3.5.1.4 Impresión del Prospecto de Oferta Pública

Luego de la estructuración de la emisión, Preduca requiere reproducir los folletos informativos o PROSPECTOS DE OFERTA PÚBLICA,

donde constan las características de los títulos que en el caso de Preduca son las características de las obligaciones, información de la empresa, de la industria y del entorno de la misma. (Anexo 4).

El número necesario de prospectos dependerá de la difusión que Preduca requiere dar a la venta de las obligaciones, pero debe considerar que se debe enviar 3 ejemplares a la Superintendencia de Compañías y un número suficiente para las Bolsas de Quito y Guayaquil en vista que ellas deben entregar a cada una de las diferentes casas de valores.

3.6 Inscripción en el registro de Mercado de Valores.-

3.6.1 Cumplimiento de requisitos para la inscripción de los títulos (obligaciones) en el Registro de Mercado de Valores

Entre los requisitos que Preduca debe cumplir para el Registro del Mercado de Valores están el enviar carta a la Superintendencia de Compañías explicando la intención de realizar la oferta pública y de inscribirse como emisor. Adicionalmente se incluirá información general de la empresa, situación financiera, declaración de activos libres de gravámenes y de la no inhabilitación del Representante Legal de los Obligacionistas (anexo 5 y 6).

3.6.2 Aprobación de la Emisión y Autorización de Oferta Pública

Los Departamentos Jurídico y de Emisores de la Superintendencia de Compañías revisan la documentación entregada y si esta completa y no hay ningún hecho excepcional, toma no más de 15 días hábiles en aprobar la emisión y de esta manera aprobar la Oferta Pública. Una vez aprobada la oferta pública la Superintendencia de Compañías envía un comunicado al Representante Legal de la empresa, que ahora es el emisor y a la Bolsa de Valores indicando la aprobación en mención y en el Registro del Mercado de Valores.

3.6.3 Publicación de la Autorización de Oferta Pública

Cuando el Emisor reciba la Resolución de la Superintendencia de Compañías debe publicarlo por una sola vez en un diario de mayor circulación.

3.6.4 Pago de cuota de Inscripción al Registro de Mercado de Valores

Para el pago de la cuota de inscripción el emisor debe llevar una copia del diario donde publicó la Resolución, la que debe ser entregada al Departamento de Mercado de Valores de la Superintendencia de Compañías, y éste en cambio le entrega una orden para pagar la Cuota de Inscripción. Esta cuota se paga una sola vez para aquellas

empresas que no pertenecen al sector financiero y que equivale a US\$526 (200 UVC). Luego de cancelar este valor el emisor envía el recibo al Departamento de Mercado de Valores y ésta le entrega el número de inscripción.

3.7 Inscripción en la Bolsa de Valores

3.7.1 Cumplimiento de requisitos para la inscripción del emisor y los títulos en la Bolsa de Valores

La empresa envía una carta a la Secretaría General de la Bolsa de Valores solicitando la inscripción como emisor. Además debe enviar información general, y relativa a la situación financiera de la empresa (anexo 7). Cuando quien suscriba la solicitud sea el Representante Legal de la Casa de Valores Asesora, se adjuntará una declaración para la inscripción de los Emisores (anexo 8).

3.7.2 Aprobación de inscripción

Con la información enviada, si se cumplen todos los requisitos, la Bolsa aprueba la inscripción del emisor y de los títulos a ser emitidos en no más de 7 días, estableciendo además la fecha a partir de la cual se podrán negociar los títulos.

Dentro de ese lapso la Bolsa le pedirá a la Superintendencia una Certificación de que el Prospecto de Emisión presentado es igual al

presentado a la Superintendencia. Cabe anotar que una vez que el emisor es inscrito en bolsa debe pagar una cuota de Inscripción y en los siguientes años una cuota de mantenimiento anual, además de comprometerse a enviar cierta Información Periódica así como Información Continua (anexo 9).

3.7.3 Pago de Cuota de Inscripción a la Bolsa de Valores

Una vez que la Bolsa aprueba la inscripción, el Departamento de Tesorería le envía un Estado de Cuenta al nuevo emisor, indicándole el valor a pagar por concepto de Cuota de Inscripción, valor que será determinado en base al Patrimonio del Emisor (anexo 10).



3.8 Colocación de los Títulos

3.8.1 Selección de la Casa de Valores Vendedora

En este momento el Emisor debe elegir la Casa de Valores a través de la cual venderá sus nuevas obligaciones o acciones. Generalmente se elige la misma Casa de Valores que asesoró al momento de estructurar la emisión.

3.8.2 Venta de los títulos – obligaciones

El paso final es la venta de los títulos, con el dinero de esa venta el Emisor podrá financiarse. Cabe anotar que como en cualquier venta o



compra en el mercado de valores, se pagan dos comisiones sobre el valor de la transacción, una a la Casa de Valores vendedora y otra a la Bolsa de Valores (Anexo 11).

Finalmente, vale anotar que la Casa de Valores, además de venderla a través de la Bolsa de Valores, puede suscribir un contrato de Underwriting, mediante el cual ella misma le compra toda la emisión a parte al emisor.

IV. ANÁLISIS FINANCIERO HISTÓRICO

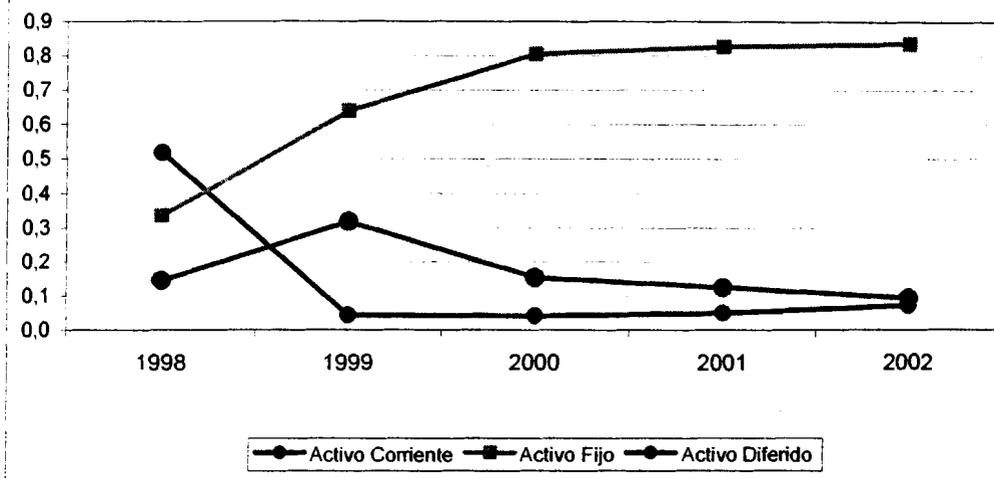
El análisis de los estados financieros es muy importante para la predicción del futuro desde el punto de vista del inversionista mientras que desde el punto de vista de la administración es útil como un mecanismo para anticipar las condiciones futuras, siendo lo más importante su uso en aquellas operaciones que pueden influir en el futuro.

4.1. Análisis de Balances Generales.

Si bien es cierto un *Informe Anual* es un reporte muy importante para los accionistas de una empresa, el cual contiene los cuatro estados financieros básicos (Balance General, Estado de Resultados, Estado de Utilidades Retenidas y Estado de Flujo de Efectivo). Dentro del presente estudio iniciamos un análisis de los Balances Generales de PREDUCA, documentos

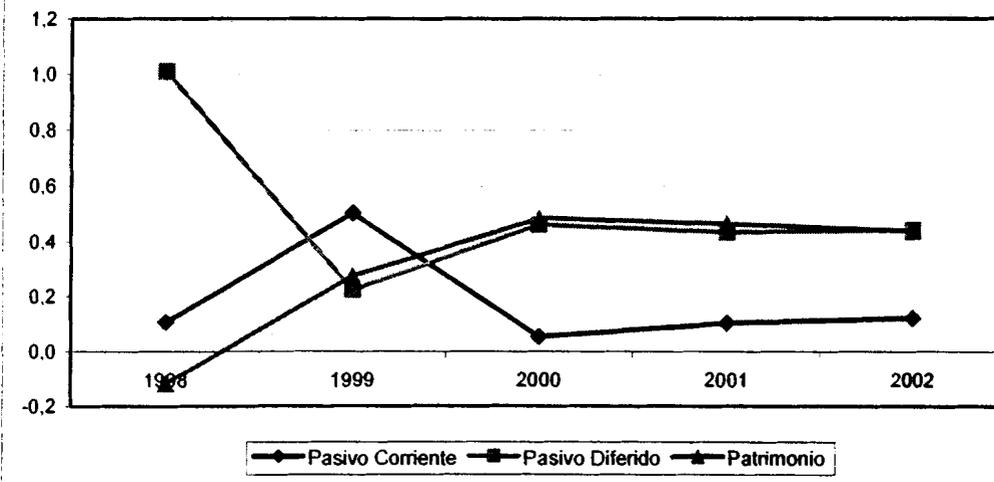
que nos permite visualizar la posición financiera de la empresa en mención a una fecha determinada.

**GRÁFICO 4.1 Balance General Preduca S.A.
Análisis Horizontal de Activos
Período 1998 - 2002**



FUENTE: PREDUCA - Elaborado por Autores

**GRÁFICO 4.2 Balance General Preduca S.A.
Análisis Horizontal de Pasivos
Período 1998 - 2002**



FUENTE: PREDUCA - Elaborado por Autores

La tendencia que se observa entre el año 1998 – 2000 en estos dos gráficos es básicamente lo sucedido por la crisis financiera que vivió el Ecuador, para los siguientes años se puede notar una tendencia hacia una estabilidad que se detallará en el análisis de los indicadores financieros durante este capítulo.

4.2 Principales Indicadores Financieros

4.2.1 Razones de Liquidez.-

El análisis de las razones de liquidez es una herramienta que nos muestra la relación que existe entre el efectivo de una empresa como Preduca con los activos circulantes (caja/banco, cuentas por cobrar, inventario, otros activos corrientes) con sus pasivos circulantes (prestamos bancarios, intereses por pagar, cuentas por pagar, matrículas y pensiones anticipadas).

Entre las razones de liquidez que analizamos son las siguientes:

TABLA 4.1 RAZONES DE LIQUIDEZ

**PREDUCA S.A.
INDICADORES FINANCIEROS**

RAZONES DE LIQUIDEZ	1998	1999	2000	2001	2002
AC / PC	4,89	0,09	0,78	0,48	0,59
(AC-INVENTARIOS) / PC	4,61	0,05	0,54	0,35	0,46
(AC-PC) / VENTAS	0,80	2,53	0,05	0,16	0,12
(AC-PC) CAJA / TOTAL	1.789.986,00	2.862.234,00	109.445,00	481.375,00	427.777,00
ACTIVOS	1%	-0,09%	0,98%	-0,09%	0,78%

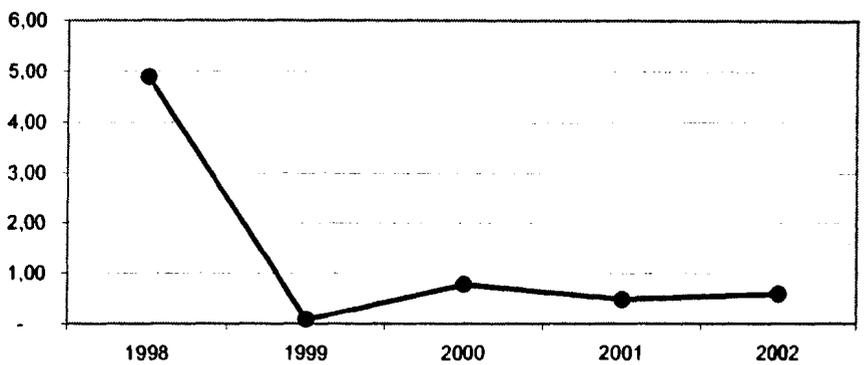
FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

4.2.2 Razón Circulante.-

De acuerdo a los indicadores de la figura 4.1 en el año 98 Preduca tenía una razón de liquidez de 4.89 veces, es decir, que el activo circulante podía respaldar 4.89 veces aquellos pasivos circulantes y que durante el año 99 disminuyó considerablemente a 0.05, debido principalmente a un préstamo bancario e hipotecario que Preduca requirió para contrarrestar las condiciones de crisis económica y política en la que el país se encontraba en aquella época. Ya en el

2000 el índice continuó su descenso debido al peso de la deuda contraída en año anterior.

GRÁFICO 4.3 RAZONES DE LIQUIDEZ
Activos Circulantes / Pasivos Circulantes

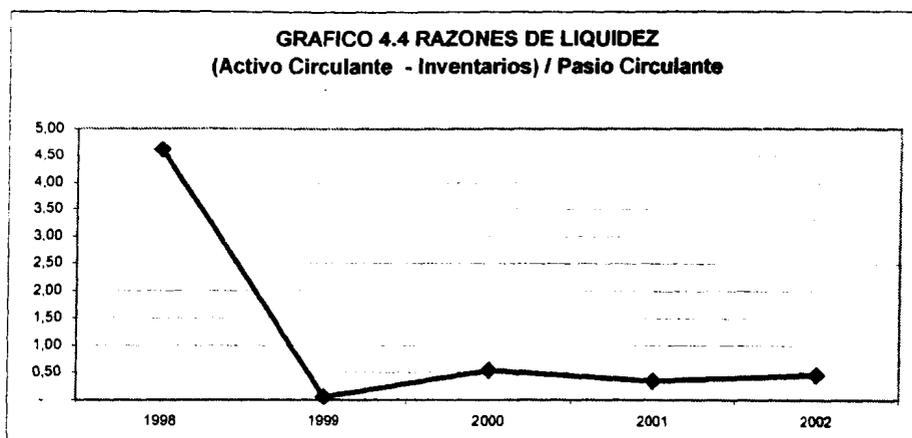


FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

4.2.3 Razón Rápida o Prueba Ácida.-

La capacidad de una empresa para liquidar en el corto plazo sus obligaciones sin basarse en la venta de los inventarios es importante.

Por lo tanto los inventarios son por lo general menos líquidos que los activos circulantes, lo que quiere decir que si existe la posibilidad de que la empresa incurra en pérdidas en caso de alguna liquidación.



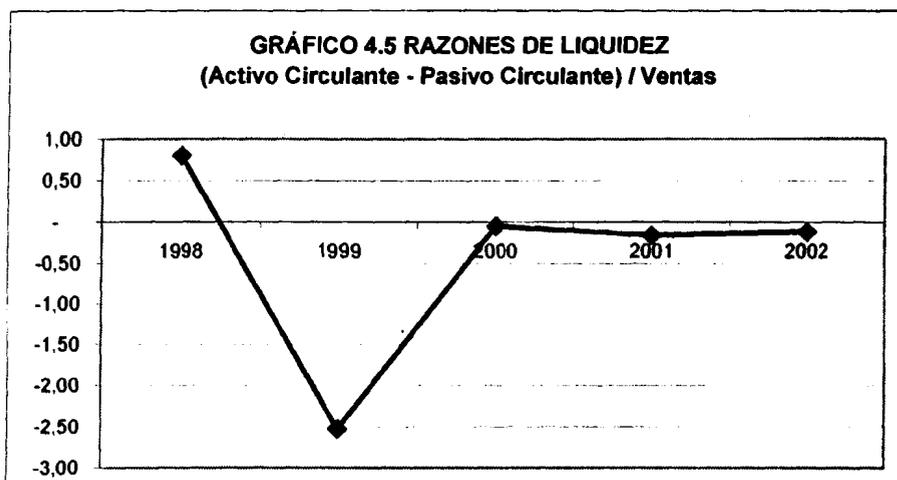
FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

El promedio de Preduca es de 4.89 para el año 1998, que luego fue de 0.09 y 0.054 para 1999 y 2000, reflejado principalmente por el incremento en los pasivos circulantes de 10.61% a 50.29% en el año 1999 y 2000 respectivamente.

En el año 1998 si Preduca hubiese cobrado sus cuentas por cobrar (\$2.036.420 equivalente a 46.90% del total del activo), podría haber liquidado sus pasivos circulantes (\$460.733.00 equivalente a 10.61% del total de pasivo) aún sin tener que liquidar su inventario (\$127.291.00 equivalente a 2.93% del total del activo).

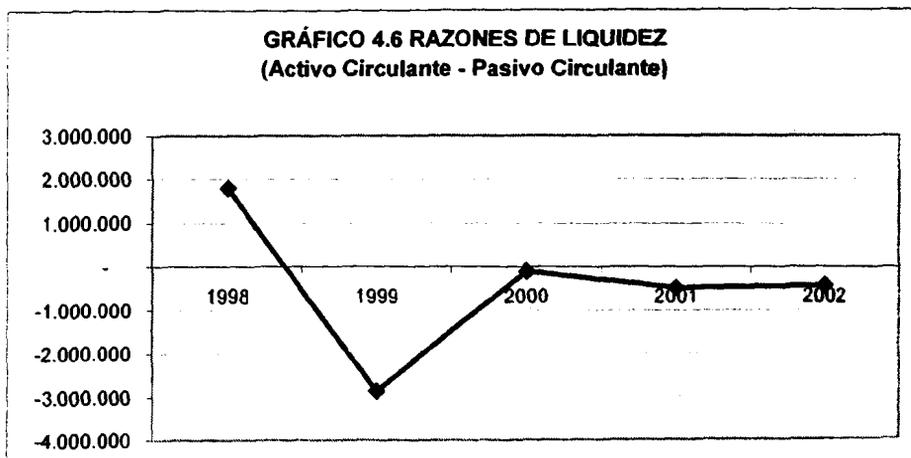
En 1999 y de acuerdo a su necesidad de ese entonces tuvo que incurrir en préstamos que luego a la conversión de dólares por efecto de la dolarización en el país, hizo que el peso de esa deuda se incremente mucho más las cuentas de los balances, que cambiaron de manera drástica. El inventario

disminuyó de 2.93% a 1.80%, y 1.26% en los años 98, 99, y 2000 respectivamente, mientras que las cuentas por cobrar para el 99 y 2000 fueron de 1.66% y 1.76%, y por último sus pasivos circulantes fueron del 50.29% al 5.31%. Esto quiere decir que Preduca para esos años hubiese tenido problemas para cubrir sus deudas afectando mucho a sus inventarios a pesar haber cobrado todas sus cuentas por cobrar, los inventarios hubiesen tenido pérdidas.



FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

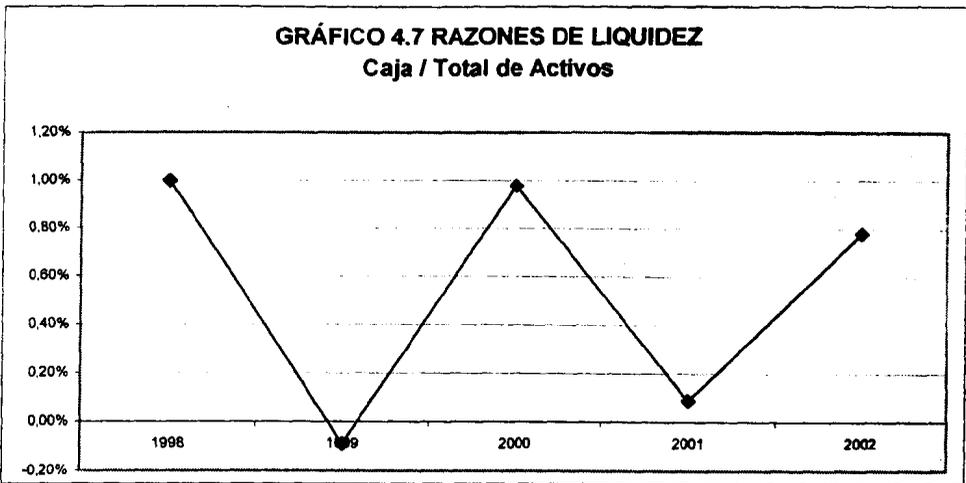
Relacionando el activo circulante menos el pasivo circulante dividiendo para las ventas nos muestra un comportamiento variable en los años 1999 al 2000. Los valores para el 1999 fue -2,53 subiendo a -0,05 en el 2000, en adelante este índice se ha mantenido en los rangos de -0,13 a -0,16 del 2001 al 2002. Esto muestra una tendencia de estabilidad respecto a este índice.



FUENTE: PREDUCA - Elaborado por Autores

Este índice de liquidez ha tenido un comportamiento hacia la estabilidad en los años 2000 -2003 debido principalmente a un escenario de no variaciones en el ámbito cambiario, sin olvidar la transición por efectos de las crisis de 1999 donde observamos un índice de -2.862.234 mientras que la tendencia para los siguientes años es de -481375 en el 2001, este índice negativo proviene sin lugar a duda del pasivo corriente que ascendía \$3.132155 1999, dentro de la cual el préstamo bancario era de \$2.514453 que sirvió para reducir el préstamo hipotecario de 1998 de \$4.79611 a \$1,387991 en 1999.

GRÁFICO 4.7 RAZONES DE LIQUIDEZ
Caja / Total de Activos



FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores



EL índice que nos muestra la relación entre la cuenta caja y el total de activos ha tenido un comportamiento variable debido principalmente a que se han hecho grandes inversiones en infraestructura incrementando el valor de terrenos de \$10.291 en 1998 mientras que en 1999 se incremento a \$2.532540. En cambio el flujo de la cuenta caja ha variado de \$43.236 en 1998 mientras que en el 2002 fue de \$67.641 motivado por los diversos compromisos cumplidos por Preduca.



4.2.3. Razón Rotación de Activos.- Este índice mide la efectividad con que la empresa utiliza su infraestructura, específicamente analizamos las ventas sobre los activos fijos netos. El siguiente cuadro nos muestra las variaciones de estos indicadores.



TABLA 4.2 RAZONES DE ROTACIÓN DE ACTIVOS

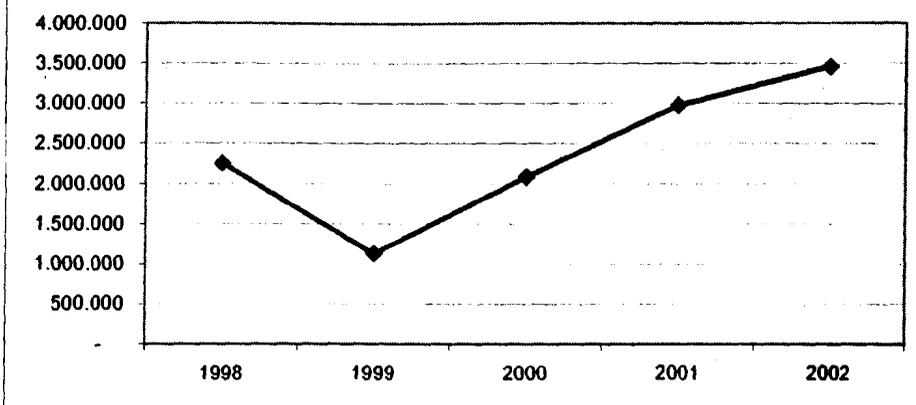
PREDUCA S.A.
INDICADORES FINANCIEROS

RAZON DE ROTACION DE ACTIVOS	1998	1999	2000	2001	2002
INGRESOS	\$2.246.938,00	\$1.131.095,00	\$2.086.781,00	\$2.972.407,00	\$3.452.661,00
INGR. VENCIDOS : INGR. A CREDIT ANUAL	\$2.246.938,00	\$1.131.095,00	\$2.086.781,00	\$2.972.407,00	\$3.452.661,00
CUENTAS POR COBRAR	\$2.036.420,00	\$103.234,00	\$163.382,00	\$408.195,00	\$408.195,00
ROTACIÓN POR CTAS X COBRAR : (a)/(b)	1,10	10,96	12,77	9,50	8,46
DIAS DE RECUPERACIÓN DE CARTERA: 365/(a)	331	33	29	38	43
ROTACIÓN DE ACTIVOS FIJOS: VTAS/A.F.NETO	1,54	0,28	0,28	0,4	0,48
VTAS / TOTAL ACTIVOS	0,52	0,18	0,22	0,33	0,40

FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

Para iniciar nuestro análisis consideramos conveniente apoyarnos en los siguientes gráficos.

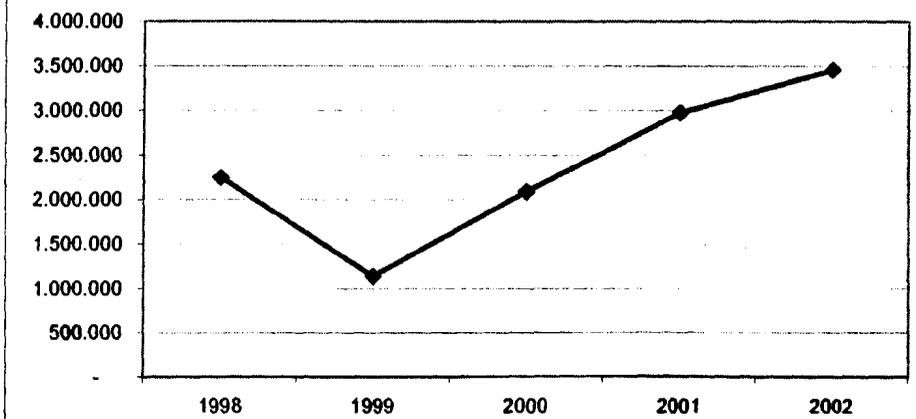
GRÁFICO 4.8 RAZÓN ROTACIÓN DE ACTIVOS
Ingresos



FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

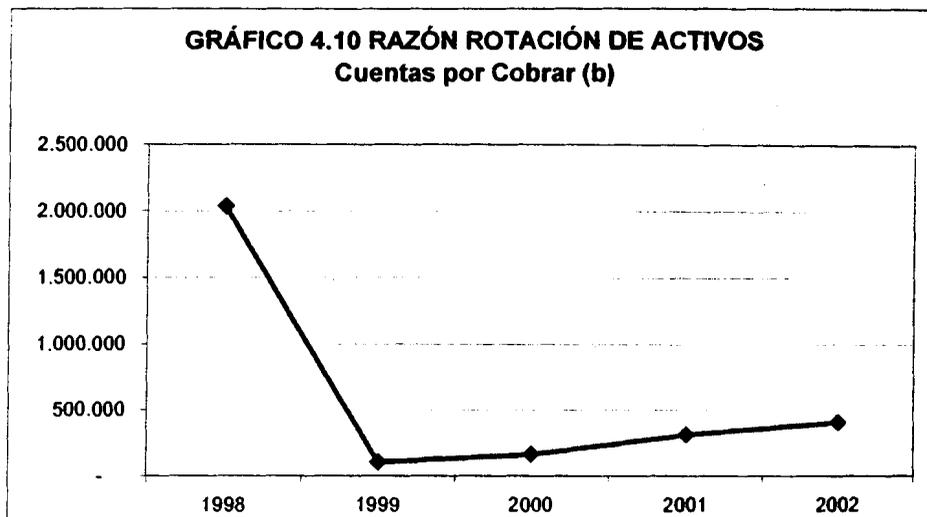
El comportamiento de los ingresos es normal, como corresponde a un negocio nuevo dentro de un mercado competitivo. Solamente el primer año sufrió una caída de aproximadamente 50% debido a la crisis ya mencionada.

GRÁFICO 4.9 RAZÓN ROTACIÓN DE ACTIVOS
Ingresos Vencidos (a): Ingresos a Crédito Anual

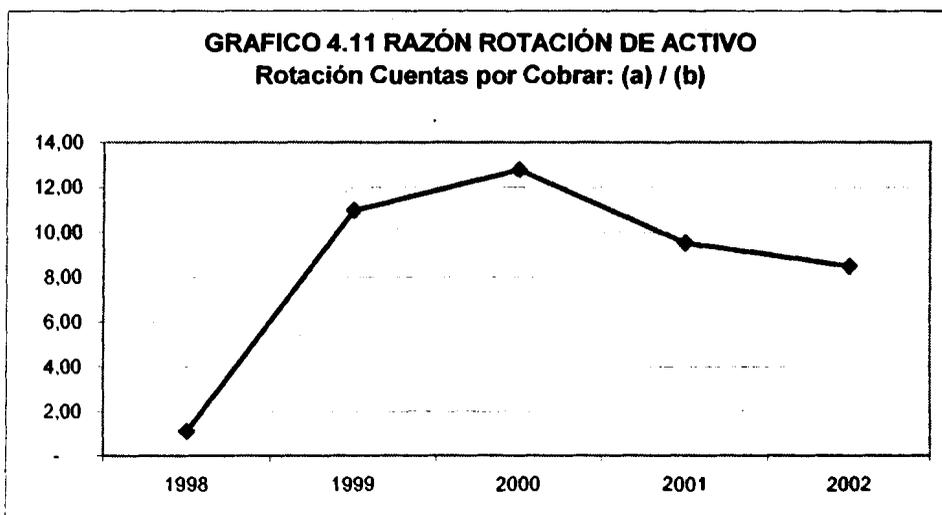


FUENTE: PREDUCA –Elaborado por Autores

El nivel de ingresos vencidos es similar al de los ingresos totales por haber un equilibrio en las cuentas mensuales de los dos rubros.

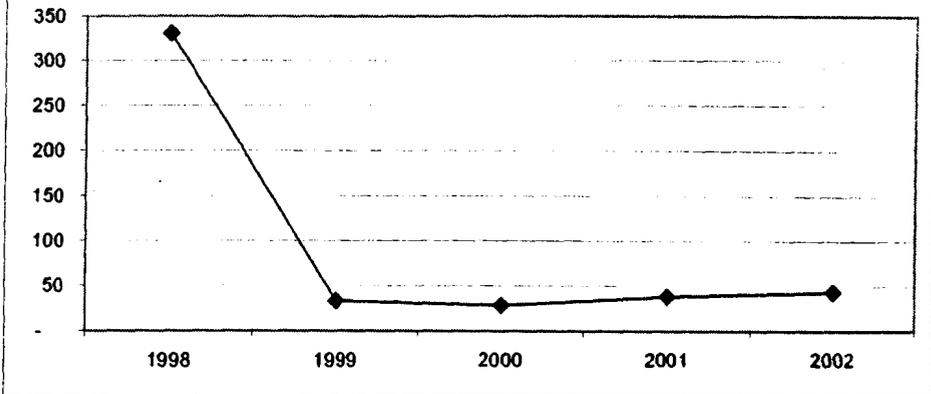


FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores



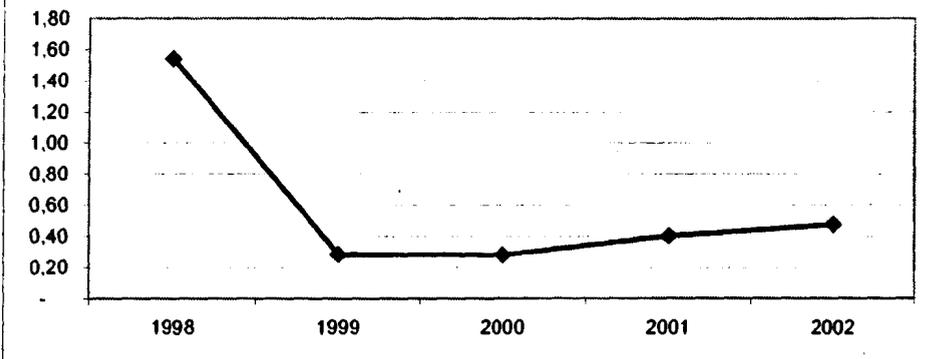
FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

GRÁFICO 4.12 RAZÓN ROTACIÓN ACTIVOS
Días de Recuperación de Cartera: 365 / (a)



FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

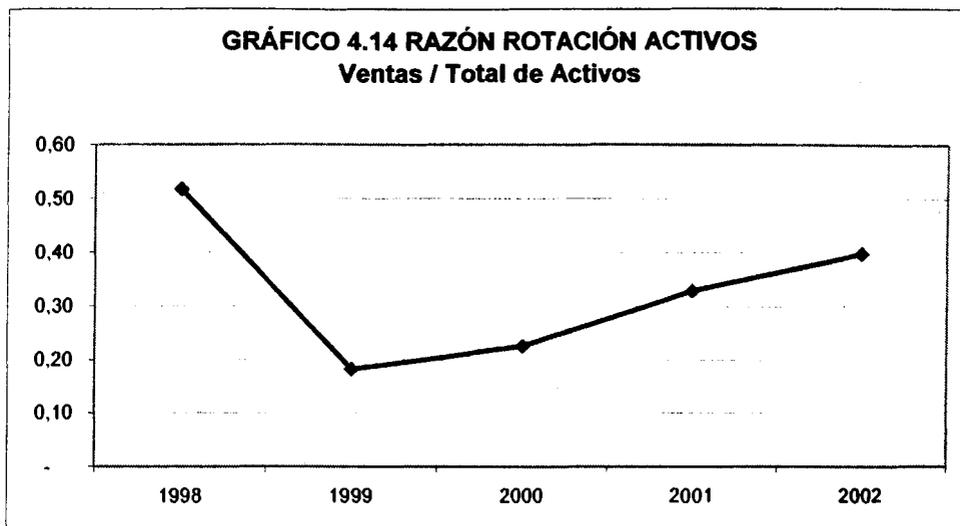
GRÁFICO 4.13 RAZÓN ROTACIÓN DE ACTIVOS
Rotación de Activos Fijos: Ventas / AFNeto



FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

El análisis de la rotación de los activos fijos se utiliza para evaluar la efectividad de su capacidad productiva en relación a sus instalaciones. Esta se calcula dividiendo las ventas totales sobre el valor de los activos fijos netos. El indicador en el año 1998 es de 1,54 , en los dos años posteriores es de 0,28 disminuyendo abruptamente debido al incremento de la inversión

en infraestructura de terrenos y edificios así como una disminución drástica en sus ingresos debido al proceso de ajuste macroeconómico.



FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

La rotación de los activos totales evalúa la efectividad de su capacidad productiva en relación a todos sus activos. Se calcula dividiendo las ventas totales sobre el valor total de los activos. Los indicadores están bien encaminados aunque la cifra 0,40 del año 2002 no llega todavía a equiparar la cifra de 0,52 del año 1998. Las mejoras de este índice van a sanear la situación financiera de la empresa. Sería conveniente evaluar la posibilidad de subarrendar o terciarizar los horarios libres de los activos totales a otra institución educativa o en su defecto elaborar nuevos planes comerciales para estos mismos horarios.

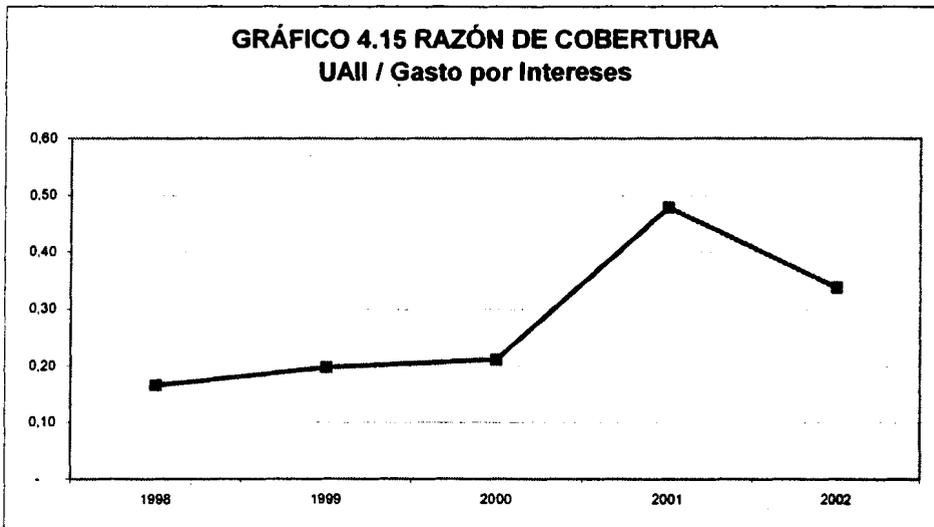
TABLA 4.3 RAZONES DE COBERTURA

PREDUCA S.A.
INDICADORES FINANCIEROS

RAZONES DE COBERTURA	1998	1999	2000	2001	2002
UAI / GASTO POR INTERESES	0,17	0,20	0,21	0,48	0,34
GASTOS FINANCIEROS / PASIVOS A L.P.		26,64%	74,39%	14,15%	15,28%
FLUJO DE EFECTIVO / GASTO DE INTERESES	0,17	0,20	0,21	0,48	0,34

FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

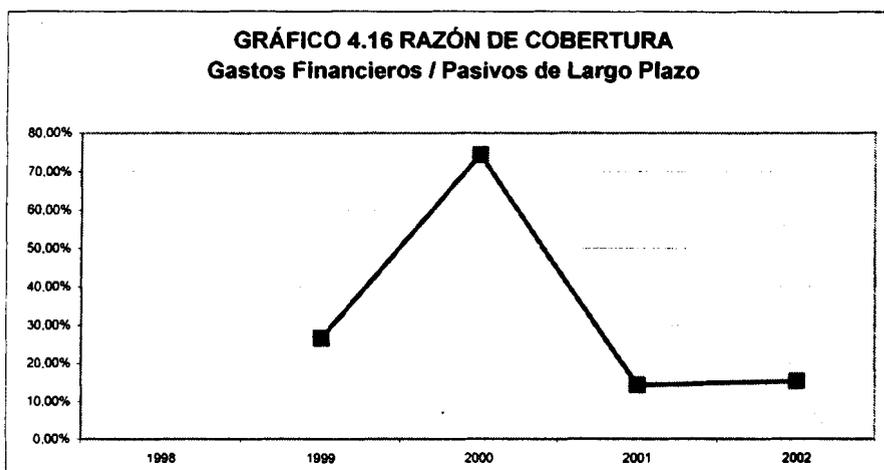
GRÁFICO 4.15 RAZÓN DE COBERTURA
UAI / Gasto por Intereses



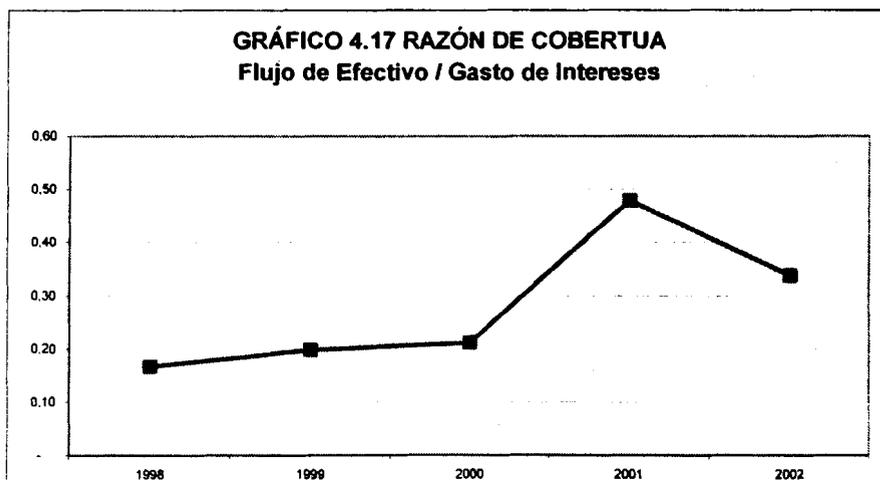
FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

Esta razón conocida como Razón de Rotación de intereses a utilidades sirve para medir la capacidad de la empresa para hacer frente a sus pagos de

interés y así evitar la bancarrota. Mientras más alta es la razón mayores posibilidades tiene la empresa para cubrir sus gastos de intereses sin dificultad. Además sirve como medida de capacidad de la empresa para contratar nueva deuda. En este caso la razón en el año 1998 Preduca cubre por cada dólar de interés solamente 17 centavos. En los tres años siguientes vemos una mejoría no significativa ya que bordea entre 25 y 35 centavos por cada dólar de interés.



FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores



FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

TABLA 4.4 ANÁLISIS DUPONT

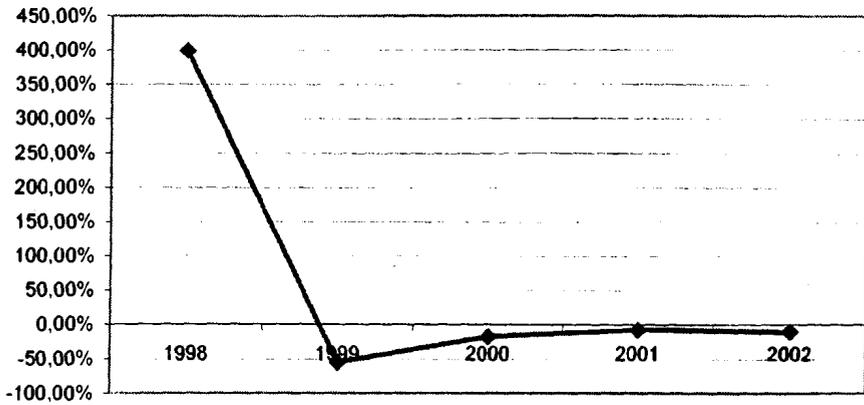
PREDUCA S.A.
INDICADORES FINANCIEROS

ANALISIS DUPONT	1998	1999	2000	2001	2002
RENDIMIENTO DEL CAPITAL: A * B * C	399,14%	-54,86%	-18,08%	-7,51%	-10,42%
UTILIDAD NETA / INGRESOS: A.- MARGEN DE UN	-89,58%	-82,78%	-39,01%	-10,61%	-11,47%
INGRESOS / ACTIVOS: B.- ROTACIÓN DEL ACTIVO	51,75%	18,16%	22,49%	32,89%	39,74%
ACTIVOS / PATRIMONIO: C.- MULTIPLICADOR DEL K	-8,61	3,65	2,06	2,15	2,29
RENDIMIENTO DEL ACTIVO: UN / ACTIVOS	-46,36%	-15,04%	-8,77%	-3,49%	-4,56%

FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

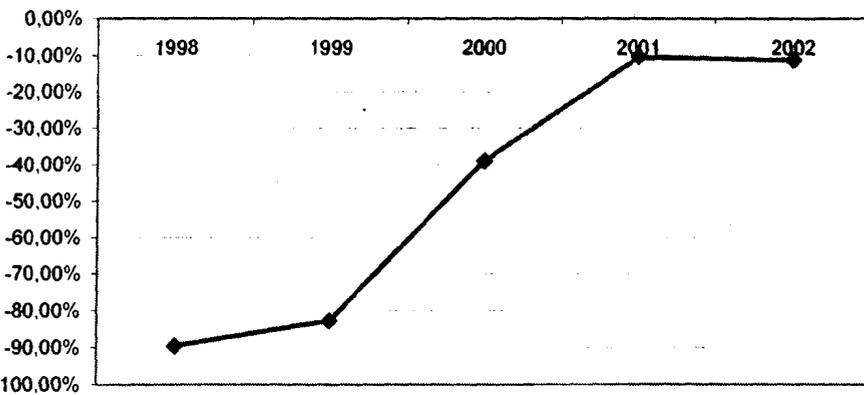
El análisis del rendimiento de capital está compuesto por varios índices, por lo que analizaremos a cada componente.

GRÁFICO 4.18 ANÁLISIS DUPONT
Rendimiento del Capital: $a \times b \times c$



FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

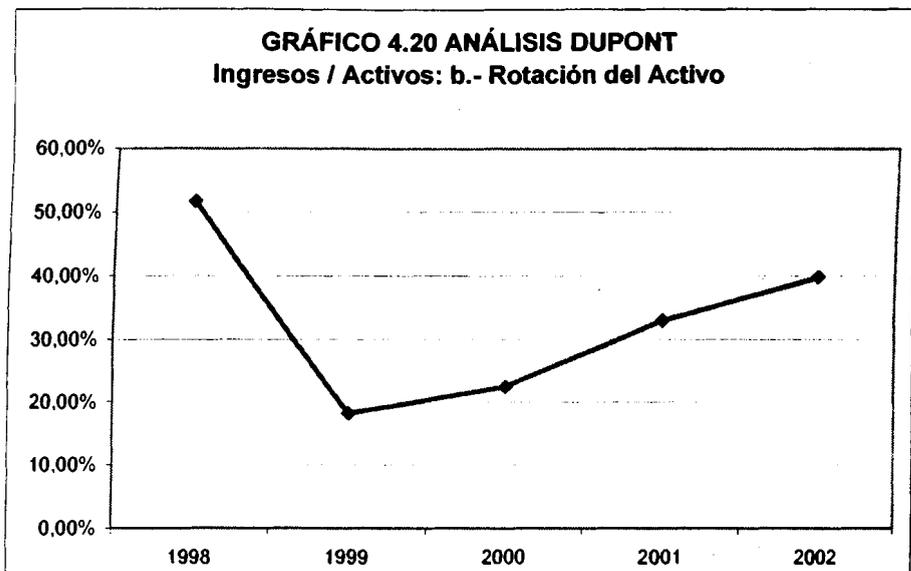
GRÁFICO 4.19 ANÁLISIS DUPONT
Utilidad Neta / Ingresos: a.- Margen de UN



FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

El margen de la utilidad neta ha tenido una mejoría en el transcurso del tiempo debido primordialmente a que los ingresos se han mantenido en un rango de los \$2.000.000,00 excepto en 1999 que tuvo un descenso hasta -

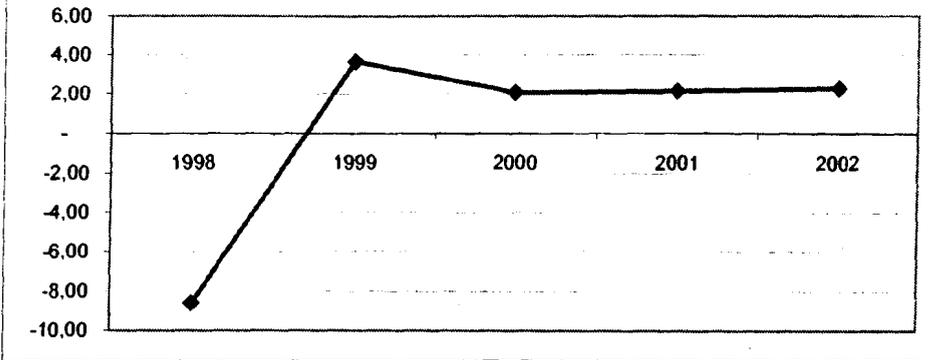
\$9.36.942 dólares, mientras que el comportamiento de la utilidad neta se ha dirigido a un desplazamiento hacia arriba, de -\$2.012.885 a -\$395.979,00



FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

La rotación del activo ha tenido una gran recuperación desde 1999-2002, la causa principal es la inversión en terrenos y edificios que hizo Preduca, en cambio, los ingresos para el mismo período ha tenido un descenso en el 1999 de \$1.131.095 en comparación con el año 1998. Pero para el año 2000 en adelante se ha incrementado sobrepasando los \$2.000.000,00.

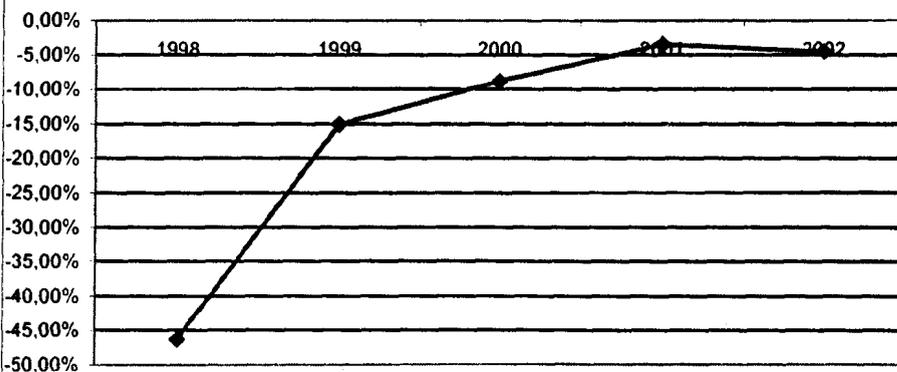
GRÁFICO 4.21 ANÁLISIS DUPONT
Activos / Patrimonio: c.- Multiplicador del K



FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

La relación entre el activo y patrimonio ha tenido un comportamiento de una casi estabilidad a partir del 2000 principalmente por el crecimiento de activos como terrenos y edificios.

GRÁFICO 4.22 ANÁLISIS DUPONT
Rendimiento del Activo: UN / Activos



FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

El rendimiento del activo también tiene un incremento a partir del 2000 ocurriendo lo mismo al anterior, la importante inversión que se ha hecho en terrenos y edificios. Si bien es cierto la utilidad neta es negativa es por el peso de la deuda contraída como préstamo que se cancela anualmente en la cuenta de gastos financieros.

4.3. Análisis de los Estados de Ingresos y Gastos de la empresa.

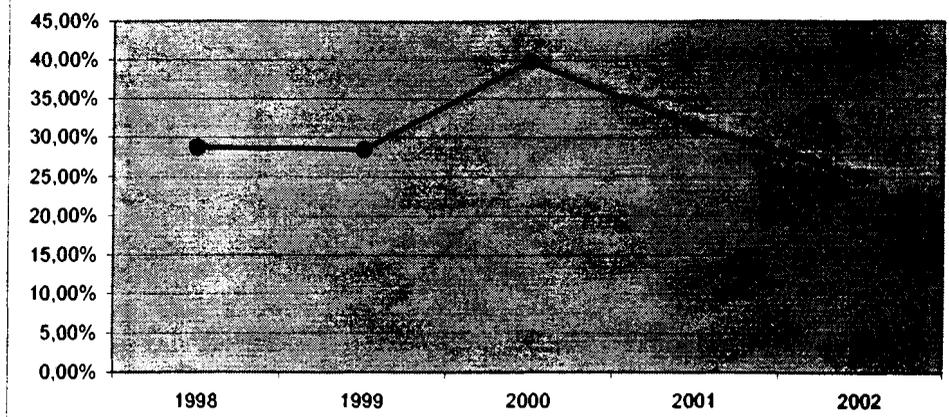
TABLA 4.5 RAZONES DE RENTABILIDAD

**PREDUCA S.A.
INDICADORES FINANCIEROS**

RAZONES DE RENTABILIDAD	1998	1999	2000	2001	2002
MARGEN BRUTO / INGRESOS	28,78%	28,46%	39,80%	31,25%	25,07%
UTILIDAD NETA / INGRESOS	-89,58%	-82,78%	-39,01%	-10,61%	-11,47%
RENDIMIENTO DEL ACTIVO: UN / ACTIVOS	-46,36%	-15,04%	-8,77%	-3,49%	-4,56%
RENDIMIENTO DEL PATRIMONIO UN / PATRIMONIO	399,14%	-54,86%	-18,08%	-7,51%	-10,42%
PODER GENERADOR DE GANANCIAS: UAII / ACTIVOS	9,25%	3,70%	2,35%	3,20%	2,32%
RENDIMIENTO DEL CAPITAL PAGADO	3066,74%	-327,56%	339,20%	131,41%	164,99%

FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

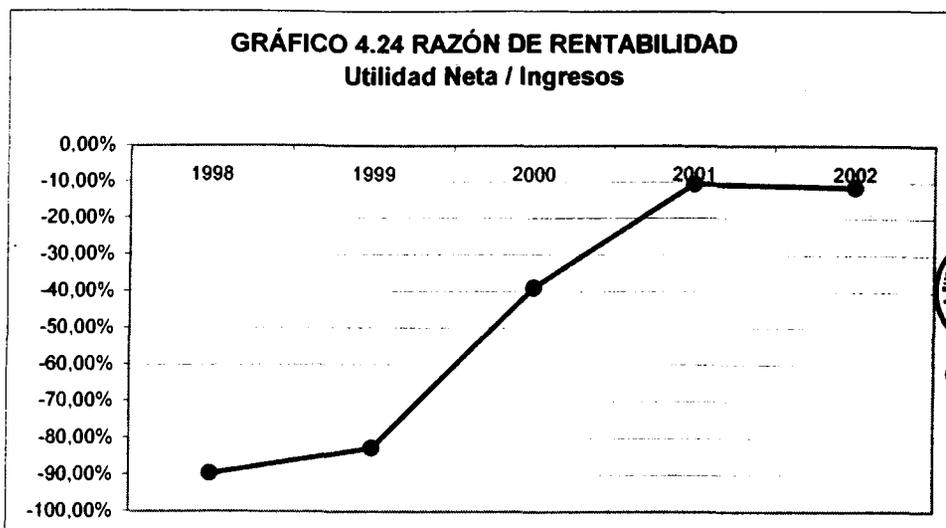
GRÁFICO 4.23 RAZÓN DE RENTABILIDAD
Margen Bruto / Ingresos



FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

Esta razón señala el porcentaje de utilidad obtenida sobre las ventas después de deducir los costos y gastos incurridos para brindar el servicio educativo. Podemos ver que es relativamente eficiente para fijar los precios y vender sus servicios por arriba de sus costos. Pues visualizamos un promedio de 30% de utilidad sobre sus ingresos correspondiente al análisis de los 5 años destacándose el año 2000 que obtuvo el 39.80% de utilidades.

GRÁFICO 4.24 RAZÓN DE RENTABILIDAD
Utilidad Neta / Ingresos



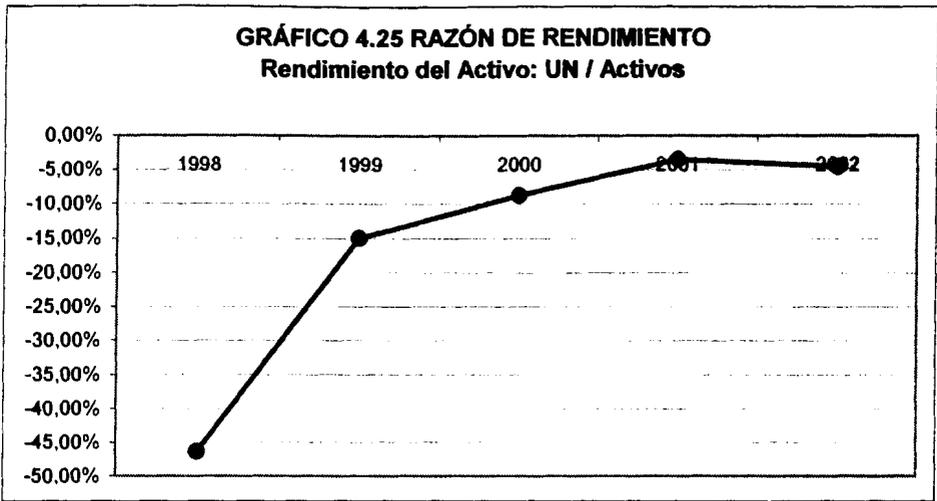
FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores



C

Esta razón es más específica que la mencionada anteriormente ya que toma en cuenta además de los gastos de producción, los gastos financieros y los impuestos a ser deducidos. Tomando en cuenta ambas razones, si el margen de utilidad bruta permanece sin cambio durante un período de cinco años, pero el margen de utilidad neta ha declinado durante este período, notamos que la causa es el gran porcentaje que representa los gastos financieros que se incurren en dicho préstamo hipotecario que viene arrastrando desde 1998. A pesar de esto, la razón de utilidad neta ha mejorado significativamente ya que la empresa ha sido capaz de cumplir con los pagos financieros dando lugar a resultados negativos del ejercicio cada vez menores.

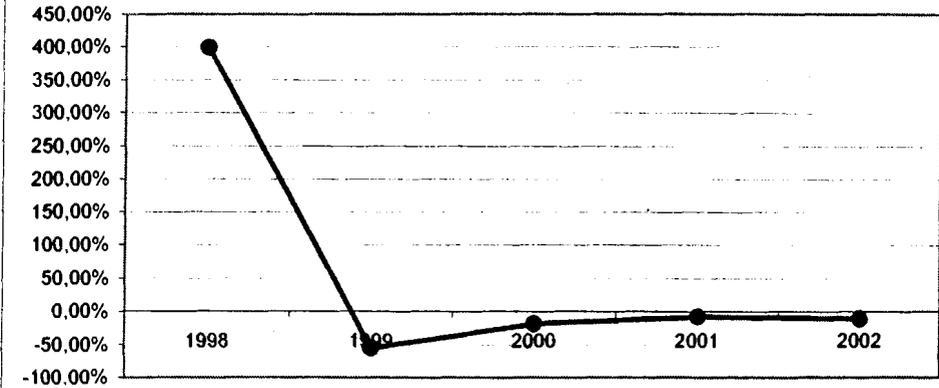




FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

4.3.1 Rendimiento sobre la inversión (ROA).- La razón de la utilidad neta después de intereses e impuestos a los activos totales mide el rendimiento sobre los activos totales. Básicamente el índice nos muestra un rendimiento negativo proveniente de la baja capacidad generadora de utilidades de la empresa añadiendo a esto el uso de deuda superior al 50% de sus activos. Ambos motivos son la causa de que sus utilidades netas sean significativamente bajas. En el año de 1998 presenta un rendimiento negativo del 46.36% alcanzando así en el año 2002 un rendimiento negativo del 11.47%.

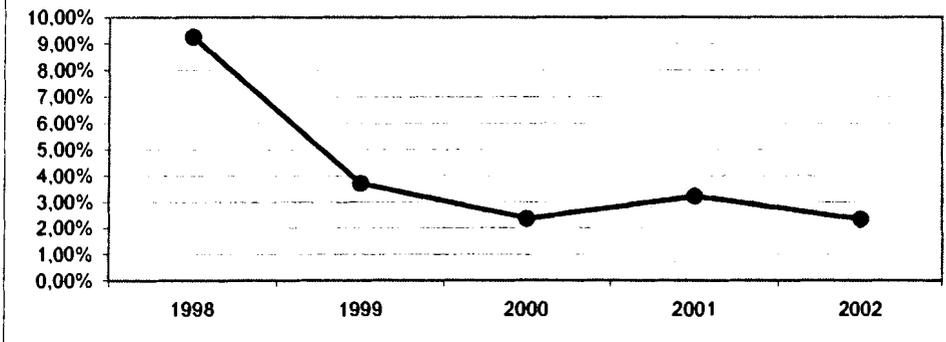
GRÁFICO 4.26 RAZÓN DE RENDIMIENTO
Rendimiento del Patrimonio UN / Patrimonio



FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

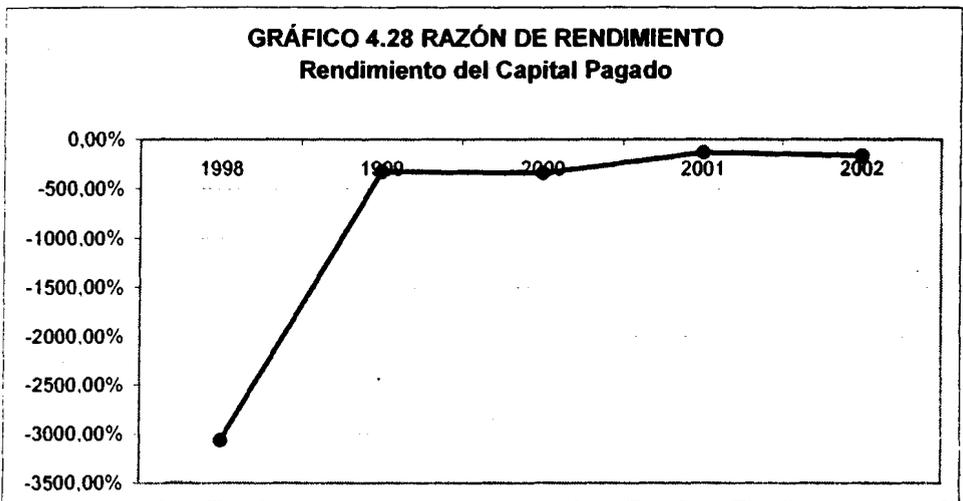
4.3.2 Rendimiento sobre el patrimonio (ROE).- La capacidad que tiene la empresa generando utilidades antes de los impuestos es medido por este índice.

GRÁFICO 4.27 RAZÓN DE RENDIMIENTO
Poder Generador de Ganancias: UAI / Activos



FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

4.3.3 Poder Generador de Ganancias: Esta razón muestra la capacidad de los activos de generar utilidades antes del efecto de los impuestos y del apalancamiento. En los cuatro últimos años ha alcanzado un promedio del 3,5 % sin lograr a equipararse a la del año 1998 en la cual presenta una razón de 9,25%, mostrando una mayor capacidad de generación básica de utilidades.



FUENTE: PREDUCA - Elaborado por Autores

4.4. Análisis de los Actuales Compromisos Financieros de la Empresa

TABLA 4.6 RAZONES DE APALANCAMIENTO

**PREDUCA S.A.
INDICADORES FINANCIEROS**

RAZONES DE APALANCAMIENTO	1998	1999	2000	2001	2002
PASIVOS / ACTIVOS	111,62%	72,59%	51,47%	53,55%	56,24%
PATRIMONIO / ACTIVOS	-11,62%	27,41%	48,53%	46,45%	43,76%
PASIVOS / PATRIMONIO	9,61	2,65	1,06	1,15	1,29
MULTIPLICADOR DEL K	8,61	3,65	2,06	2,15	2,29

FUENTE PREDUCA – Elaborado por autores

Entre los acreedores de la deuda a largo plazo encontramos al Banco del Pichincha, Banco de Guayaquil e IBM. A continuación se detalla la composición de la deuda a Diciembre del 2001:

TABLA 4.7 FINANCIAMIENTO PREDUCA

FORMA DE FINANCIAMIENTO		VALORES USD
<i>B. Pichincha</i>	Al 14% de interés con vencimientos trimestrales hasta diciembre del 2010 (Hipoteca Abierta)	US\$ 3,753,276
	Intereses refinanciados con el B. Pichincha hasta el 2003	US\$ 521,441
<i>B. Guayaquil</i>	Al 7% de interés con vencimientos anuales hasta diciembre del 2007	US\$ 90,000
<i>IBM</i>	Al 16% de interés con vencimientos mensuales hasta abril del 2002	US\$ 10,825
SUBTOTAL		US\$4,375,541
	Vencimientos corrientes	US\$ 39,746
	Interés por pagar a corto plazo	US\$ 423,900
	Deuda a largo plazo	US\$3,911,895

FUENTE PREDUCA – Elaborado por autores

Un detalle de los vencimientos por año es:

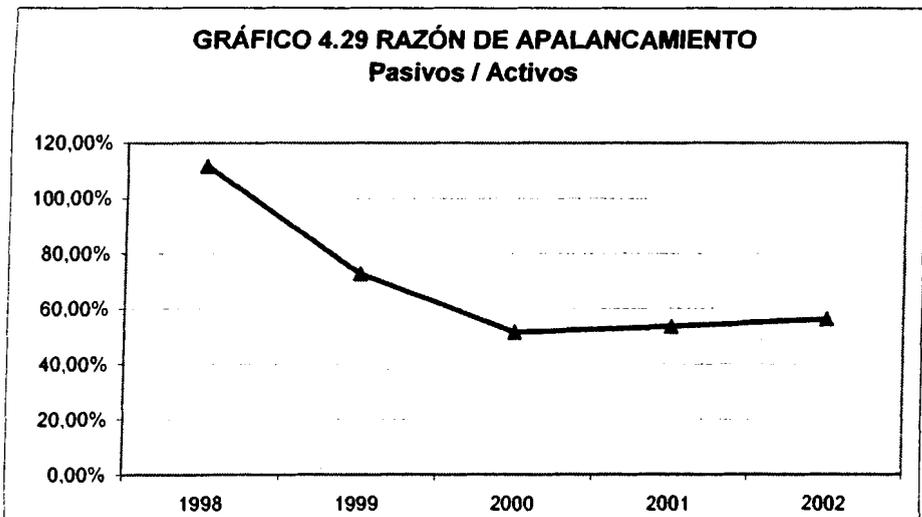
TABLA 4.8 FINANCIAMIENTO PREDUCA

AÑOS	US\$
2002	492,136
2003	320,274
2004	331,384
2005	379,562
2006-2010	2,880,675

FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

La obligación del Banco de Pichincha está garantizada con hipoteca abierta de terreno por un monto de US\$ 3,724,000.00.

GRÁFICO 4.29 RAZÓN DE APALANCAMIENTO
Pasivos / Activos

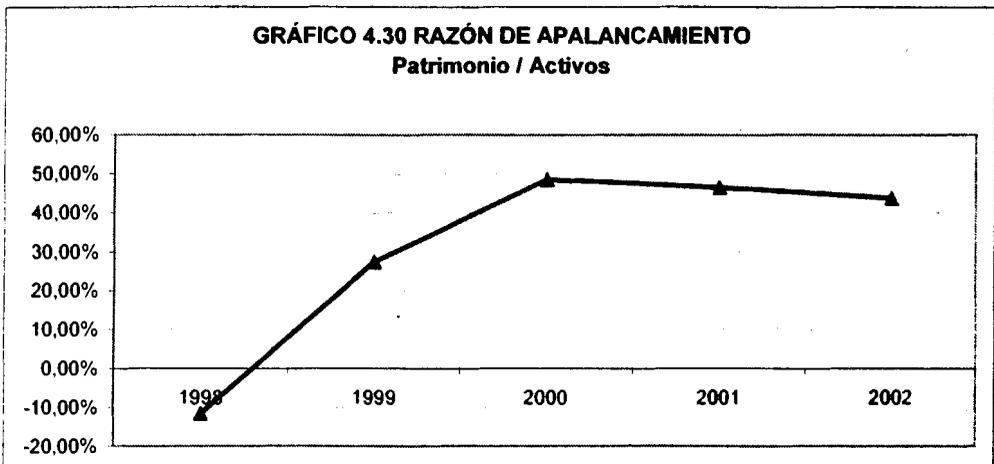


FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

El índice de apalancamiento es el porcentaje de los activos que está respaldado por financiamiento con deuda, de corto, mediano o largo plazo.

Lo calculamos dividiendo el total de pasivos sobre el total de activos.

En el año 1998 el 111.62% de sus activos están financiados con deuda. En los años 1999 y 2000, vemos una disminución al 72.59% y 51.40% respectivamente, lo que demuestra una mejora radical del riesgo financiero.

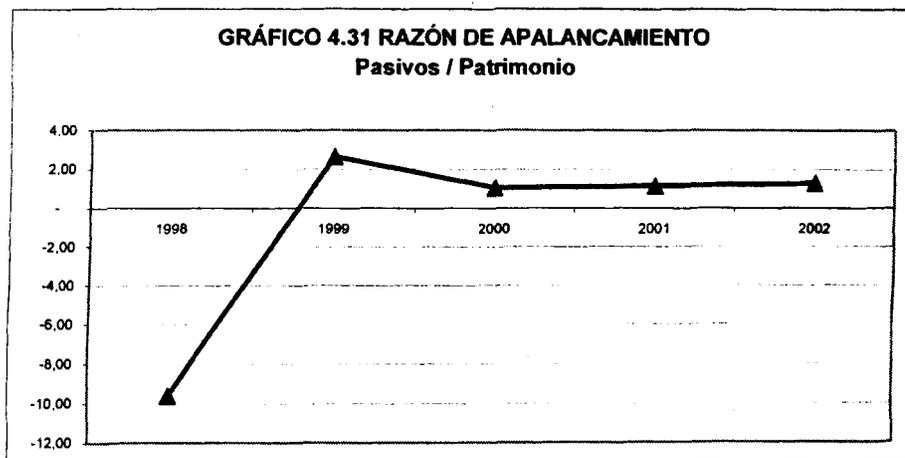


FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

La relación patrimonio sobre los activos totales es un índice de apalancamiento similar al anterior, pero con virtudes inversas. Es el porcentaje de los activos que está respaldado por patrimonio.

Lo calculamos dividiendo el total de pasivos sobre el total de activos.

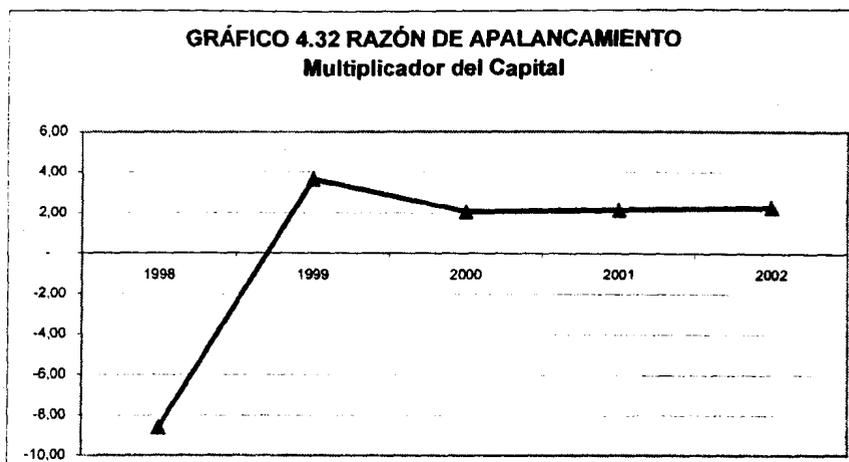
La mejora del patrimonio desde el -11,62% de 1998 al 27,41 y 48,53 en el 1999 y 2000 respectivamente demuestra una mejora en el manejo de las deudas de corto plazo que tenían afectado la relación patrimonial con los activos.



FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

La relación pasivo sobre patrimonio nos indica que cantidad de la deuda empresarial no utiliza dinero prestado de terceros o financiamiento externo, es decir que se financia internamente de los fondos de los accionistas.

En el año 1998 la carga financiera de la empresa estaba sobre las cuentas del patrimonio en -10%. Afectando directamente la relación entre los accionistas y los administradores de la empresa. Desde el año 1999 en adelante la carga financiera se traslada hacia las instituciones financieras totalmente.



FUENTE: PREDUCA – Elaborado por Autores

La realidad de esta empresa en cuanto a su apalancamiento la mostramos en este capítulo, lamentablemente podemos dar cuenta que la crisis financiera del país hizo que su deuda crezca de una manera considerable, por ello es el gran apalancamiento que tiene con instituciones financieras privadas. Aunque Preduca tiene ingresos excelentes por matriculas y pensiones, es absorbida por esta deuda. Por eso es muy importante la herramienta que estamos planteando con este estudio, para ello en los siguientes capítulos se tratará acerca de los costos de la misma.

V. ESTIMACIÓN DE COSTOS PARA UN PROCESO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES

En este capítulo analizaremos la variable de costos, variable que en muchos casos podría incluso evitar la viabilidad de una emisión de obligaciones, razón por la cual es de crucial importancia su estudio al momento de estructurar la mencionada emisión. Dependerá de los resultados obtenidos el que las Obligaciones de PREDUCA S.A. puedan poseer diferentes características especiales que agreguen valor, y resulten mayormente atractivas al inversionista al momento de escoger donde invertir su dinero.

Al participar en el mercado bursátil, debemos tomar en consideración que a partir de ese momento la empresa se compromete a hacer pública la información corporativa, financiera para el conocimiento de todo el mercado permitiendo así alcanzar los principios esenciales del mercado bursátil, la transparencia. Los inversionistas disponen de información confiable,

oportuna y completa logrando obtener la situación actual de la empresa en un determinado período y conjugando con las diferentes circunstancias susceptibles de afectar la negociación de las obligaciones.

Toda empresa que desee incursionar en el mercado bursátil incurre en costos previo a la negociación de obligaciones tales como cuotas de inscripción y mantenimiento con las entidades bursátiles, asesoría para la estructuración de obligaciones, obtención de calificaciones de riesgo tanto de la empresa como tal y de sus obligaciones, comisiones del agente pagador y de otras entidades que en su defecto pueden ser alternativas a escoger para obtener un monitoreo y cumplimiento del pago de sus obligaciones y dar al inversionista credibilidad a su cumplimiento. A continuación se detalla los siguientes costos:

**TABLA 5.1
COSTOS INICIALES EMISIÓN DE OBLIGACIONES**

PREPARACIÓN DE LA EMISIÓN	
COMISIÓN ASESORIA CASA DE VALORES	0,5% - 1%
CALIFICACIÓN DE RIESGO INICIAL	1% - 4000
CALIFICACIÓN DE RIESGO REVISIONES	1,5% - 500
AGENTE PAGADOR	0,1%
DECEVALE	0,2%
FIDUCIA	\$9500
PROSPECTO	\$1500,00 - \$2000,00
REPRESENTANTE OBLIGACIONISTAS	\$500,00
GASTOS NOTARIALES E IMPRESIONES	\$1500,00 - \$2000,00
INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO DE MERCADO DE VALORES	
CUOTA	0,1%
INSCRIPCIÓN EN BOLSA DE VALORES	
CUOTA	\$950,40
COLOCACION DE TITULOS	
COMISIÓN DE COLOCACION CASA DE VALORES	1%
COMISION BVG	0,1%

FUENTE: BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL – Elaborado por Autores

5.1 Comisión por Asesoría de una Casa de Valores

Una Casa de Valores debe estar legalmente autorizada para operar en el Mercado de Valores.

La asesoría de una casa de valores consiste en:

- Asistir en el proceso de definición de las características de la emisión.
- Asistir en el proceso de calificación de riesgo de la emisión.
- Coordinar el proceso de emisión hasta su inscripción.
- Colocar la emisión.
- Apoyar en el mantenimiento de la emisión.

La asesoría para estructurar una Oferta Pública (prospecto) es de libre contratación, pues varía de acuerdo a la casa de valores a la cual se va a solicitar los servicios de asesoría. El costo gira alrededor de \$10,000 dólares. Otras cobran según el plazo y monto que se va a emitir un porcentaje entre 0,5% y 1%. Además se cobrarán los gastos notariales y las impresiones de los papeles. *(Ver Anexo 1: Costos de una Asesoría de una Casa de Valores)*

5.2 Calificación de riesgo inicial y revisiones

Si la empresa decide emitir obligaciones estará obligada por la Ley a obtener una calificación de riesgo por cada emisión y una actualización de la misma por cada semestre siguiente, que no es más que una opinión acerca de la solvencia y capacidad de pago que tiene el emisor para enfrentar sus compromisos. Esta opinión se resume en la asignación de categorías de

riesgo, definidas por el Consejo Nacional de Valores. Dicha asignación se basa en el estudio del nivel de endeudamiento y los calces de plazo y monto del emisor, rentabilidad de la institución; y además la categoría según las características propias de las obligaciones.

La calificación de las obligaciones se efectuará de acuerdo a la información proporcionada por el emisor según requerimiento de la Calificadora.

Los estados financieros preparados de acuerdo a principios contables generalmente aceptados y conforme a las normas contables deben proporcionar información válida de tal manera que no conduzcan a resultados erróneos respecto de una calificación.

5.2.1 Categorías de Calificación del Emisor

Según los resultados de la capacidad de pago del emisor, se encasillará a la empresa emisora en una de las siguientes categorías:

Categoría A

Cuando la empresa no tiene signos de insolvencia, los riesgos que se presentan son considerados moderados y su capital contable no está comprometido por significativas pérdidas sin respaldo. La institución no recibirá esta categoría si:

- Su compromiso patrimonial es superior a 5%
- Presentó pérdidas en el ejercicio anterior al año en curso y del ejercicio en curso.
- Mantiene un nivel de endeudamiento con relación al capital y reservas superior a 17 veces.
- Durante los 12 últimos meses la institución ha sido sancionada con multas por incumplimiento de normas legales.

Categoría B

Cuando la institución hace frente a riesgos superiores a los normales o incumplen las normas legales, pero que éstas pueden ser superadas en el corto plazo sin afectar a su solvencia.

Categoría C

Cuando la institución presenta problemas patrimoniales que deben ser superados en el mediano plazo, o bien los riesgos son excesivos que pueden provocar la insolvencia de la empresa y que será necesario que la junta de accionistas acuerde un aumento de capital con el fin de seguir en el funcionamiento normal de la institución o empresa.

Categoría D

Cuando la situación de la institución se enfrenta a un estado de franca insolvencia durante el corto y mediano plazo, y que podría verse obligada a llamar a convenio a los accionistas y declararla en liquidación.

Categoría E

Cuando no contamos con la información suficiente para determinar la situación de la empresa.

5.2.2 Calificación de Obligaciones de Oferta Pública

Las categorías de calificación se basan en lo establecido por el Consejo Nacional de Valores.

AAA.- Esta categoría indica que las obligaciones presentan una capacidad de pago del capital y los intereses en los plazos y montos acordados, además presentan un riesgo moderado que no compromete los valores de la compañía.

AA.- Corresponde a los valores cuyo emisor es financieramente muy sólido con antecedentes favorables y no

presente debilidades. Su riesgo aunque bajo, no es tan favorable como el de las instituciones de categoría AAA.

A.- Corresponde a los valores cuya institución tiene un historial financiero sólido. Pueden presentar debilidades menores pero son problemas pequeños.

BBB.- Valores correspondientes a un emisor que es conocida como una buena deudora. Sus debilidades en ciertas áreas no son críticas y manejables en el corto plazo.

BB.- Valores correspondientes a un emisor sujeto a crédito sin serias deficiencias, aunque sus estados financieros revelan al menos un área crítica que impide otorgarle una calificación más alta. Tienen menor capacidad de superar imprevistos que los de arriba mencionados.

Los valores presentan una buena capacidad de pago de capital e intereses aunque el emisor ha asumido algunos riesgos superiores a los normales pero que los problemas presentados pueden ser solucionados en el corto plazo.

B.- Valores cuya emisora es considerada como una institución de crédito aceptable y presenta deficiencias de importancia.

C.- Valores correspondientes al emisor que presenta estados financieros evidentemente débiles, originada por la calidad de sus activos o una pobre estructura de su balance. Existe un significativo nivel de incertidumbre y vulnerabilidad hacia el futuro.

D.- Valores correspondientes al emisor que presenta grandes debilidades y dificultades de captación de recursos o de liquidez. Existe un significativo nivel de incertidumbre acerca de su capacidad de resolver problemas adicionales.

Según la compañía calificadora de riesgo que se vaya a elegir, difieren los costos. Los honorarios a cobrarse se basan en el monto a emitirse o en una tarifa fija. Un valor variable fluctúa entre \$3,000 y \$4,000 y un porcentaje del 1,5% sobre el monto por concepto de actualizaciones semestrales. Otra modalidad es cobrar un valor fijo alrededor de \$4,000 por calificación inicial y \$500 por cada actualización semestral. Valores aproximados que serán incluidos dentro del rubro de costos fijos dentro de la emisión de obligaciones de PREDUCA S.A. (*Ver Anexo 2: Costos de una Calificación de Riesgo*)

5.3 Representante de los Obligacionistas

Es la persona jurídica especializada que representa a los tenedores de deuda en la adecuada protección de sus intereses. Sus funciones son:

- Verificar e informar acerca del cumplimiento de las obligaciones contraídas en el contrato de emisión.
- Velar por el pago equitativo y oportuno a los obligacionistas.
- Convocar a la Asamblea General de obligacionistas para resolver temas propios de su función o presentar su informe de gestión.
- Representar judicialmente a los obligacionistas.

Preduca y el representante legal de los obligacionistas firmarán un convenio en el cual se encargará de defender los derechos de los obligacionistas, desde la emisión hasta el pago total de las obligaciones.

La inscripción de estos convenios se basa en la escritura pública de emisión y la indicación de los nombres, apellidos nacionalidad o denominación del representante legal de los obligacionistas, direcciones domiciliaria y postal, teléfono y telefax, debidamente inscrita en los registros correspondientes.

El costo está entre 500 y 1000 por cada semestre. *(Ver Anexo 3: Costo de un representante de obligacionista y un agente pagador)*

5.4 Agente Pagador

Un agente pagador es una institución financiera controlada por la Superintendencia de Bancos. Sus funciones son:

- Realizar los pagos de vencimientos, tanto de capital como cupones de interés, sujeto a disponibilidad de fondos.
- Llevar registro y archivo de los documentos correspondientes al pago de intereses y capital.

Los inversionistas acudirán al agente pagador o banco para hacer efectivo las amortizaciones correspondientes al período de vencimiento de capital e intereses de las obligaciones. El agente pagador cobrará una comisión al emisor de un porcentaje de 0,1% sobre el valor pagado. *(Ver Anexo 3: Costo de un representante de obligacionista y un agente pagador)*

5.5. Prospecto

Una vez estructurada la emisión, se procede a armar el prospecto que no es más que un folleto en la cual contiene la información de las características de la emisión de obligaciones, además de la información general, económica-

financiera de la empresa, de la industria y el entorno. (*Ver Anexo 4: Información a incluir en un prospecto de oferta pública de obligaciones*)

5.6 Costo de Inscripción en el registro del Mercado de Valores

La empresa emisora debe cumplir con una serie de requisitos (*Ver Anexo 5: requisitos para la inscripción de emisores de valores*) y además envía una carta firmada por el Representante Legal de la Empresa expresándole el deseo de realizar la Oferta Pública y de inscribirse como Emisor.

La Superintendencia se tomará máximo 15 días hábiles en aprobar la Emisión y autorizar la Oferta Pública de la empresa interesada. La resolución deberá ser publicada en uno de los diarios de mayor circulación.

El Departamento de Mercado de Valores de La Superintendencia le entregará una orden para pagar la Cuota de Inscripción una vez que el emisor haya entregado una copia del diario donde se publicó la Resolución. El costo es el 0,1% sobre el monto de la emisión y se paga solo una vez para emisores que no pertenezcan al sector financiero. El emisor recibirá su Número de Inscripción en el momento que presente el recibo de pago de la Cuota de Inscripción.

5.7 Inscripción en la Bolsa de Valores

Para la inscripción del emisor y las obligaciones en la Bolsa de Valores, se debe cumplir una serie de requisitos además de enviar una carta a la Secretaría General de la Bolsa de Valores solicitando la inscripción como emisor. Si este procedimiento lo realiza La Casa de Valores Asesora, se adjuntará una declaración para la inscripción del Emisor.

Una vez aprobado la Bolsa la inscripción y establecido la fecha a partir de la cual podrá negociar las obligaciones, el Emisor debe pagar una Cuota de Inscripción inicial y en los siguientes años una Cuota de Mantenimiento Anual que serán determinados en base al Patrimonio del Emisor. A continuación se muestra un cuadro detallando la manera cómo se realiza el cálculo:

1	22300000	0,025%	\$3483003,60	\$950,40
2	22300000	0,020%		
3	22300000	0,015%		
4	22300000	0,010%		
EXCEDENTE		0,005%		

FUENTE: BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL

5.8 Comisión por colocación de obligaciones

- **De la Casa de Valores**

Generalmente el emisor elige a la misma Casa de Valores que le asesoró en la estructura de la emisión para vender sus obligaciones.

La comisión percibida por la colocación de las obligaciones es del 1%

sobre el valor de la transacción. Si se coloca el total del monto de la emisión el costo total por este concepto es \$4,000.00.

- **De la Bolsa de Valores**

La intervención de la Bolsa de Valores en este proceso percibe una comisión del 0,1% sobre el monto de la transacción.

5.9 Servicios de Fiducia

La utilización de FIDUCIA S.A. en nuestro estudio constituye un valor agregado a la emisión de obligaciones. El objetivo de su aplicación radica en la seguridad al inversionista, lo cual a su vez repercutirá en una demanda menos exigente en cuanto al rendimiento esperado por él.

La contratación de FIDUCIA S.A. comprende un acuerdo fiduciario en el cual este organismo se encargará de precautelar la captación de los recursos y que estos no sean utilizados por la empresa sino aislados a fin de cumplir con los pagos de intereses y del principal en plazos previamente pactados con el mercado, lo cual forma parte de las características del papel.

Para el efecto, se establecerá un Fideicomiso de Administración y Pagos, cuya estructuración estará basada en el análisis de los estados financieros

de PREDUCA S.A., y estará a cargo del Departamento de Operaciones de FIDUCIA S.A.

El objetivo de dicho contrato es poder dar seguridad al inversionista de que recibirá sus pagos a tiempo, para ello PREDUCA S.A. se comprometerá a apartar los flujos desde el momento en que inicia la emisión. El contar con los recursos que serán destinados para el pago de los flujos del inversionista previamente, proporcionará al mercado un incremento en la confianza en nuestra empresa al momento de invertir su dinero.

FIDUCIA S.A. por tanto, estará a cargo de la cautela y administración de los flujos de efectivo de PREDUCA S.A. que serán dirigidos hacia el pago a los tenedores de la obligación de nuestra empresa en mención. Ello significa que de ser elegida esta alternativa como parte de la estrategia de diferenciación, como lo comentamos en nuestro Estudio de Mercado, y valor agregado a nuestra emisión de obligaciones, el Contrato Fiduciario de Administración y Pagos tendrá una vigencia igual al de la emisión de obligaciones de PREDUCA S.A.

Igual que toda unidad ejecutora especializada, en el campo empresarial, FIDUCIA S.A. ofrece la seguridad jurídica, respuesta inmediata y confianza financiera indispensable para solucionar problemas vitales de nuevos y diferentes frentes de trabajo. Por supuesto, todo lo mencionado

anteriormente tiene un costo y del impacto del mismo en la emisión de obligaciones de nuestra empresa dependerá que esta alternativa sea escogida o no.

A continuación, las ventajas específicas de utilizar los servicios de FIDUCIA S.A.:

- La descentralización de responsabilidades y obligaciones del área administrativa del constituyente (emisor) hacia otra diferente, permitiendo a la primera enfocarse en su negocio central manteniendo su eficiencia y productividad.
- La seguridad originada en la especialización del fiduciario para cumplir con la misión encomendada, por ser ésta el objetivo primordial de la fiducia.
- La imparcialidad que se obtiene como resultado de tener un ente dedicado únicamente al cumplimiento de la fiducia.

5.9.1 Costos de FIDUCIA S.A.

El contrato establecido con FIDUCIA S.A. tendrá dos fases bien diferenciadas:

La primera parte contará con la estructuración del contrato percé, el cual requerirá de un análisis de los estados financieros de PREDUCA S.A. a cargo de la entidad fiduciaria y cuyo costo se encontrará entre los USD 5,000 y USD 8,000.

La siguiente fase se basará en la administración de los flujos y el mantenimiento de un porcentaje de los flujos de caja obtenidos por la empresa que serán dirigidos hacia el pago de los inversionistas. De acuerdo a lo conversado con FIDUCIA S.A. su costo por administración de flujos será de aproximadamente USD 500,00 por cada millón colocado. Posteriormente analizaremos los flujos de costos de emisión incluyendo el servicio de FIDUCIA S.A. versus los ingresos de realizar una emisión, para luego seleccionar la mejor alternativa a aplicarse en nuestro estudio.

5.10 Servicio de DECEVALE S.A

Otra de las alternativas de diferenciación que mencionamos previamente en nuestro Estudio de Mercado fue la utilización del DECEVALE o Depósito Centralizado de Valores, compañía privada, autónoma e independiente, cuyo objetivo principal es brindar al mercado de valores los servicios de depósito, custodia, compensación, liquidación y administración de valores y registro de las transferencias de los mismos.

Dadas sus múltiples funciones y ventajas, el DECEVALE representa un valor agregado a la emisión de PREDUCA S.A. Su importancia se establecerá en párrafos posteriores donde sus beneficios se analizarán versus los costos implícitos de esta alternativa.

Los servicios principales que presta el Depósito Centralizado pueden ser:

- Depósito y Custodia de Valores
- Transferencias de Valores
- Compensación y Liquidación
- Administración de Valores (Ejercicio de derechos)

Con la prestación de estos servicios se obtendrá mayor agilidad, seguridad, confianza y transparencia en las negociaciones del mercado de valores.

La relación entre el Depositante y el Depósito Centralizado se rige por un contrato celebrado entre ambos para fijar las estipulaciones, términos y condiciones a las que quedarán sujetos los servicios que se prestan.

(Contrato, Reglamento de funcionamiento y Manuales Operativos).

5.10.1 Ventajas:

- a. Agilizar las transacciones mediante la simplificación de los procedimientos operativos sin descuidar los controles.
- b. Disminuir los costos operativos de custodia y de transporte de valores.
- c. Disminuir los riesgos por el traslado de valores.
- d. Aumentar la capacidad actual de generación de negocios.
- e. Ejercer el cobro de los derechos patrimoniales inherentes a los valores, en forma simple y a bajos costos.

5.10.2 Funciones:

- a) Llevar la custodia y depósito de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.
- b) Llevar los registros de acciones, obligaciones y otros valores a nombre de los emisores y titulares, inclusive el libro de acciones y accionistas de sociedades que inscriban sus acciones en bolsa.
- c) Efectuar el registro de la transferencia, compensación y liquidación de valores que se negocien en bolsa, y en el mercado extrabursátil.
- d) Expedir certificaciones de los actos que realicen en el ejercicio de sus funciones, a solicitud del depositante y/o del titular de los valores, de las Superintendencias de Compañías o de Bancos, o por orden judicial.
- e) Mantener cuentas en las que consten los titulares de los valores depositados, sus montos y características generales y entregar constancia de la existencia de dichas cuentas.
- f) Inscribir en las cuentas de los respectivos titulares los valores que no se representan en títulos o certificados.

Al final del estado de cuenta se imprimirá el valor de la comisión estipulada entre DECEVALE S.A. y el depositante por ese período, desglosada en los siguientes rubros:

- a) Custodia;
- b) Compensación y liquidación;
- c) Manejo del libro de acciones y accionistas de los emisores que represente; y
- d) Gestión de cobro ante los emisores.

Las comisiones serán debitadas el primer día laborable del siguiente mes, de la cuenta que el depositante mantiene en la institución bancaria privada, en virtud del convenio suscrito entre DECEVALE S.A. y el depositante.

5.10.3 Costos DECEVALE

- Por servicios de Manejo de Valores desmaterializados (incluye ejercicio de derechos), con cargo al titular del 0,1% anualizado
- Por emisión de valores materializadas desmaterializados, con cargo al emisor del 0,02% anualizado para emisiones de plazo menor a un año, ó 0,02% flat para emisiones de plazo mayor a un año.

- Por servicios de Custodia Física (incluye ejercicio de derechos), con cargo al depositante, acorde a los saldos promedios de los valores mantenidos en custodia.

Al igual que la alternativa de la utilización de FIDUCIA S.A., la introducción del DECEVALE en nuestro estudio dependerá finalmente de los costos en los cuales PREDUCA S.A. incurrirá.

Como lo mencionamos al inicio del capítulo, los costos de emisión son una variable importante a tratar ya que podría en un momento dado convertirse en un impedimento a la emisión de obligaciones. De tal forma, que en capítulos posteriores analizaremos los flujos de ingresos versus costos de la emisión a fin de seleccionar lo más conveniente y viable para nuestra empresa.

De allí que el análisis de los costos nos permitirá obtener una visión global del costo total que PREDUCA S.A. tendría que enfrentar dada su intención de emitir papeles de deuda a largo plazo.

6. IMPACTO DE LA EMISION DE OBLIGACIONES EN LOS ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA.

6.1 Supuestos para la Elaboración de Proyecciones

Otro de los objetivos de nuestro estudio es poder utilizar la herramienta de proyección de Estados Financieros y pronosticar su situación financiera todo esto con el objeto de facilitar la toma de decisiones. Ello nos ayudará a tener una idea de crecimiento de nuestra empresa dada la inclusión de la probable emisión de obligaciones en caso de ser viable.

La información obtenida para los años desde 1998 hasta el 2002 representan datos reales entregados por la empresa PREDUCA S.A., a partir del año 2003 realizamos una proyección dada la falta de información de la egresa en

este año, para tal efecto nos basamos en el índice de crecimiento del PIB para ese año que fue de 10.80% a diciembre del 2003. Dicho índice marcó el crecimiento de las cuentas de ingresos medios que, multiplicados por el número de alumnos vigente a esa fecha, permitió establecer el total de los ingresos percibidos por PREDUCA S.A. en ese mismo año y en adelante asumiendo un crecimiento conservador en los ingresos versus un número de alumnos que de acuerdo a la empresa emisora se mantendría en un promedio de 1050 alumnos.

Este tema resulta importante, ya que por ser una entidad educativa cuyo punto focal es la educación personalizada, su objetivo principal no es el de llenarse de alumnos, sino mantener un equilibrio en el mismo. La expansión a la que apunta la empresa podrá dar paso a la creación de nuevos paralelos en el futuro. Sin embargo, ello dependerá de las decisiones administrativas que se adopten, las mismas que se han mostrado conservadoras en los últimos años al momento de realizar proyecciones en cuanto a este tema.

Por otro lado, los gastos fueron proyectados basados en el índice inflacionario a diciembre del 2003, el mismo que se registró en 4.40%. A todo ello debemos agregar que, los gastos financieros han sido proyectados en dos escenarios diferentes, el primero manteniendo la deuda bancaria vigente que sostiene PREDUCA S.A. y un segundo escenario con la nueva forma de financiamiento, la emisión de obligaciones, a fin de observar el

comportamiento de las utilidades de los ejercicios dados los desembolsos fuertes que implican ambas deudas.

Más adelante, también encaminaremos nuestro estudio hacia la proyección de flujos de caja, el mismo que nos dará una idea específica de la disponibilidad de dinero para PREDUCA S.A en el futuro.

Las cuentas por cobrar constituye un punto importante, hasta ahora el tiempo promedio de recuperación de cartera excede a los 30 días. El objetivo en esta parte es lograr una rotación mayor para lograr un decremento en el período de recuperación de las mismas.

Las cuentas por pagar son otro tema a tratar, definitivamente ellas deberán mostrar períodos más amplios que el período de recuperación de las cuentas por cobrar a fin de contar con el tiempo apropiado y necesario para hacer frente a los compromisos adquiridos por la entidad.

Desde el inicio de nuestro estudio, quisimos hacer énfasis en la Emisión de Obligaciones como un instrumento que ayudaría a oxigenar los Estados Financieros de PREDUCA S.A., es por ello que al proyectar los mismos, se incluirá la emisión de dichos papeles, como se mencionó anteriormente,

dando una nueva dirección a la deuda a largo plazo a un menor costo, de esta manera podremos apreciar el impacto sobre nuestro flujo de caja libre.

Dado que una Emisión de Obligaciones concede un escudo fiscal, los montos por impuestos también experimentarán un descenso concediendo a la empresa una mayor utilidad al final del período.

En capítulos posteriores trataremos más de cerca los costos implícitos en una Emisión de obligaciones y la importancia de su impacto en los resultados finales. Además mostraremos numéricamente el ahorro que puede obtener nuestra empresa PREDUCA S.A.

Con todo esto podemos concluir que los Estados Financieros Futuros esperados se basarán en las condiciones que espera la administración que existan y en las acciones que decidan tomar.

6.2 Análisis del Presupuesto período 2003-2009

Al inicio de este capítulo mencionamos los supuestos en que nos basaríamos para realizar la proyección de los flujos de caja y estados de pérdidas y ganancias, tanto con la deuda bancaria que actualmente tiene PREDUCA S.A. como con la posible emisión de obligaciones. El crecimiento de los flujos a partir del año 2003 se basó en el crecimiento del PIB en ese año,

10,80%, índice que se multiplicó por el cociente entre los flujos de ingresos y el número de alumnos de PREDUCA S.A. en ese período lectivo (ingreso medio). Los gastos crecieron en una menor proporción, el índice utilizado fue la inflación de ese período, 4,40%. Se incluyeron además los gastos por castigo de precios en el caso de la emisión de obligaciones, que disminuye la captación de recursos, tanto en el P y G como en el flujo de caja de esta alternativa; dicho valor se amortizó durante la vigencia de la emisión de obligaciones. Además también se registró en ambas alternativas los egresos por pagos de intereses y capitales más un rubro destinado al costo implícito de realizar la emisión de papeles, el mismo que al ser un desembolso de dinero se lo registró en el momento en que se dio, es decir, el año en que se estipula salga la emisión que es en el 2004. Estos egresos representan costos de estructuración y procedimiento para emitir papeles de este tipo. Finalmente en la proyección de los flujos de caja de la emisión, también se incluyó el ingreso del valor efectivo de la emisión, ello es su valor nominal multiplicado por el precio proyectado del mercado de acuerdo al análisis de sensibilidad que se detallará más adelante.

6.3 Comentarios sobre el flujo proyectado

Los resultados netos obtenidos en los estados de P y G son mucho más alentadores si se implementa la emisión de obligaciones, sin embargo, no se demuestra lo mismo al analizar los flujos de caja, ya que en ellos se incluyen los costos por realizar dicho proceso, además de las amortizaciones de

capital que representan uno de los mayores rubros egresos. Como resultado, PREDUCA S.A. experimenta pérdida al emitir las obligaciones, aunque es necesario recalcar que en el año 2004 registra un flujo de caja mucho mayor que cualquier otro año en cualquier otra alternativa estudiada hasta el momento, lo que nos lleva a establecer el supuesto de recapitalización de la empresa, es decir, un manejo de dichos fondos a fin de que respalden a la empresa los años posteriores y permitan registrar ingresos por inversiones realizadas que permitan a PREDUCA S.A. sobreponerse a los posibles flujos negativos de acuerdo a nuestra proyección realizada. Obviamente, una reinversión de fondos es lo recomendable, pero estamos conscientes que la decisión final será del directorio de PREDUCA S.A.

6.4 Características de la Emisión.-

Como ya mencionamos en capítulos anteriores, las Obligaciones son títulos emitidos por Compañías Financieras o no Financieras que buscan captar recursos de mediano y largo plazo para financiar sus actividades productivas.

Al realizar la emisión la empresa vende Obligaciones al público mediante un proceso llamado "Oferta Pública" y con el dinero obtenido de la venta puede solventar sus necesidades ya sean nuevas inversiones dentro de la empresa o reestructuración de pasivos. También son conocidas como Bonos de Empresas o Bonos Corporativos.

En toda oferta pública la compañía emisora debe contar con una calificación de riesgo, y debe preparar un folleto que incluya todas las características de la emisión además de las correspondientes escrituras públicas, dicho folleto es denominado Prospecto de Emisión de Obligaciones. (*Ver Anexo 15: Prospecto de Oferta Pública de Emisión de Obligaciones*)

Tabla 6.5 Características de una Emisión

EMISOR 	<p>Compañías anónimas, compañías de responsabilidad limitada y compañías de economía mixta.</p> <p>Del sector público pueden emitir la Corporación Financiera Nacional y demás empresas, sociedades o entidades financieras en las que participa el Estado y están bajo control de la Superintendencia de Bancos o Compañías.</p>	<p>PREDUCA S.A. Empresa del Sector Educativo</p>
MONEDA 	<p>Divisa en que se realiza la Emisión de Obligaciones</p>	<p>USD Dólares</p>
INTERÉS 	<p>Pago de Intereses periódicos mediante cupones</p>	<p>Pagos trimestrales de interés contados a partir de la fecha de colocación de la emisión. Tasa de pago variable: prime + margen establecido por el emisor.</p>
AMORTIZACIÓN 	<p>Se redimirá al vencimiento del plazo o anticipadamente mediante sorteo o cualquier otro sistema determinado por el emisor como pagos periódicos en plazos estimados por el emisor. Este procedimiento deberá constar en la escritura de emisión.</p>	<p>Las amortización de realizará mediante pagos trimestrales iguales, los mismos que se contarán a partir del quinto trimestre. Los cuatro primeros períodos serán considerados períodos de gracia.</p>

PLAZO 	Corto, mediano y largo plazo. Plazo en que la deuda dejará de existir y cuando el emisor amortizará el bono pagando la cantidad prestada.	Plazo del papel: 4 años, dividido en 16 trimestres.
TRAMO 	Obedece a características de la Emisión, valores nominales de los papeles, fechas de pago, número de emisiones, etc.	Se contarán con un solo tramo y una fecha de emisión.
RENDIMIENTO* 	Esta tasa está en función del plazo por vencer del título, de la tasa de interés del papel y del precio de compra	Del rendimiento que estime el mercado, se afectará el precio del papel, el mismo se asumirá como castigo al momento de la colocación de la emisión. PREDUCA S.A. prevé que será entre 5 y 7 puntos porcentuales por encima de la tasa nominal del papel, según estudios del mercado y el comportamiento de inversionistas al castigar un título de este tipo.

GARANTÍA 	<u>General:</u> Todo el patrimonio o bienes del emisor que no estén afectados por una garantía específica. <u>Específica:</u> Una prenda, hipoteca o fianza.	La garantía dependerá de la calificación de riesgo que obtenga la empresa y su papel. Esta garantía es un requerimiento en el proceso de Emisión y respaldará la Emisión de Obligaciones.
---	---	---

FUENTE Bolsa de Valores de Guayaquil - Elaborado por autores

- En necesario puntualizar que la **Tasa Efectiva o Tasa de descuento** apropiada para el flujo de efectivo de un activo depende de las propiedades del activo, y puede ser aproximada como la suma de las recompensas por los riesgos diversos que significa el activo para su comprador. Así tenemos que:

Tabla 6.6 Tasa Efectiva o de Descuento

$$R = RR + IP + DP + MP + LP + EP$$

RR: Tasa de interés real que es la recompensa por no consumir y por prestar a otros usuarios.

IP: Prima por inflación, que es la compensación por la pérdida esperada del poder adquisitivo del dinero prestado a los prestatarios.

DP: Prima por riesgo de incumplimiento, que es la recompensa por enfrentar el riesgo de incumplimiento por parte del emisor de los pagos prometidos.

MP: Prima por vencimiento, que es la recompensa por prestar dinero por largos periodos

LP: Prima por liquidez, que es la recompensa por invertir en un activo que quizás no pueda ser convertido rápidamente en efectivo a un precio de mercado conveniente.

EP: Prima por riesgo de tasa de cambio, se utiliza cuando un activo no está nominado en la divisa propia del inversionista.

Fuente Bolsa de Valores de Guayaquil - Elaborado por autores

La fórmula descrita establece que el Rendimiento en sí de la inversión que percibe el comprador (inversionista) incluirá: el interés del cupón que será ganado y cualquier ganancia/pérdida de capital que se realice por comprar el papel y luego conservarlo hasta su vencimiento.

El Rendimiento al vencimiento es una medida formal ampliamente aceptada de la tasa de rendimiento de un papel, y se define como la tasa de interés que hace que el valor presente del flujo de efectivo de un papel de renta fija sea igual al precio de mercado de la misma.

Las variables anteriormente descritas tendrán una ponderación variable de acuerdo a la apreciación o percepción de cada inversionista, por ello, hemos analizado las variables como un todo basados en los datos estadísticos del mercado de obligaciones respecto a las negociaciones cerradas en años anteriores, de tal manera que podemos decir que en promedio el Rendimiento o tasa a la cual el inversionista descontará sus flujos se colocará entre 5 y 7 puntos porcentuales por encima de la tasa de pago o tasa cupón, de acuerdo a los resultados promedios de esta variable obtenidos en años anteriores. *Ver Tabla 2.7 Tasas de Pagos y Rendimientos promedios para Inversiones a largo plazo*

Existen varias formas de amortización de este tipo de papeles en el mercado, sin embargo, las características escogidas responden a la búsqueda de comodidad del emisor al momento de realizar los pagos al tenedor del papel.

TABLA 6.7 ALTERNATIVAS DE TABLAS DE AMORTIZACIÓN PARA PAPEL DE PREDUCA

AMORTIZACIÓN CAPITAL CONSTANTE

TPR	5,57%
Valor Nominal	4.500.000,00

AÑOS	Fecha	Saldo a Amortizar	Amortización	Interés	Flujo	Días por Vencer	Valor Actual
0	1-Ago-04	4.500.000,00					
1	1-Ago-05	4.500.000,00		250.950,00	250.650,00	369,00	235.734,71
2	1-Ago-06	3.000.000,00	1.500.000,00	219.318,75	1.719.318,75	720,00	1.465.478,84
3	1-Ago-07	1.500.000,00	1.500.000,00	135.768,75	1.635.768,75	1.080,00	1.263.158,68
4	1-Ago-08		1.500.000,00	52.318,75	1.552.218,75	1.440,00	1.085.932,11

Plazo	1.461,00	Valor actual	4.050.304,35
Plazo a 360 días	1.440,00	Días transcurridos	0
Fecha valor	1-Ago-04	Intereses devengados	0,00
Tasa nominal	10,00%	Valor Efectivo	4.050.304,35
Tasa efectiva	10,38%	Precio Limpio	90,01%

AMORTIZACIÓN PAGOS CONSTANTES O FLUJO CONSTANTE

TPR	5,57%
Valor Nominal	4.500.000,00

AÑOS	Fecha	Saldo a Amortizar	Amortización	Interés	Flujo	Días por Vencer	Valor Actual
0	1-Ago-04	4.500.000,00					
1	1-Ago-05	4.500.000,00		250.650,00	250.650,00	360,00	235.734,71
2	1-Ago-06	3.082.168,97	1.417.833,03	221.376,28	1.639.209,31	720,00	1.396.673,12
3	1-Ago-07	1.583.695,71	1.498.471,25	140.739,06	1.639.209,31	1.080,00	1.285.318,91
4	1-Ago-08	(0,00)	1.583.695,71	55.513,50	1.639.209,31	1.440,00	1.146.314,67

Plazo	1.461,00	Valor actual	4.044.039,40
Plazo a 360 días	1.440,00	Días transcurridos	0
Fecha valor	1-Ago-04	Intereses devengados	0,00
Tasa nominal	10,00%	Valor Efectivo	4.044.039,40
Tasa efectiva	10,38%	Precio Limpio	89,87%

Partiendo de este punto tenemos que la alternativa escogida tiene las siguientes características específicas:

- Monto a emitirse: USD 4,500,000
- La tasa de pago del papel estará en función de una tasa internacional variable, ello es prime o libor más un margen estipulado por el emisor PREDUCA S.A, dicha tasa se colocará en 1.11% (tasa libor 90 días para el mes vigente)
- El plazo de la emisión será de 4 años, dado que los datos estadísticos proporcionados arrojan una creciente aceptación por las inversiones hacia el largo plazo, esto es plazos mayores a tres años, además, gran parte de las emisiones vigentes tienen horizontes de planificación similares y han sido aceptadas por el inversionista en general. *Ver Tabla 2.2 Montos negociados por mayores entidades, período 2000-2003.*
- Los pagos difieren entre trimestres y semestres, aunque no parece haber una fuerte inclinación hacia una u otra alternativa cuando de pago de capitales se trata, siempre que el rendimiento sea el esperado por el inversionista. Sin embargo, cuando se trata de pagos de intereses, se registra una inclinación hacia los pagos trimestrales, ello lo demuestran las características normalmente aceptadas por los inversionistas en el mercado, como lo demuestran las emisiones actuales, las mismas que mayoritariamente cumplen esta característica. *Ver Tabla 1.3 Obligaciones en circulación*

- Como mencionamos anteriormente, el rendimiento estará entre 5 y 7 puntos porcentuales por encima de la tasa de pago del papel, promedio establecido en base a los datos obtenidos del mercado.
- A su vez, el precio que arroje el papel al momento de ser demandado estará en función del rendimiento, relación existente de una manera inversamente proporcional, como más adelante se analizará en el estudio de sensibilidad.
- El período de gracia que tendrá el papel, otorgará a PREDUCA S.A. un año para readecuar sus estados financieros a fin de poder realizar los pagos de capitales posteriores.

Dadas las características del papel antes descritas, se establecerá un ejemplo de valorización del mismo durante el análisis de sensibilidad que se hará en nuestro estudio, estableceremos un ejemplo de Módulo Valorizador, mediante el cual probaremos los principios de fijación de precios de una obligación, realizando cambios en diferentes variables que crucialmente influirán el precio de mercado del papel.

Además se escogerá también una de las alternativas de diferenciación mencionadas previamente en el Estudio de Mercado, la misma que se incluirá en los flujos de costos e ingresos de la emisión, para luego escoger la alternativa que sea óptima en términos de minimización de costos financieros para PREDUCA S.A.

A continuación el detalle de cada una de ellas y exposición de la alternativa escogida:

6.4.1 Elección de la Alternativa de Valor Agregado.

6.4.1.1 Financiamiento con Crédito Bancario.

TABLA 6.8 FINANCIAMIENTO BANCARIA

Fechas	Saldo a Amortizar	Capital	Interés	Anualidad	Capital Anual	Interés Anual
10-Dec-02	3.753.276,00					
10-Jan-03	3.753.276,00		140.748	140.747,85		
10-Apr-03	3.753.276		140.748	140.748		
10-Jun-03	3.687.217	66.059	140.748	206.807		
10-Sep-03	3.618.680	68.537	136.271	206.807		
10-Dec-03	3.547.573	71.107	135.701	206.807	205.702,69	696.215
10-Mar-04	3.473.800	73.773	133.034	206.807		
10-Jun-04	3.397.260	76.540	130.268	206.807		
10-Sep-04	3.317.850	79.410	127.397	206.807		
10-Dec-04	3.235.463	82.388	124.419	206.807	312.110,72	516.118,16
10-Mar-05	3.149.985	85.477	121.330	206.807		
10-Jun-05	3.061.302	88.683	118.124	206.807		
10-Sep-05	2.969.294	92.008	114.799	206.807		
10-Dec-05	2.873.835	95.459	111.349	206.807	361.627,22	465.601,66
10-Mar-06	2.774.797	99.038	107.769	206.807		
10-Jun-06	2.672.045	102.752	104.055	206.807		
10-Sep-06	2.565.439	106.606	100.202	206.807		
10-Dec-06	2.454.836	110.603	96.204	206.807	418.999,53	408.229,36
10-Mar-07	2.340.085	114.751	92.056	206.807		
10-Jun-07	2.221.031	119.054	87.753	206.807		
10-Sep-07	2.097.512	123.519	83.289	206.807		
10-Dec-07	1.969.362	128.151	78.657	206.807	485.473,98	341.754,90
10-Mar-08	1.836.406	132.956	73.851	206.807		
10-Jun-08	1.698.464	137.942	68.865	206.807		
10-Sep-08	1.555.349	143.115	63.692	206.807		
10-Dec-08	1.406.867	148.482	58.326	206.807	562.494,63	264.734,26
10-Mar-09	1.252.818	154.050	52.758	206.807		
10-Jun-09	1.092.991	159.827	46.981	206.807		
10-Sep-09	927.171	165.820	40.987	206.807		
10-Dec-09	755.133	172.038	34.769	206.807	651.734,63	176.494,25
10-Mar-10	576.643	178.490	28.317	206.807		
10-Jun-10	391.460	185.183	21.624	206.807		
10-Sep-10	199.332	192.127	14.680	206.807		
10-Dec-10	0	199.332	7.475	206.807	755.132,60	72.096,28

Fuente PREDUCA – Elaborado por Autores

Como se mencionó tempranamente en nuestro estudio el crédito bancario que actualmente posee PREDUCA S.A. representa gastos financieros altos, lo que no permite registrar utilidades a la empresa, además la tasa de interés de la misma no ha sido renegociada y asumen los deudores se mantendrá en los mismos niveles para los años que aún restan hasta el final de sus pagos que se extenderían hasta el año 2010. Ello a su vez, los detiene en su visión de poder expandirse como empresa en un futuro, ya que sus flujos estarían comprometidos a pagar cuotas de capital e intereses durante los próximos seis años hasta cancelar dicha deuda.

Definitivamente, ha sido un escenario que se ha mantenido por más de tres períodos sin demostrar avances positivos para PREDUCA S.A., por lo que recomendamos buscar una alternativa de financiamiento a un menor costo que ayude a oxigenar sus estados financieros y lograr una expansión futura de la empresa,

6.4.1.2 Emisión de Obligaciones utilizando Fiducia

La emisión de obligaciones representa una nueva forma de inyectar recursos a PREDUCA S.A. Una alternativa diferente a la tradicional, una nueva y menos costosa forma de lograr

objetivos de crecimiento económico, acompañada de un aspecto adicional como lo es la intervención de FIDUCIA S.A. En nuestro estudio quisimos expresar los beneficios de su utilización anexa a la emisión de obligaciones como un valor agregado a la misma, no como un costo adicional, que si bien es cierto existe, los beneficios percibidos al tenerla se traducirían en mayor confianza del inversionista, es decir, dicho beneficio se reflejaría en el rendimiento exigido por el tenedor y ello repercutiría a su vez en el precio de mercado, el mismo que sufriría un menor castigo en la colocación primaria. El hecho de que PREDUCA S.A. se comprometa a aislar flujos de efectivo que posteriormente pagarán las cuotas de intereses y principal de los papeles ofrece al inversionista una mayor atracción al momento de decidir dónde invertir su dinero. Esta opción muestra a PREDUCA S.A. como una empresa mayormente comprometida con su cliente comprador, al que no expondría ante situaciones de imprevistos de la empresa que pudieran afectar sus estados financieros y un desbalance en su economía.

TABLA 6.9 DETERMINACIÓN DE COSTOS DE PROCESO DE ESTRUCTURACIÓN: UTILIZANDO FIDUCIA

	Inicio	Primer año				Segundo año			
	01/03/2004	1er Trimestre	2do Trimestre	3er Trimestre	4to Trimestre	1er Trimestre	2do Trimestre	3er Trimestre	4to Trimestre
Emisión en Circulación	4.500.000	4.500.000	4.500.000	4.500.000	4.500.000	4.125.000	3.750.000	3.375.000	3.000.000
Descripción de costos y egresos									
precio de venta	90,01%								
Valor Efectivo	4.050.304,35								
Pagos									
de intereses		62.663	62.663	62.663	62.663	62.663	57.441	52.219	46.997
de capital		-	-	-	-	375.000	375.000	375.000	375.000
Total pagos		62.663	62.663	62.663	62.663	437.663	432.441	427.219	421.997
Costo de Proceso									
Estructuración	11.250								
Calificación de riesgos	4.000		500		500		500		500
Representante Obligacionistas			500		500		500		500
Prospectos, títulos, otros	1.500								
Gastos Notariales	1.500								
Agente Pagador	4.500								
Garantía fiduciaria	8.000	141	141	141	141	141	141	141	141
Comisiones de colocación de Agente de Bolsa		22.500							
		4.500							
Total Costos	30.750	27.141	1.141	141	1.141	141	1.141	141	1.141
Flujo neto	4.019.554,35	-89.803	-63.803	-62.803	-63.803	-437.803	-433.581	-427.359	-423.138

	Tercero año				Cuarto año			
	1er Trimestre	2do Trimestre	3er Trimestre	4to Trimestre	1er Trimestre	2do Trimestre	3er Trimestre	4to Trimestre
Emisión en Circulación	2.625.000	2.250.000	1.875.000	1.500.000	1.125.000	750.000	375.000	0
Descripción de costos y egresos								
Pagos								
de intereses	41.775	36.553	31.331	26.109	20.888	15.666	10.444	5.222
de capital	375.000	375.000	375.000	375.000	375.000	375.000	375.000	375.000
Total pagos	416.775	411.553	406.331	401.109	395.888	390.666	385.444	380.222
Costo de Proceso								
Estructuración								
Calificación de riesgos		500		500		500		500
Representante Obligacionistas		500		500		500		500
Prospectos, títulos, otros								
Garantía fiduciaria	141	141	141	141	141	141	141	141
Comisión de colocación de Agente de Bolsa								
Total Costos	141	1.141	141	1.141	141	1.141	141	1.141
Flujo neto	-416.915	-412.694	-406.472	-402.250	-396.028	-391.806	-385.584	-381.383

FUENTE - Elaborado por Autores

6.4.1.3 Emisión de Obligaciones utilizando Decevale

Finalmente, tenemos la opción de Decevale como otra de las alternativas que creemos pudiera agregar valor a la emisión de obligaciones y que muestra beneficios ya descritos en el Estudio de Mercado. La utilización de la desmaterialización agregaría mayor comodidad al inversionista y por supuesto a los entes involucrados, ya que no existiría el traspaso del papel de un ente a otro y el riesgo de falsificación, robo o destrucción involuntaria del papel desaparecería; el inversionista estaría al tanto del movimiento de sus cuentas a través de vías de comunicación más rápidas en redes directamente con el Decevale a través de claves otorgadas directamente a él. Sin embargo, dado que el Decevale se muestra aún como una institución que no ha alcanzado un grado de estructuración completa y ha estado sometido a diversos cambios en los últimos años, pensamos que no sería la alternativa ideal que atraería una mayor cantidad de inversionistas, aunque en un futuro no se descarta su utilización.

Como conclusión a estos puntos podemos decir que la alternativa que pensamos atraería mayormente al inversionista en general es a utilización de FIDUCIA S.A., alternativa que implementaremos como característica especial y poco común en el mercado actual, ya que la misma ha sido utilizada

TABLA 6.10 DETERMINACIÓN DE COSTOS DE PROCESO DE ESTRUCTURACIÓN: UTILIZANDO DECEVALE

	Inicio 01/08/2004	Primer año				Segundo año			
		1er Trimestre	2do Trimestre	3er Trimestre	4to Trimestre	1er Trimestre	2do Trimestre	3er Trimestre	4to Trimestre
Emisión en Circulación	4 500 000	4 500 000	4 500 000	4 500 000	4 500 000	4 125 000	3 750 000	3 375 000	3 000 000
Descripción de costos y egresos									
precio de venta	90.01%								
Valor Efectivo	4.050.304.35								
Pagos									
de intereses		62 663	62 663	62 663	62 663	62 663	57 441	52 219	46 997
de capital						375 000	375 000	375 000	375 000
Total pagos		62 663	62 663	62 663	62 663	437 663	432 441	427 219	421 997
Costo de Proceso									
Estructuración	11 250								
Calificación de riesgos	4 000		500		500		500		500
Representante Obligacionistas			500		500		500		500
Prospectos, títulos, otros	1 500								
Gastos Notariales	1 500								
Agente Pagador	4 500								
Decevale	9 000								
Comisión de colocación de Agente de Bolsa		22 500							
		4 500							
Total Costos	31 750	27 000	1 000	0	1 000	0	1 000	0	1 000
Flujo neto	4.018.554.35	-89 663	-63 663	-62 663	-63 663	-437 663	-433 441	-427 219	-422 997

	Tercero año				Cuarto año			
	1er Trimestre	2do Trimestre	3er Trimestre	4to Trimestre	1er Trimestre	2do Trimestre	3er Trimestre	4to Trimestre
Emisión en Circulación	2 625 000	2 250 000	1 875 000	1 500 000	1 125 000	750 000	375 000	0
Descripción de costos y egresos								
Pagos								
de intereses	41 775	36 553	31 331	26 109	20 888	15 666	10 444	5 222
de capital	375 000	375 000	375 000	375 000	375 000	375 000	375 000	375 000
Total pagos	416 775	411 553	406 331	401 109	395 888	390 666	385 444	380 222
Costo de Proceso								
Estructuración								
Calificación de riesgos		500		500		500		500
Representante Obligacionistas		500		500		500		500
Prospectos, títulos, otros								
Decevale								
Comisión de colocación de Agente de Bolsa								
Total Costos	0	1 000						
Flujo neto	-416 775	-412 553	-406 331	-402 109	-395 888	-391 666	-385 444	-381 222

FUENTE - Elaborado por Autores

mayormente en estudios de Titularización con buenos resultados de acuerdo a lo expuesto por el Gerente de FIDUCIA
S.A. Econ Edgar Osorio.

6.5 Análisis de Sensibilidad

Las obligaciones responden a cambios en las tasas de rendimientos dependiendo de sus diversas características y es importante comprender cómo las diferentes respuestas afectan la fijación del precio de estos papeles.

En el presente subcapítulo analizaremos numéricamente lo que sucede en el mercado de obligaciones cuando existen cambios en sus variables principales a fin de dar soporte a los principios financieros que se mencionarán en líneas posteriores. Cómo estas variables tienen una influencia directa sobre el comportamiento del papel y cómo ello afectaría a una empresa en general incluyendo a PREDUCA S.A.

Comenzaremos nuestro análisis diciendo que el cambio experimentado por el precio de un activo frente a una variación en la tasa de rendimiento requerido no será la misma para todos los títulos. Son tres las variables básicas que afectan la respuesta de una obligación a un cambio en la tasa de rendimiento del mercado y pueden variar el grado de sensibilidad entre un instrumento y otro.

1. Vencimiento del obligación
2. Tasa del cupón
3. Nivel de la tasa de rendimiento

Existen cinco principios bien reconocidos de la fijación del precio de los papeles de renta fija, que incluyen a las obligaciones, que explican cómo el precio de un determinado título cambiará ante una repentina fluctuación en las tasas de rendimiento. Dicho cambio se conoce como **Sensibilidad** del papel. Estos principios reflejan los diferentes efectos de un cambio en la tasa de rendimiento como una función de las tres variables anteriormente mencionadas.

Para este análisis hemos escogido la tabla de amortización que muestra un pago de capital constante, con un año de gracia. Los pagos de intereses serán al igual que los pagos del principal hechos de manera trimestral, dado un horizonte de planificación de 4 años como se mencionó anteriormente en las características de la emisión de PREDUCA S.A.

A continuación los Principios de Fijación de Precios de un papel de renta fija:

6.5.1 Principio 1

El Precio de los bonos se mueve en forma inversa a la tasa de Rendimiento.

De acuerdo a la ecuación de Valor Presente, el Valor Actual de un conjunto de pagos depende del valor del denominador, el mismo que depende de la cantidad de tiempo hasta que se reciba el pago y la tasa de descuento (Rendimiento) que se esté aplicando al flujo. Mientras más alta sea la tasa de Rendimiento en la ecuación, mayor será el denominador y menor será el Valor Presente del flujo efectivo. Por el contrario, una disminución en la tasa de Rendimiento ocasiona un aumento en el Precio de la obligación. Aunque un aumento en la tasa de Rendimiento hará disminuir el Precio de cualquier obligación, el importe de la disminución dependerá de las características particulares del papel.

TABLA 6.11 PRINCIPIO 1

Tasa de pago	5,57%
Valor Nominal	4.500.000,00

Año	Fecha	Saldo a Amortizar	Amortización	Interés	Flujo	Días por Vencer	Valor Actual
0	1-Ago-04	4.500.000,00		62.662,50	62.662,50		61.134,15
1	1-Ago-05	4.125.000,00	375.000,00	250.650,00	625.650,00	360	561.430,44
2	1-Ago-06	2.625.000,00	1.500.000,00	198.431,25	1.698.431,25	720	1.412.372,53
3	1-Ago-07	1.125.000,00	1.500.000,00	114.881,25	1.614.881,25	1.080	1.216.619,98
4	1-Ago-08	-	1.125.000,00	31.331,25	1.156.331,25	1.440	798.747,26

FUENTE - Elaborado por autores

Plazo a 360 días	10-Dic-03	Valor actual	4.050.304,35
Fecha valor	1-Ago-04	Días transcurridos	0
Tasa nominal	10,00%	Intereses devengados	0,00
Tasa efectiva	10,38%	Valor Efectivo	4.050.304,35
		Precio Limpio	90,01%

Año	Fecha	Saldo a Amortizar	Amortización	Interés	Flujo	Días por Vencer	Valor Actual
0	1-Ago-04	4.500.000,00		62.662,50	62.662,50		61.134,15
1	1-Ago-05	4.125.000,00	375.000,00	250.650,00	625.650,00	360,00	561.430,44
2	1-Ago-06	2.625.000,00	1.500.000,00	198.431,25	1.698.431,25	720,00	1.412.372,53
3	1-Ago-07	1.125.000,00	1.500.000,00	114.881,25	1.614.881,25	1.080,00	1.216.619,98
4	1-Ago-08	-	1.125.000,00	31.331,25	1.156.331,25	1.440,00	798.747,26

FUENTE - Elaborado por autores

Plazo a 360 días	10-Dic-03	Valor actual	4.295.379,98
Fecha valor	1-Ago-04	Días transcurridos	0
Tasa nominal	12,00%	Intereses devengados	0,00
Tasa efectiva	12,55%	Valor Efectivo	4.295.379,98
		Precio Limpio	85,91%

Año	Fecha	Saldo a Amortizar	Amortización	Interés	Flujo	Días por Vencer	Valor Actual
0	1-Ago-04	4.500.000,00		62.662,50	62.662,50		61.134,15
1	1-Ago-05	4.125.000,00	375.000,00	250.650,00	625.650,00	360,00	561.430,44
2	1-Ago-06	2.625.000,00	1.500.000,00	198.431,25	1.698.431,25	720,00	1.412.372,53
3	1-Ago-07	1.125.000,00	1.500.000,00	114.881,25	1.614.881,25	1.080,00	1.216.619,98
4	1-Ago-08	-	1.125.000,00	31.331,25	1.156.331,25	1.440,00	798.747,26

FUENTE - Elaborado por autores

Plazo a 360 días	10-Dic-03	Valor actual	4.717.763,17
Fecha valor	1-Ago-04	Días transcurridos	0
Tasa nominal	8,00%	Intereses devengados	0,00
Tasa efectiva	8,24%	Valor Efectivo	4.717.763,17
		Precio Limpio	94,36%

Podemos observar el cumplimiento del Principio I de Fijación de Precios en las tablas anteriores: El Precio del papel se mueve de manera descendente cuando el rendimiento sube y aumenta cuando el rendimiento baja en la misma proporción, partiendo del modelo original a un rendimiento del 10%

6.5.2 Principio 2

Mientras más lejos se encuentre el vencimiento de una obligación, más sensible es su Precio a un cambio en las tasas de Rendimiento, si los demás factores se mantienen constantes.

La sensibilidad al Precio de este papel ante un cambio en la tasa de Rendimiento está relacionada positivamente con el vencimiento del mismo. Si consideramos dos obligaciones con igual de interés del cupón y el mismo Rendimiento requerido, pero con diferentes vencimientos; un cambio en la tasa de Rendimiento, hará que el Precio de la obligación con mayor vencimiento experimente una respuesta mayor en términos porcentuales, que la del papel con menor vencimiento.

TABLA 6.12 PRINCIPIO 2

Tasa de pago	5,57%
Valor Nominal	4.500.000,00

Cupón	Fecha	Saldo a Amortizar	Amortización	Interés	Flujo	Días por Vencer	Valor Actual
0	1-Ago-04	4.500.000,00		92.662,50	62.662,50		61.134,15
1	1-Ago-05	4.500.000,00	562.500,00	250.650,00	813.150,00	360,00	727.153,12
2	1-Ago-06	4.500.000,00	2.250.000,00	172.321,88	2.422.321,88	720,00	2.014.361,23
3	1-Ago-07	4.500.000,00	1.687.500,00	48.998,88	1.734.496,88	1.080,00	1.322.501,28

FUENTE - Elaborado por autores

Plazo a 360 días	1.080,00
Fecha valor	1-Ago-04
Tasa nominal	10,00%
Tasa efectiva	10,38%

Valor actual	4.125.169,77
Días transcurridos	
Intereses devengados	
Valor Efectivo	4.125.169,77
Precio de negociación	91,67%

Año	Fecha	Saldo a Amortizar	Amortización	Interés	Flujo	Días por Vencer	Valor Actual
0	1-Ago-04	4.500.000,00		92.662,50	62.662,50		61.134,15
1	1-Ago-05	4.125.000,00	375.000,00	250.650,00	625.650,00	360	561.430,44
2	1-Ago-06	2.625.000,00	1.500.000,00	198.431,25	1.698.431,25	720	1.412.372,53
3	1-Ago-07	1.125.000,00	1.500.000,00	114.881,25	1.614.881,25	1.080	1.216.619,98
4	1-Ago-08		1.125.000,00	31.331,25	1.156.331,25	1.440	798.747,26

FUENTE Elaborado por autores

Plazo a 360 días	10-Dic-03
Fecha valor	1-Ago-04
Tasa nominal	10,00%
Tasa efectiva	10,38%

Valor actual	4.050.304,35
Días transcurridos	0,00
Intereses devengados	0,00
Valor Efectivo	4.050.304,35
Precio Limpio	90,01%

A continuación las variaciones que experimentan los precios ante un aumento/disminución en el rendimiento.

Se observa que la variación en precios es siempre mayor en bonos con mayor plazo.

Asumimos que el modelo original posee un rendimiento del 10%.

	PRECIO		Variaciones en Precios	
	Bono 3	Bono 4	Bono 3	Bono 4
Variación Tasa nom.: +3%	86,51%	83,95%	-5,16%	-6,05%
Variación Tasa nom.: +7%	88,19%	85,91%	-3,48%	-4,10%
Variación Tasa nom.: 1%	93,47%	92,15%	1,80%	2,14%

FUENTE Elaborado por autores

6.5.3. Principio 3

La sensibilidad del Precio de una obligación aumenta con el vencimiento, pero a una tasa decreciente.

Este principio se refiere a que, mientras más lejano esté el vencimiento, es menor la diferencia que tiene en la sensibilidad del precio del papel una determinada variación en vencimiento. Esto implica que la diferencia en sensibilidad entre un papel a 10 años y uno a 5 años es más notoria que la de un papel de 20 años y uno de 15 años.

TABLA 6.13 PRINCIPIO 3

Tasa de pago 6.57%
 Valor Nominal 4.500.000,00

Año	Fecha	Saldo a Amortizar	Amortización	Interes	Flujo	Días por Vencer	Valor Actual
0	1-Ago-04	4.500.000,00		62.662,50	62.662,50		61.134,15
1	1-Ago-05	3.375.000,00	125.000,00	250.660,00	375.660,00	390,00	340.466,87
2	1-Ago-06	2.875.000,00	500.000,00	233.243,75	733.243,75	720,00	608.684,27
3	1-Ago-07	2.375.000,00	500.000,00	205.393,75	705.393,75	1.080,00	531.379,64
4	1-Ago-08	2.375.000,00	500.000,00	177.543,75	677.543,75	1.440,00	462.402,97
5	1-Ago-09	2.375.000,00	500.000,00	149.693,75	649.693,75	1.800,00	401.700,53
6	1-Ago-10	1.875.000,00	500.000,00	121.843,75	621.843,75	2.160,00	349.325,05
7	1-Ago-11	1.375.000,00	500.000,00	93.993,75	593.993,75	2.520,00	301.438,09
8	1-Ago-12	875.000,00	500.000,00	66.143,75	566.143,75	2.880,00	260.288,95
9	1-Ago-13	375.000,00	500.000,00	38.293,75	538.293,75	3.240,00	224.213,07
10	1-Ago-14		375.000,00	10.443,75	385.443,75	3.600,00	147.202,56

FUENTE - Elaborado por autores

Plazo a 360 días	3.600,00
Fecha valor	1-Ago-04
Tasa nominal	10,00%
Tasa efectiva	10,38%
Valor actual	3.688.246,85
Días transcurridos	
Intereses devengados	
Valor Efectivo	3.688.246,85
Precio de negociación	81,96%

Año	Fecha	Saldo a Amortizar	Amortización	Interes	Flujo	Días por Vencer	Valor Actual
0	1-Ago-04	4.500.000,00		62.662,50	62.662,50		61.134,15
1	1-Ago-05	4.419.642,96	80.357,14	240.660,00	321.007,14	350,00	301.009,09
2	1-Ago-06	4.068.214,20	321.428,57	230.480,27	560.668,84	720,00	466.358,80
3	1-Ago-07	2.770.785,71	321.428,57	221.555,70	542.985,27	1.080,00	409.015,29
4	1-Ago-08	2.455.357,14	321.428,57	203.653,13	525.081,70	1.440,00	358.332,80
5	1-Ago-09	2.122.328,57	321.428,57	185.749,55	507.178,13	1.800,00	313.565,94
6	1-Ago-10	2.312.500,00	321.428,57	167.845,98	489.274,55	2.160,00	274.050,04
7	1-Ago-11	2.491.071,43	321.428,57	149.942,41	471.370,98	2.520,00	239.193,45
8	1-Ago-12	2.169.642,86	321.428,57	132.038,84	453.467,41	2.880,00	208.499,28
9	1-Ago-13	1.848.214,20	321.428,57	114.135,27	435.563,84	3.240,00	181.408,50
10	1-Ago-14	1.526.785,71	321.428,57	96.231,70	417.660,27	3.600,00	157.593,96
11	1-Ago-15	1.205.357,14	321.428,57	78.328,13	399.756,70	3.960,00	136.854,24
12	1-Ago-16	883.928,57	321.428,57	60.424,55	381.853,13	4.320,00	118.259,30
13	1-Ago-17	562.500,00	321.428,57	42.520,98	363.949,55	4.680,00	102.115,67
14	1-Ago-18	241.071,43	321.428,57	24.617,41	346.045,98	5.040,00	87.862,61
15	1-Ago-19	0,00	241.071,43	6.713,84	247.785,27	5.400,00	57.750,07

FUENTE - Elaborado por autores

Plazo a 360 días	5400
Fecha valor	1-Ago-04
Tasa nominal	10,00%
Tasa efectiva	10,38%
Valor actual	3.472.873,41
Días transcurridos	
Intereses devengados	
Valor Efectivo	3.472.873,41
Precio de negociación	77,17%

Los siguientes cuadros muestran las variaciones de precios ante un aumento/disminución en el rendimiento, siempre partiendo del modelo original con un rendimiento del 10%.

A medida que los plazos son mayores las variaciones individuales de los precios crecen, sin embargo, las diferencias entre las mismas son decrecientes o menos notorias.

Las diferencia entre las variaciones de precios, ante un aumento del 3% sobre el rendimiento es de 1,58 puntos porcentuales, para los bonos de 10 y 15 años plazo, mientras que en bonos de mayor plazo esa diferencia es mínima 0,47 puntos porcentuales.

PRECIO		Variaciones en Precios	
Bono 10	Bono 15	Bono 10	Bono 15

Variación Rendimiento: +3%

Variación Rendimiento: +2%

Variación Rendimiento: -1%

FUENTE - Elaborado por autores

PRECIO		Variaciones en Precios	
Bono 20	Bono 25	Bono 20	Bono 25

Variación Rendimiento: +3%

Variación Rendimiento: +2%

Variación Rendimiento: -1%

FUENTE - Elaborado por autores

6.5.4 Principio 4

Mientras más baja la tasa de interés del cupón, mayor es el cambio relativo en el Precio frente a un cambio en tasas de Rendimiento, manteniendo los demás factores constantes, excepto para las perpetuidades.

Este principio se debe al hecho de que las obligaciones con cupones altos devuelven más de su valor en época más temprana de su vida a través del pago de cupones más altos. Por lo tanto, la tasa de cupón más sensible de todas es la tasa de cupón cero de una obligación de descuento puro.

TABLA 6.14 PRINCIPIO 4

Tasa de pago	5.57%
Valor Nominal	4.500.000,00

Año	Fecha	Saldo a Amortizar	Amortización	Interés	Flujo	Días por Vencer	Valor Actual
0	1-Ago-04	4.500.000,00		62.662,50	62.662,50	-	61.134,16
1	1-Ago-05	4.125.000,00	375.000,00	250.950,00	625.650,00	360	551.430,44
2	1-Ago-06	2.625.000,00	1.500.000,00	198.431,25	1.698.431,25	720	1.412.372,53
3	1-Ago-07	1.125.000,00	1.500.000,00	114.881,25	1.614.881,25	1.080	1.216.819,68
4	1-Ago-08	-	1.125.000,00	31.331,25	1.156.331,25	1.440	798.747,26

FUENTE Elaborado por autores

Plazo a 360 días	10-Dic-03
Fecha valor	1-Ago-04
Tasa nominal	10,00%
Tasa efectiva	10,38%

Valor actual	4.050.304,35
Días transcurridos	0
Intereses devengados	0,00
Valor Efectivo	4.050.304,35
Precio Limpio	90,01%

TPR	5,00%
Valor Nominal	4.500.000,00

Año	Fecha	Saldo a Amortizar	Amortización	Interés	Flujo	Días por Vencer	Valor Actual
0	1-Ago-04	4.500.000,00		56.250,00	56.250,00	-	54.873,05
1	1-Ago-05	4.125.000,00	375.000,00	225.000,00	600.000,00	360	537.895,16
2	1-Ago-06	2.625.000,00	1.500.000,00	178.125,00	1.678.125,00	720	1.395.437,94
3	1-Ago-07	1.125.000,00	1.500.000,00	103.125,00	1.603.125,00	1.080	1.207.716,91
4	1-Ago-08	-	1.125.000,00	28.125,00	1.153.125,00	1.440	796.514,78

FUENTE Elaborado por autores

Plazo	1.461,00
Plazo a 360 días	1.440,00
Fecha valor	1-Ago-04
Tasa nominal	10,00%
Tasa efectiva	10,38%

Valor actual	3.992.442,83
Días transcurridos	-
Intereses devengados	-
Valor Efectivo	3.992.442,83
Precio Limpio	88,72%

De acuerdo al Principio IV, mientras más baja sea la tasa cupón, el precio de la obligación será más sensible ello se debe a que la recuperación de la inversión es más lenta.

Tasa de cupón: 5,57%	Precios
Rendimiento: 10%	90,01%
Rendimiento: 12%	85,91%

Tasa de cupón: 4%	Precios
Rendimiento: 10%	86,47%
Rendimiento: 12%	82,47%

6.5.5 Principio 5

Para una determinada obligación, la ganancia de capital ocasionada por una disminución en Rendimiento es mayor en magnitud que la pérdida de capital ocasionada por un aumento en Rendimiento de igual magnitud.

Como se determinó en el principio 1, los Precios de las obligaciones disminuyen cuando aumentan los Rendimientos y los Precios aumentan cuando disminuyen los Rendimientos. De acuerdo a este principio un determinado cambio en los Rendimientos, tendrá un mayor efecto sobre el Precio del papel cuando disminuye el Rendimiento y no cuando aumente.

En otras palabras, dado un plazo de vencimiento, el cambio en el Precio será mayor cuando el nivel de las tasas de Rendimiento sea más bajo que cuando sea más alto. *Ver Tabla Principio V Fijación de Precio.*

TABLA 6.15 PRINCIPIO 5

Tasa de pago	5,57%
Valor Nominal	4.500.000,00

Año	Fecha	Saldo a Amortizar	Amortización	Interés	Flujo	Días por Vencer	Valor Actual
0	1-Ago-04	4.500.000,00		62.662,50	62.662,50		61.134,15
1	1-Ago-05	4.125.000,00	375.000,00	250.650,00	625.650,00	360	561.430,44
2	1-Ago-06	2.625.000,00	1.500.000,00	198.431,25	1.698.431,25	720	1.412.372,53
3	1-Ago-07	1.125.000,00	1.500.000,00	114.881,25	1.614.881,25	1.080	1.216.819,99
4	1-Ago-08		1.125.000,00	31.331,25	1.156.331,25	1.440	798.747,26

FUENTE - Elaborado por autores

Plazo a 360 días	1.440,00
Fecha valor	1-Ago-04
Tasa nominal	10,00%
Tasa efectiva	10,38%

Valor actual	4.050.304,35
Días transcurridos	0
Intereses devengados	0,00
Valor Efectivo	4.050.304,35
Precio Limpio	90,01%

Año	Fecha	Saldo a Amortizar	Amortización	Interés	Flujo	Días por Vencer	Valor Actual
0	1-Ago-04	4.500.000,00		62.662,50	62.662,50		61.134,15
1	1-Ago-05	4.125.000,00	375.000,00	250.650,00	625.650,00	360,00	561.430,44
2	1-Ago-06	2.625.000,00	1.500.000,00	198.431,25	1.698.431,25	720,00	1.412.372,53
3	1-Ago-07	1.125.000,00	1.500.000,00	114.881,25	1.614.881,25	1.080,00	1.216.819,99
4	1-Ago-08		1.125.000,00	31.331,25	1.156.331,25	1.440,00	798.747,26

FUENTE - Elaborado por autores

Plazo a 360 días	1.440,00
Fecha valor	1-Ago-04
Tasa nominal	12,00%
Tasa efectiva	12,55%

Valor actual	4.295.379,98
Días transcurridos	0
Intereses devengados	0,00
Valor Efectivo	4.295.379,98
Precio Limpio	85,91%

Año	Fecha	Saldo a Amortizar	Amortización	Interés	Flujo	Días por Vencer	Valor Actual
0	1-Ago-04	4.500.000,00		62.662,50	62.662,50		61.134,15
1	1-Ago-05	4.125.000,00	375.000,00	250.650,00	625.650,00	360,00	561.430,44
2	1-Ago-06	2.625.000,00	1.500.000,00	198.431,25	1.698.431,25	720,00	1.412.372,53
3	1-Ago-07	1.125.000,00	1.500.000,00	114.881,25	1.614.881,25	1.080,00	1.216.819,99
4	1-Ago-08		1.125.000,00	31.331,25	1.156.331,25	1.440,00	798.747,26

FUENTE - Elaborado por autores

Plazo a 360 días	1.440,00
Fecha valor	1-Ago-04
Tasa nominal	8,00%
Tasa efectiva	8,24%

Valor actual	4.717.763,17
Días transcurridos	0
Intereses devengados	0,00
Valor Efectivo	4.717.763,17
Precio Limpio	94,36%

De acuerdo a lo expresado por este principio tenemos que el precio aumentará en 4.35 puntos porcentuales cuando el rendimiento baja 2% y tan solo disminuirá 4.10 puntos porcentuales cuando el rendimiento sube en la misma magnitud, partiendo del modelo original a una tasa del 10% de rendimiento.

6.6 Análisis del Valor Incremental dada la Emisión

Dadas las dos alternativas a analizar, tenemos que existen vidas útiles diferentes, lo que significa que a fin de analizarlas deberemos homogenizar flujos para poder realizar posteriores comparaciones.

Para el efecto utilizaremos el Método de CAUE, el Costo Anual Uniforme Equivalente, a fin de establecer cuál de las dos alternativas resulta mayormente atractiva, es decir, aquella con un menor costo.

6.6.1 Costo Anual Uniforme Equivalente.- Este método nos permitirá hacer comparaciones entre dos alternativas, deuda bancaria vigente versus la emisión de obligaciones, con vidas útiles diferentes.

De acuerdo a lo observado en la *Tabla 8.8 Financiamiento bancario*, PREDUCA S.A. tiene una estructura de pagos en forma de anualidades constantes hasta el año 2010 de USD 827.229 y un saldo por amortizar de USD 3.235.462. Al utilizar la técnica del CAUE¹, el saldo por amortizar se vuelve un valor de USD 742.894, ello sumado al desembolso anual por intereses y capital nos da un CAUE igual a USD 1.570.123.

Por el lado de la emisión de obligaciones, los pagos anuales difieren uno de otro, como se observa en la *Tabla 6.7 Amortización de Capital Constante*, por lo que se llevó cada flujo al valor presente para luego convertirlos en anualidades periódicas durante la vigencia de la emisión, esto es 4 años. Finalmente el CAUE de esta opción arrojó un resultado de

¹ Ingeniería Económica. Leland T. Blank y Anthony J. Tarkin. Tercera Edición McGraw Hill. Pag. 144

USD 35.482, lo que representa un costo menor que el que se experimenta en mantener un crédito bancario. Basados en estos resultados, la emisión de obligaciones da a PREDUCA S.A. una mejor opción en minimización de costos de financiamiento que desemboca en un beneficio para ella, al cambiar de un financiamiento de seis años por otro a cuatro. Cabe recalcar que los flujos estudiados en este capítulo corresponden exclusivamente a los desembolsos implícitos en el papel en el caso de la emisión de obligaciones y por deuda bancaria en el caso vigente de PREDUCA S.A.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Como mencionamos al inicio de nuestro proyecto, nuestro objetivo principal es poder otorgar a la empresa en estudio una nueva alternativa de financiamiento que permita oxigenar sus Estados Financieros, cambiando su actual deuda bancaria por otra a menor costo. A ello agregamos el poder aportar con un formato general de procedimientos a seguir que permita una clara visión de lo que es una emisión de obligaciones o papeles de deuda, alternativa que ha demostrado que se puede tener beneficios mayores que un endeudamiento tradicional; definitivamente creemos de imperiosa necesidad el fomentar un mayor desarrollo económico de la empresa, a través de la creación de un producto nuevo en el mercado, al pertenecer a un sector distinto a los habituales, de competencia y servicio diferente.

Por el lado del Mercado de Valores, hemos constatado las cifras manejadas que confirman que el 2003 fue un año de repunte. Dentro de este incremento la demanda por obligaciones fue la mayor en importancia al registrar un aumento multiplicado casi por diez, al pasar de 1.62 millones de dólares de negociaciones a 10.6 millones, durante este mismo año.

Actualmente, su crecimiento sigue en ascenso y las tasas de negociaciones siguen siendo atractivas al inversionista, manteniendo un nivel por encima de las tasas referenciales.

Como mencionamos anteriormente, gran parte del éxito de este mecanismo se atribuye a las decisiones empresariales adoptadas durante el 2003, donde varias empresas colocaron obligaciones, quienes encontraron una manera de destacar su fortaleza y dar credibilidad al momento de ofertar los títulos, resaltando los beneficios de obtener préstamos a mediano y largo plazo a un menor costo, a la vez que pagan tasas atractivas al inversionista, es decir, por encima de la pasiva referencial.

De acuerdo a datos estadísticos, en el comportamiento de los precios se observa una tendencia ascendente durante el 2.002 y el 2.003. Ello indica que la tasa de Rendimiento expresada por el riesgo percibido por el inversionista ha tendido hacia la baja, lo cual se traduce en mayor confianza del obligacionista al momento de invertir.

La introducción de FIDUCIA S.A. como complemento en nuestra emisión de obligaciones dará al inversionista la pauta de diferenciación con respecto al resto de las emisiones existentes en el mercado. El objetivo de ello radica en proporcionar a nuestro inversionista la seguridad de que recibirá sus pagos a tiempo y que para ello el originador se compromete a apartar los flujos desde el momento en que se realiza la emisión a fin de contar con el dinero correspondiente al pago de intereses y de capital inherente al papel. Es decir, la entidad fiduciaria tendrá bajo su cautela y administración los flujos de la empresa, para ir provisionando los flujos para el inversionista. De esta

manera se quiere evitar colapsos para el tenedor del papel en caso de algún problema financiero que pueda atravesar la empresa emisora.

De acuerdo a nuestros comentarios emitidos en capítulos anteriores, los resultados netos obtenidos en los estados de P y G son mucho más alentadores si se implementa la emisión de obligaciones, sin embargo, no se demuestra lo mismo al analizar los flujos de caja, ya que en ellos se incluyen los costos por realizar dicho proceso, además de las amortizaciones de capital que representan uno de los mayores rubros egresos. Como resultado, PREDUCA S.A. experimenta pérdida al emitir las obligaciones, aunque es necesario recalcar que en el año 2004 registra un flujo de caja mucho mayor que cualquier otro año en cualquier otra alternativa estudiada hasta el momento, lo que nos lleva a establecer el supuesto de recapitalización de la empresa, es decir, un manejo de dichos fondos a fin de que respalden a la empresa los años posteriores y permitan registrar ingresos por inversiones realizadas que permitan a PREDUCA S.A. sobreponerse a los posibles flujos negativos de acuerdo a nuestra proyección realizada. Obviamente, una reinversión de fondos es lo recomendable, pero estamos conscientes que la decisión final será del directorio de PREDUCA S.A.

Definitivamente, para nuestra empresa en estudio el endeudamiento bancario no traerá mayores beneficios que la implementación de una emisión de obligaciones. El cambiar una deuda de largo plazo por una de mediano plazo

a tasas más bajas, permitirán inyectar capitales frescos a la empresa y le dará mayor amplitud y flexibilidad al momento de hacer frente a sus pagos.

ANEXO 1

COSTOS DE UNA ASESORIA DE UNA CASA DE VALORES

Los servicios de asesoría que prestan la Casas de Valores para estructurar una Oferta Pública pueden variar en una u otra casa de valores, también el valor que cobran o comisión por colocar los títulos de la oferta en cuestión.

El costo en promedio de las casa de Valores por concepto de asesoría es de US\$10000.00. Hay quienes cobran un porcentaje como: entre 0.5% y 1% del monto.

Puede darse el caso que una empresa ya tenga una Oferta Pública pero necesita colocarlo, en ese caso las Casas de Valores cobran un valor adicional al de solo colocar los títulos, esto es para asegurarse que los títulos estén bien estructurado. El valor por esta revisión puede llegar a ser de US\$1000.00.

Para la colocación de los títulos las Casas de Valores cobran valores que estarán alrededor del 1% del monto colocado.

ANEXO 2

COSTOS DE UNA CALIFICACIÓN DE RIESGO

La calificación de riesgo es la actividad por la cual se da a conocer al público en general y al mercado la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos adquiridos por la oferta pública.

Los entes calificados y controladas por las Superintendencia de Compañías son las Calificadoras de Riesgo que son sociedades anónimas que tienen por objeto principal la calificación del riesgo de los valores y emisores.

Todo valor que se desee colocar en el mercado de valores para su negociación debe ser calificado por este ente, están exentos de esta calificación aquellos que son respaldados, emitidos, avalados por el Banco Central del Ecuador, Ministerio de Finanzas, así como las acciones de sociedades anónimas y demás valores patrimoniales.

La calificación de acciones u otros valores patrimoniales de un emisor, será voluntaria por lo que podrá efectuarse oferta pública sin contar con al respectiva calificación de riesgo.

Los valores que pueden cobrar las compañías calificadoras de riesgo pueden ser diferentes de acuerdo a un porcentaje del monto a invertir o alguna tarifa fija, para lo cual la Calificadora decidirá.

Los montos que se podrían manejar son: 3 o 4 por mil, actualizaciones semestrales del 1.5% sobre el monto, para valores variables, en cambio para valores fijos pueden estar por los US\$4000.00 la calificación inicial y US\$500.00 para las actualizaciones semestrales.

ANEXO 3

COSTOS DE UN REPRESENTANTE DE OBLIGACIONES Y UN AGENTE PAGADOR

De acuerdo a la Ley, una Oferta Pública de Obligaciones debe tener un Representante de Obligacionistas que generalmente es un profesional con conocimientos de mercado de valores, leyes, regulaciones, etc. El costo del Representante puede estar entre los \$500.00 y \$1000.00 por cada semestre.

En cambio un Agente Pagador generalmente es un banco, cuyos valores a cancelar son por concepto de servicio de pagar, a nombre del emisor, los cupones periódicos de interés y/o capital, el rubro que corresponde al agente por concepto depende generalmente del monto de la Oferta Pública. Este valor puede ser de 0.1% del monto pagado.

ANEXO 4

INFORMACIÓN A INCLUIR EN UN PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA DE OBLIGACIONES

- Nombre del Emisor
- Número de RUC
- Fecha de otorgamiento de la escritura pública de constitución e inscripción en el registro mercantil,
- Plazo de duración
- Domicilio principal de la compañía, con la indicación de la dirección, teléfono y fax de la oficina principal y de las sucursales si las tuviere.
- Objeto social
- Capital suscrito, pagado y autorizado de ser el caso
- Número de acciones, clase, valor nominal de cada acción y series
- Nombre y apellidos de los principales accionistas propietarios de más del diez por ciento de las acciones representativas del capital suscrito de la compañía, con indicación del porcentaje de su respectiva participación.
- Nombres y apellidos del representante legal, administradores y directores, si los hubiera

- Nombres y apellidos del representante legal, administradores y directores, si los hubiera;
- Referencia de empresas vinculadas, de conformidad con lo dispuesto en los artículos 46 de la Ley de Mercado de Valores y 439 de la Ley de Compañías;
- Número de empleados, trabajadores y directivos de la compañía;
- Participación en el capital de otras sociedades; y,
- Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías aprobando la oferta pública y sus inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

Características de la emisión

- Fecha del acta de junta general de accionistas o socios que hayan resuelto la emisión;
- Monto y plazo de la emisión;
- Indicación de la unidad monetaria o las unidades de valor constante en que se represente la emisión;
- Número y valor nominal de la obligaciones que comprende cada serie;
- Indicación de si las obligaciones serán a la orden o al portador;
- Tasa de interés y forma de reajuste, de ser el caso;
- Fecha a partir de la cual el tenedor de las obligaciones comienza a ganar intereses;

- Indicación de si los títulos llevarán cupones para el pago de intereses. En este caso los cupones deberán indicar su valor o la forma de determinarlo, la fecha de su vencimiento y el número de serie;
- Plazo y forma de amortización, lugar y modalidad de pago e indicación del agente pagador, si lo hubiere;
- Clase de garantía;
- En caso de que la emisión este amparada por garantía específica, el detalle de bienes o cauciones que la conforman; monto estimado y fundamento de la estimación;
- Si la garantía consistiera en flujos de fondos, deberá señalarse el nombre del fiduciario;
- Tratándose de emisiones convertibles en acciones se deberá especificar los términos en que se realizará la conversión;
- Nombre del representante de los obligacionistas;
- Resumen del convenio de representación y su número de inscripción en el Registro del Mercado de Valores;
- Descripción del sistema de colocación o Underwriting con la indicación del responsable de la colocación o Underwriter si lo hubiera;
- Destino de los recursos a captar; y,
- Número y fecha de la Resolución expedida por la Superintendencia de Compañías aprobando la oferta pública y su inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

Información económico-financiera

- Descripción del entorno económico en que ha venido desarrollando y desarrollará sus actividades;
- Estados consolidados y actualizados de situación, de resultados, de cambios en la situación patrimonial y flujo de fondos correspondientes a los tres últimos ejercicios económicos auditados;
- Descripción de los principales activos productivos e improductivos existentes a la fecha, con la indicación de las adquisiciones y enajenaciones de importancia realizadas en el último ejercicio económico;
- Para el mismo período señalado en el numeral 2 (de los últimos 3 años), al menos los siguientes indicadores económico-financieros:
- Liquidez, prueba ácida; endeudamiento; total de activos con indicación de las inversiones y enajenaciones de importancia realizadas; volumen de ventas en unidades físicas y monetarias; costos fijos y variables; utilidad operativa; gastos financieros; utilidad antes de impuesto; utilidad neta; utilidad por acción e ingresos no operacionales; y
- La clasificación actualizada, emitida por una calificadora de riesgo.

ANEXO 5

REQUISITOS PARA LA INSCRIPCIÓN DE EMISORES Y VALORES

REQUISITOS PARA INSCRIPCIÓN DE EMISORES EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES

1. Carta modelo de inscripción.
2. La Descripción de la entidad a inscribirse que contenga la siguiente información:
 - a. Denominación, domicilio, número del RUC, direcciones domiciliaria y postal, teléfonos y telefax;
 - b. Fechas de su constitución y reformas;
 - c. Descripción del sector en el que se desarrolla su actividad principal;
 - d. Estructura de la propiedad del capital con determinación de los principales socios o accionistas; número de acciones o participaciones y participación porcentual;
 - e. Nombres, apellidos, cargos y currículo vital del representante legal y administradores;
 - f. Nombre del auditor externo y de la calificadora de riesgo, de ser el caso;
 - g. Número de empleados y trabajadores;
 - h. Breve descripción de la historia del emisor;

- i. Participación en el capital de otras empresas;
 - j. Las demás informaciones económico – financieras que establezca el CNV.
3. Curriculum Vitae del representante legal y administradores.
 4. Estados financieros auditados de los tres últimos ejercicios económicos, con sus respectivas notas explicativas (si aplicare). En cualquiera de los casos, los mismos deberán encontrarse aprobados por la Junta General de Accionistas.
 5. Aprobación de la correspondiente Junta General o del Organo de Administración al que en los respectivos estatutos sociales se delegue o asigne tal atribución.

REQUISITOS PARA INSCRIPCION DE OBLIGACIONES EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES

Requisitos par la inscripción de Obligaciones emitidas por el sector privado financiero y no financiero

Para la inscripción de obligaciones amparadas con garantía general o específica y de las convertibles en acciones, se presentarán los siguientes documentos:

1. Solicitud para inscripción
-

2. Copia certificada de la escritura pública de la emisión, inscrita en el correspondiente Registro, de ser el caso.
 3. Convenio de Representación de Obligacionistas
 4. Copia del prospecto de Oferta Pública (información detallada en el anexo 4)
 5. Certificado de una calificación de riesgo
 6. Formato del correspondiente título o certificado
 7. Documento descriptivo de las condiciones de la oferta y del sistema de colocación y distribución.
 8. Si se trate de obligaciones emitidas por el sector financiero, será necesaria la autorización previa de la Superintendencia de Bancos.
-

ANEXO 6**MODELOS DE CARTAS A LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS****Solicitud de inscripción**

Ciudad, mes, día de 200

Señores

REGISTRO DE MERCADO DE VALORES

Ciudad

De mis consideraciones:

Por medio de la presente solicito a Ud., se sirva a someter a consideración la inscripción de (razón social del emisor) en el Registro del Mercado de Valores de.....como Emisor de Valores, además de aprobar la Oferta Pública dedel mismo.

Adjunto sírvase encontrar la documentación necesaria para la inscripción en mención, que de acuerdo al Reglamento de Inscripción de Emisores y Valores estamos obligados a remitir.

Declaro además que la información y documentos proporcionados son veraces y fidedignos.

Por la atención que se sirva dar a la presente.

Atentamente,

.....

Gerente General (Representante Legal de la Compañía emisora)

Carta formato declaración de activos libres de gravamen

Guayaquil, Mes día de Año

Señores

SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑIAS

Ciudad

De mis consideraciones:

Por medio de la presente certifico a ustedes que el día(...) de año(.....), el total de activos de la empresa (razón social completo)....., asciende aUS\$, donde se incluye un total deUS\$, correspondiente a activos diferidos, pagados anticipados, y activos pignorados.

Los únicos activos que se encuentran pignorados en la empresa son los siguientes:

Descripción

Valor en libros a la fecha del estado
de situación actualizado

Xxxxxxxxxxx

xxxxxxxxxxxxx

Xxxxxxxxxxxx

xxxxxxxxxxxx

Total

xxxxxxxxxxxx

Considerando lo anteriormente indicado, los activos libres de gravamen luego de deducir los activos diferidos, pagos anticipados y activos pignorados ascienden aUS\$.

Declaro que la información antes descrita es veraz en su totalidad.

Sin otro particular me suscribo.

Muy atentamente,

Nombre del Representante Legal

Cargo del Representante Legal



**Carta formato declaración de la no inhabilitación del Representante de
los Obligacionistas.**

Guayaquil, Mes día de Año

Señores

SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑIAS

Ciudad

De mis consideraciones:

Yo,....., Representante Legal de la Compañía.....(razón social) por este medio certifico a ustedes, que mi representada no esta incurso en ninguna de las prohibiciones señaladas en el tercer inciso del artículo 165 de la Ley de Mercado de Valores, para ejercer el cargo de representante de los Obligacionistas de la emisión de obligaciones de la compañía (razón social del emisor de las obligaciones).....

Atentamente,

Representante Legal de Compañía y/o

Estudio Jurídico Especializado

ANEXO 7

REQUISITOS ADICIONALES PARA INSCRIPCION DE EMISORES Y VALORES EN LA BVG

Para inscribirse en Bolsa de Valores, el emisor deberá adicional a la información entregada a la Superintendencia de Compañías (detallada en el anexo 5) lo siguiente:

REQUISITOS ADICIONALES PARA INSCRIPCION DE EMISORES EN LA BOLSA DE VALORES

1. Carta Solicitud dirigida a la Secretaría General de la BVG.
2. Formulario de Información General (Ver anexo 12).
3. Resolución emitida por la Superintendencia de Compañías en la que ordena la inscripción en el Registro del Mercado de Valores.
4. Certificado de Inscripción del emisor en el Registro del Mercado de Valores.
5. Copia de la escritura pública de constitución con la fe de inscripción en el Registro Mercantil
6. Estatutos Sociales con última reforma y de cualquier otro acto societario.
7. Nómina de directores y Administradores.

8. **Nombramiento del Representante Legal debidamente inscrito en el Registro Mercantil**
9. **Copia certificada del acta de la Junta General o del órgano competente en la que conste la autorización para la inscripción**
10. **Informe de la Administración y del Comisario de los tres últimos ejercicios económicos**
11. **Estados financieros individuales y consolidados, si procediere, del último trimestre finalizado, según las normas de la Superintendencia del ramo. Entiéndase como estados financieros el Balance General, Estado de Resultados, Estado de Evolución Patrimonial y Estado de Flujo de Efectivo.**

REQUISITOS ADICIONALES PARA INSCRIPCION DE OBLIGACIONES EN LA BOLSA DE VALORES

1. **Solicitud para inscripción dirigida a la Secretaría General de la BVG**
2. **Formulario de Información General (Ver anexo 12).**
3. **Resolución emitida por la Superintendencia de Compañías en la que se ordena la inscripción en el Registro del Mercado de Valores.**
4. **Certificado de Inscripción del valor en el Registro del Mercado de Valores.**

5. Copia del Prospecto de oferta pública aprobado por la Superintendencia de Compañías, con sello y rúbrica de aprobación.
6. Prospecto de oferta pública, en número suficiente para las Casas de Valores (Guayaquil y Quito 70).

ANEXO 8**MODELOS DE CARTAS A LA BOLSA DE VALORES****Solicitud de inscripción**

Ciudad, mes, día de 200_

Señor

Enrique Arosemena Baquerizo

DIRECTOR GENERAL

CORPORACION CIVIL BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL

De mis consideraciones:

Por medio de la presente solicito a Ud., se sirva someter a consideración del Directorio de su representada la inscripción deen el Registro de la Bolsa de Valores de Guayaquil como Emisor de Valores, así como de sus títulos.....

Adjunto a la presente sirvase encontrar la documentación necesaria para la inscripción en mención, que de acuerdo al Reglamento de Inscripción de

Emisores y Valores de la Bolsa de Valores de Guayaquil estamos obligados a remitir.

Declaro además que la información y documentos proporcionados son veraces y fidedignos.

Por la atención que se sirva dar a la presente.

Atentamente,

.....

Gerente General (Representante Legal de la Compañía emisora)

(Representante Legal de la Casa de Valores asesora)

Declaración a la Bolsa de Valores

Ciudad, mes, día de 200_

Señor

Enrique Arosemena Baquerizo

DIRECTOR GENERAL

CORPORACION CIVIL BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL

De mis consideraciones:

Yo.....en mi calidad de Representante Legal de.....(1).....declaro bajo juramento que la información remitida a ustedes a través de la Casa de Valores..... es fidedigna y veraz.

Atentamente,

.....

Gerente General (Representante Legal de la Compañía Emisora).

(1) Razón social de la compañía emisora.

ANEXO 9

DETERMINACION DEL VALOR A PAGAR POR CUOTA DE INSCRIPCION Y MANTENIMIENTO

El cálculo de la cuota anual de inscripción o de mantenimiento se lo realiza de la siguiente manera:

1. Tomamos en valor del patrimonio en unidades monetarias.
2. El cálculo de la cuota variará de acuerdo a la siguiente tabla:

Por los primeros USD\$ 22,300,000	0.025%
Por los segundos USD\$ 22,300,000	0.020%
Por los terceros USD\$ 22,300,000	0.015%
Por los cuartos USD\$ 22,300,000	0.010%
Cualquier excedente	0.005%

Esta tabla nos indica la metodología de cálculo de la cuota, si el patrimonio es de un valor hasta US\$22,300,000 el valor se lo multiplica por 0.025%, si excediera esta cantidad la diferencia se la multiplica por 0.020%, si el excedente sobrepasa los US\$22,300,000 se multiplica este valor por 0.020%, y la diferencia por 0.015% y así sucesivamente.

ANEXO 10

FORMULARIO DE INFORMACION GENERAL

FORMULARIO DE INFORMACION TRIMESTRAL



Razón Social:			
Nombre corto:		Fecha de constitución:	
Fecha de inscripción en RMV:		Fecha de inscripción en BV:	
Dirección Legal:	Provincia:	Ciudad:	Ubicación:
Casilla postal:		Correo electrónico:	
Teléfonos:		Faxes:	
Dirección Administrativa:	Provincia:	Ciudad:	Ubicación:
Casilla postal:		Correo electrónico:	
Teléfonos:		Faxes:	
RUC:	Código CIU:	Sector SIC:	
Objeto social:			
Actividad principal:			
Principales productos:			
Política de compras:			
Política de ventas:			
Breve descripción de la historia del emisor:			
Catificadora de riesgo:			
No. de Agencias:		No. de Sucursales:	

8. Detalle de empleados y trabajadores:

DEPARTAMENTO	NUMERO DE EMPLEADOS
Administración	
Dirección	
Producción	
Otros	
TOTAL	

9. Adjuntar Organigrama de la Empresa

ESTRUCTURA DEL CAPITAL



1. Diez principales accionistas:

	NOMBRE	NACIONALIDAD	NUMERO DE ACCIONES	PARTICIPACION PORCENTUAL
1				
2				
3				
4				
5				
6				
7				
8				
9				
10				

2. Estructura de capital según tipo de accionista:

TIPO DE ACCIONISTA	NUMERO DE ACCIONES	NUMERO DE ACCIONISTAS
Sociedades anónimas		
Sociedades de responsabilidad limitada		
Fondos de Inversión		
Fondos Colectivos		
Personas naturales		
Sector público		
TOTAL		

3. Composición del capital:

3.1 Acciones Ordinarias:

VALOR NOMINAL	AUTORIZADO	SUSCRITO	PAGADO	EN TESORERIA
TOTAL				

DISTRIBUCION DE BENEFICIOS



1. Reparto de utilidades (dividendo efectivo) en los tres últimos años:

ANO	MONTO (EN SUCRES)	SUCRES POR ACCION	PARTICIPACION UTILIDADES (%)

2. Dividendos en acciones repartidos en los últimos tres años:

ANO	CUENTA ORIGEN	CAPITAL SOCIAL (%)

3. Política de pago de dividendos:

Guayaquil, de 200__

Señores

Departamento de Empresas

Area Técnica y Desarrollo

Bolsa de Valores de Guayaquil

Ciudad

Estimados señores:

ASUNTO: FORMULARIO DE INFORMACION TRIMESTRAL

Les adjunto los formularios de información trimestral de nuestra
compañía _____, actualizados al _____ de
19 _____.

Dejo constancia que la información aquí adjunta es veraz.

Atentamente,

FIRMA AUTORIZADA

CARGO

Guayaquil, 200_

Señores

Departamento de Empresas

Area Técnica y Desarrollo

Bolsa de Valores de Guayaquil

Ciudad

Estimados señores:

ASUNTO: FORMULARIO DE INFORMACION TRIMESTRAL

Les informo que en el trimestre que acaba de terminar no hubo cambios en la información registrada en el FIT de mi representada [nombre del emisor].

Gracias por su atención.

Atentamente,

FIRMA AUTORIZADA

CARGO

ANEXO 12

COMISIONES

Comisiones que cobra la Casa de Valores

Esta comisión es libre de contratación y puede variar dependiendo de la dificultad de vender o comprar el título, pero generalmente oscila entre el 0.5% y 1%.

Comisiones que cobra la BVG

El único costo que la Bolsa cobra por proveer los servicios necesarios para que las operaciones se realicen en un marco de seguridad, transparencia y orden, es la comisión sobre el valor efectivo de la transacción efectuada.

Acciones

0.1% sobre el Valor Efectivo

Titulos de Renta Fija (plazo mayor a un año)

0.1% sobre el Valor Efectivo

Titulos de Renta Fija (plazo menor a un año)

0.1% sobre el Valor Efectivo Anualizado (multiplicador por el Plazo por Vencer / 360)

TABLA 6.2 ESTADO P Y G CON EMISION DE OBLIGACIONES

Estados de Pérdidas y Ganancias
PREDUCA S.A.

Ingresos
Maniobras
Pensiones y Vacacionales
Materiales y Computación
Ingreso División Idiomas: Alianza Francesa
Bar: Ingreso Neto - Alquiler de Libros
Almacén: Ingreso Neto
Otros Ingresos
Egresos
Egresos del Personal
Mantenimiento y Reparaciones
Actividades Extracurriculares
Papelaría y Materiales
Otros Gastos Administrativos
Unidad antes de Depreciación e Intereses
Depreciación
Amortización
Castigo de precio
Unidad Operacional
Ingresos Financieros
Gastos Financieros
Costos emisión
Resultados antes de Impuestos
Participación Trabajadores
Impuesto a la Renta
Resultados Netos

FUENTE PREDUCA

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
2.246.938	1.131.095	2.086.781	2.972.407	3.452.661	3.637.081,44	3.831.352,51	4.036.000,38	4.251.579,32	4.478.673,38	4.717.897,04	
120.777	60.735	79.684	190.184	208.296	219.421,92	231.142,13	243.488,35	266.494,04	270.194,41	284.626,58	
1.766.717	891.512	1.210.525	2.331.919	2.708.972	2.893.669,04	3.006.094,32	3.166.662,48	3.335.806,59	3.513.985,37	3.701.681,39	
108.279	54.410	187.404	271.220	314.257	331.042,72	348.725,04	367.351,84	386.373,57	407.643,38	429.417,24	
-	8.581	15.962	22.363	21.090	22.216,50	23.403,17	24.653,23	25.370,06	27.357,22	28.818,48	
17.574	11.785	23.958	65.903	100.449	105.614,38	111.466,35	117.420,22	123.692,10	130.298,99	137.258,78	
53.002	11.629	11.790	36.062	48.668	51.267,58	54.005,96	56.890,63	59.329,39	63.130,46	66.562,51	
180.590	132.444	557.558	54.757	50.929	53.649,32	56.514,95	59.533,84	62.713,57	66.063,35	69.592,06	
-1.601.744	-809.192	-1.256.208	-2.043.613	-2.687.136	-2.700.969,98	-2.819.912,55	-2.943.884,42	-3.073.415,33	-3.208.645,61	-3.349.826,02	
-1.203.991	-570.632	-906.228	-1.460.174	-1.973.865	-2.060.715,06	-2.151.398,52	-2.246.047,53	-2.344.873,62	-2.449.048,06	-2.555.762,17	
-73.081	-23.034	-41.032	-96.088	-100.435	-104.894,14	-109.467,72	-114.294,30	-119.312,81	-124.562,57	-130.043,33	
-12.496	-11.016	-21.890	-58.496	-58.067	-60.621,95	-63.289,31	-66.074,04	-68.981,30	-72.016,49	-75.185,20	
-38.542	-19.481	-49.827	-97.042	-92.042	-96.091,85	-100.319,69	-104.733,96	-109.342,26	-114.153,32	-119.176,06	
-273.645	-185.030	-217.232	-332.813	-362.727	-378.686,99	-395.349,22	-412.744,58	-430.905,34	-449.865,18	-469.693,25	
645.194	321.903	830.573	928.794	965.525	936.111,46	1.011.939,95	1.092.185,96	1.178.163,98	1.270.027,57	1.368.071,02	
-243.712	-91.389	-256.806	-266.145	-287.737	-287.737,00	-287.737,00	-287.737,00	-287.737,00	-287.737,00	-287.737,00	
-	-	-395.285	-373.044	-376.095	-376.095,00	-376.095,00	-376.095,00	-376.095,00	-376.095,00	-376.095,00	
-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
401.482	230.514	216.482	289.603	201.633	272.279,46	347.707,85	428.283,96	514.331,98	606.195,57	704.239,02	
-2414.367	-1.166.866	-1.032.852	-604.983	-597.672	-636.214,58	-62.662,50	-250.650,00	-198.431,25	-114.881,25	-31.331,25	
-30.000,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
-2.012.895	-336.342	-814.071	-315.380	-395.379	-423.935,13	285.045,35	177.633,96	315.300,73	491.314,32	672.907,77	
-	-	-	-	-	-	-	-42.757	-26.645	-47.385	-73.697	-100.936
-	-	-	-	-	-	-	-71.261	-44.408	-78.375	-122.829	-168.227
-2.012.895	-336.342	-814.071	-315.380	-395.379	-423.935,13	171.027,21	106.580,38	185.540,44	294.798,59	403.744,68	

ANEXO 12

TABLA 6.3

Flujo de Caja con Deuda Bancaria PREDUCA S.A.	
Ingresos	
Matrículas	
Pensiones y Vacacionales	
Materiales y Computación	
Ingreso División Míomas: Alianza Francesa	
Bar: Ingreso Neto - Alquiler de Libros	
Almacén: Ingreso Neto	
Otros Ingresos	
Egresos	
Egresos del Personal	
Mantenimiento y Reparaciones	
Actividades Extracurriculares	
Papelaría y Materiales	
Otros Gastos Administrativos	
Depreciación	
Amortización	
Resultado Operativo	
Gastos Financieros	
Participación Trabajadores	
Impuesto a la Renta	
Resultados Netos	
Depreciaciones y Amortizaciones	
Depreciación	
Amortización	
Amortización Capital	
Flujo de Caja	

FUENTE PREDUCA

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
3.637.061,4	3.831.352,5	4.036.000,4	4.251.579,3	4.478.673,2	4.777.897,0	4.969.898,8	5.235.361,0	
219.421,9	231.142,1	243.488,4	256.494,0	270.194,4	284.626,6	299.829,6	315.844,7	
2.853.669,0	3.006.094,9	3.166.662,5	3.335.806,6	3.513.985,4	3.701.681,4	3.899.403,0	4.107.685,7	
331.042,7	348.725,0	367.351,8	386.973,6	407.843,4	429.417,2	452.354,1	476.516,2	
22.216,5	23.403,2	24.853,2	25.970,1	27.357,2	28.818,5	30.357,8	31.979,3	
105.814,4	111.466,4	117.420,2	123.692,1	130.299,0	137.258,8	144.590,3	152.313,5	
51.267,6	54.006,0	56.890,6	59.929,4	63.130,5	66.502,5	70.054,7	73.796,8	
53.649,3	56.514,9	59.533,6	62.713,8	66.063,3	69.592,1	73.309,2	77.225,0	
-3.364.802,0	-3.483.644,7	-3.607.716,4	-3.737.247,3	-3.872.477,6	-4.013.658,0	-4.161.050,4	-4.314.928,0	
-2.060.715,1	-2.151.386,5	-2.246.047,5	-2.344.873,6	-2.448.048,1	-2.555.762,2	-2.668.215,7	-2.785.617,2	
-104.854,1	-109.467,7	-114.284,3	-119.312,8	-124.562,6	-130.043,3	-135.765,2	-141.738,9	
-60.821,9	-63.289,3	-66.074,0	-68.981,3	-72.016,5	-75.185,2	-78.493,4	-81.947,1	
-96.091,8	-100.319,9	-104.734,0	-109.342,3	-114.153,3	-119.176,1	-124.419,8	-129.894,3	
-378.687,0	-395.349,2	-412.744,6	-430.905,3	-449.885,2	-469.659,2	-490.324,3	-511.898,5	
-287.737,0	-287.737,0	-287.737,0	-287.737,0	-287.737,0	-287.737,0	-287.737,0	-287.737,0	
-376.095,0	-376.095,0	-376.095,0	-376.095,0	-376.095,0	-376.095,0	-376.095,0	-376.095,0	
272.279,5	347.707,9	428.284,0	514.332,0	606.195,6	704.239,0	808.848,4	920.413,0	
-636.214,6	-515.116,1	-465.601,6	-408.229,3	-341.754,9	-264.734,2	-175.494,2	-72.096,3	
-	-	-	-15.915,4	-39.666,1	-65.925,7	-95.003,1	-127.250,5	
-	-	-	-26.525,7	-66.110,2	-109.876,2	-158.338,6	-212.084,2	
423.935,1	167.410,2	37.317,6	63.661,6	158.664,4	263.702,9	380.012,5	509.002,0	
663.832,0	663.832,0	663.832,0	663.832,0	663.832,0	663.832,0	663.832,0	663.832,0	
287.737,0	287.737,0	287.737,0	287.737,0	287.737,0	287.737,0	287.737,0	287.737,0	
376.095,0	376.095,0	376.095,0	376.095,0	376.095,0	376.095,0	376.095,0	376.095,0	
-205.702,7	-312.110,7	-361.627,2	-418.939,5	-485.473,9	-562.494,6	-651.734,5	-755.132,5	
34.194,2	184.311,1	264.897,2	308.494,1	337.022,5	365.040,3	392.110,0	417.701,5	

ANEXO 13

TABLA 6.4

**Flujo de Caja con Emisión de Obligaciones
PREDUCA S.A.**

Ingresos
Matrículas
Pensiones y Vacacionales
Materiales y Computación
Ingreso División Idiomas: Alianza Francesa
Bar: Ingreso Neto - Alquiler de Libros
Almacén: Ingreso Neto
Otros Ingresos
Ingreso por Emisión de Obligaciones
Egresos
Egresos del Personal
Mantenimiento y Reparaciones
Actividades Extracurriculares
Papelaría y Materiales
Otros Gastos Administrativos
Depreciación
Amortización
Variación por castigo del mercado
Resultado Operativo
Costos de Emisión
Gastos Financieros
Resultados antes de intereses e imptos
Participación Trabajadores
Impuesto a la Renta
Resultados Netos
Depreciación y amortización
Depreciación
Amortización
Amortización de capital
Variación por castigo del mercado
Flujo de Caja

FUENTE PREDUCA

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
3.637.081,4	7.991.656,9	4.036.000,4	4.251.579,3	4.478.673,2	4.717.897,0	
219.421,9	231.142,1	243.488,4	256.494,0	270.194,4	284.626,6	
2.893.669,0	3.006.094,9	3.166.662,5	3.335.806,6	3.513.985,4	3.701.681,4	
331.042,7	348.725,0	367.351,8	386.973,6	407.643,4	429.417,2	
22.216,5	23.403,2	24.653,2	25.970,1	27.357,2	28.818,5	
105.814,4	111.486,4	117.420,2	123.692,1	130.299,0	137.258,8	
51.267,6	54.006,0	56.890,6	59.929,4	63.130,5	66.502,5	
53.649,3	56.514,9	59.533,6	62.713,6	66.063,3	69.592,1	
-	4.050.304,4	-	-	-	-	
-3.364.802,0	-3.573.583,8	-3.697.655,6	-3.827.186,5	-3.962.416,7	-4.103.597,1	
-2.060.715,1	-2.151.386,5	-2.246.047,5	-2.344.873,6	-2.448.048,1	-2.555.762,2	
-104.854,1	-109.487,7	-114.284,3	-119.312,8	-124.562,6	-130.043,3	
-60.621,9	-63.289,3	-66.074,0	-68.981,3	-72.016,5	-75.185,2	
-96.091,8	-100.319,9	-104.734,0	-109.342,3	-114.153,3	-119.176,1	
-378.887,0	-396.349,2	-412.744,6	-430.905,3	-449.885,2	-469.859,2	
-287.737,0	-287.737,0	-287.737,0	-287.737,0	-287.737,0	-287.737,0	
-376.095,0	-376.095,0	-376.095,0	-376.095,0	-376.095,0	-376.095,0	
-	-89.939,1	-89.939,1	-89.939,1	-89.939,1	-89.939,1	
272.279,5	4.308.073,1	338.344,8	424.392,9	516.256,4	614.299,9	
-30.000,0	-	-	-	-	-	
-696.214,8	-82.862,5	-260.650,0	-198.431,3	-114.881,3	-31.331,3	
-423.935,1	4.215.410,6	87.694,8	225.961,6	401.375,2	582.968,6	
-	-632.312	-13.154	-33.894	-60.206	-87.445	
-	-1.053.853	-21924	-56.490	-100.344	-145.742	
-423.935,1	2.529.246,3	52.616,9	135.577,0	240.825,1	349.781,2	
663.832,0	753.771,1	753.771,1	753.771,1	753.771,1	753.771,1	
287.737,0	287.737,0	287.737,0	287.737,0	287.737,0	287.737,0	
376.095,0	376.095,0	376.095,0	376.095,0	376.095,0	376.095,0	
-	-	-375.000,0	-1.500.000,0	-1.500.000,0	-1.125.000,0	
-	89.939,1	89.939,1	89.939,1	89.939,1	89.939,1	
239.896,9	3.283.017,5	431.388,0	-610.651,9	-505.403,8	-21.447,7	

ANEXO 14

ANEXO 15**PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA DE EMISION DE OBLIGACIONES**

MONTO:	USD 4.500.000,00
PLAZO:	1.080 Días
CLASE:	"A"
VALOR NOMINAL DE CADA OBLIGACION DE LAS SERIE 1, 2 Y 3:	Serie 1: USD 5.000,00 Serie 2: USD 20.000,00 Serie 3 : USD 50.000,00
TASA DE INTERES:	Tasa internacional PRIME más tres punto cinco puntos porcentuales.
PAGO DE INTERESES:	A través de cupones al portador pagaderos cada noventa días desde la fecha en que la obligación se ponga en circulación.
AMORTIZACION DE CAPITAL:	A través de cupones al portador pagaderos cada noventa días desde la fecha

en que la obligación se ponga
en circulación.

GARANTIA:

General

CALIFICACION:

"AAA"

CALIFICADORA DE RIESGO:

Calificadora de Riesgos
BankWatch Ratings del
Ecuador S.A.

AGENTE PAGADOR:

Banco del Pichincha C.A.

ASESOR EN LA EMISIÓN Y COLOCACIÓN: Pichincha Casa de Valores,
PICAVAL S.A.

REPRESENTANTE DE OBLIGACIONISTAS: Rollback S.A.

Indice

Información General	pag. 3
Características de la emisión	pag. 6
Información económica - financiera	pag. 13
Anexos	pag. 15

1. INFORMACION GENERAL

1.1. NOMBRE DEL EMISOR

1.2. NUMERO DE RUC

1.3. FECHAS DE OTORGAMIENTO DE LA ESCRITURA PUBLICA DE CONSTITUCION E INSCRIPCION EN EL REGISTRO MERCANTIL

PREDUCA S.A fue constituida mediante escritura pública celebrada el
(FECHA) _____, ante el Notario
_____ del cantón (CIUDAD) _____ el
(FECHA).

1.4. PLAZO DE DURACION

PREDUCA S.A fue constituida mediante escritura pública celebrada el
(FECHA) _____, ante el Notario

_____ del cantón _____ el (FECHA)
_____.

1.4. PLAZO DE DURACION

Hasta el (FECHA) _____.

1.5. DOMICILIO, DIRECCION, TELEFONO Y FAX DE LA OFICINA PRINCIPAL

Domicilio: (CIUDAD) _____

Dirección: _____

Teléfono: (593- __) _____

Fax: (593- __) _____

PREDUCA S.A no cuenta con sucursales, ni agencias.

1.6. OBJETO SOCIAL

PREDUCA S.A tiene por objeto social _____

1.7. CAPITAL SUSCRITO Y PAGADO (en dólares de Estados Unidos de América)

Capital suscrito: USD 240,000

Capital pagado: USD _____

1.8. NUMERO DE ACCIONES, CLASE Y VALOR NOMINAL DE CADA ACCION

Número de acciones: _____
Clase: ordinarias y nominativas
Valor nominal de cada acción: USD _____

1.9. PRINCIPALES ACCIONISTAS PROPIETARIOS DE MAS DEL 10% DE LAS ACCIONES REPRESENTATIVAS DEL CAPITAL SUSCRITO DE LA COMPAÑIA

COMPAÑIA	PARTICIPACION
_____	_____
_____	_____
_____	_____

COMPAÑIAS Y EL PORCENTAJE DE LAS ACCIONES QUE REPRESENTA
C/U DE ELLAS

**1.10. REPRESENTANTES LEGALES, ADMINISTRADORES Y
DIRECTORES**

REPRESENTANTE/S LEGAL/ES:

ADMINISTRADORES: Nombres y cargo de c/u

DIRECTORIO:

Nombres y cargo de c/u

VOCALES PRINCIPALES:

VOCALES SUPLENTE:

1.11. EMPRESAS RELACIONADAS

EMPRESA	TIPO VINCULACION	PARTICIPACION	ACTIVIDAD
<hr/>	<hr/>	<hr/>	<hr/>
<hr/>	<hr/>	<hr/>	<hr/>

1.12. PARTICIPACIÓN EN EL CAPITAL DE OTRAS EMPRESAS

EMPRESA

PARTICIPACIÓN

1.13. NUMERO DE EMPLEADOS Y DIRECTIVOS

Ejecutivos: _____

Operativos: _____

Administrativos: _____

2. CARACTERISTICAS DE LA EMISION**2.1. FECHA DEL ACTA DE JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS QUE
RESOLVIO LA
EMISION**

La presente emisión de obligaciones fue resuelta por la Junta General Extraordinaria de Accionistas celebrada en (CIUDAD) _____, el día (FECHA) _____.

2.2. CLASE, SERIES, MONTO, PLAZO Y UNIDAD MONETARIA

Clase:	A
Series:	1, 2 y 3
Monto:	USD 4'000.000,00
Plazo:	1.080 días

Unidad monetaria: Dólar de los Estados Unidos de América

2.3. NÚMERO Y VALOR NOMINAL DE LAS OBLIGACIONES

El número de títulos, cupones de capital e intereses y valor nominal de las obligaciones se establecen de acuerdo al siguiente detalle según su serie:

Serie:	1
Número de títulos:	400
Valor nominal de cada título:	USD 5.000,00
Numeración de títulos:	del 01 al 400 inclusive
Número de cupones de interés:	12
Numeración de cupones de interés:	del 01 al 12 inclusive
Número de cupones de capital:	12
Numeración de cupones de capital:	del 01 al 12 inclusive
Valor de cupones de capital:	del 01 al 10 USD 400,00 cada uno, y del 11 al 12 USD 500,00 cada uno

Serie:	2
Número de títulos:	200
Valor nominal de cada título:	USD 20.000,00
Numeración de títulos:	del 01 al 200 inclusive

Número de cupones de interés: 12
Numeración de cupones de interés: del 01 al 12 inclusive
Número de cupones de capital: 12
Numeración de cupones de capital: del 01 al 12 inclusive
Valor de cupones de capital: del 01 al 10 USD 1.600,00 cada uno,
y del 11 al 12 USD 2.000,00 cada
uno

Serie: 3
Número de títulos: 80
Valor nominal de cada título: USD 50.000,00
Numeración de títulos: del 01 al 80 inclusive
Número de cupones de interés: 12
Numeración de cupones de interés: del 01 al 12 inclusive
Número de cupones de capital: 12
Numeración de cupones de capital: del 01 al 12 inclusive
Valor de cupones de capital: del 01 al 10 USD 4.000,00 cada uno,
y del 11 al 12 USD 5.000,00 cada
uno

2.4. DENOMINACION

Los títulos de las obligaciones a emitirse y los cupones serán al portador y estarán autorizados con la firma de cualquiera de los representantes legales de PREDUCA S.A, indistintamente.

2.5. TASA DE INTERES Y FORMA DE REAJUSTE

La tasa de interés nominal que devenguen las obligaciones, será equivalente a la Tasa Internacional PRIME más tres punto cinco puntos porcentuales; la misma que será calculada y reajustada once veces cada noventa días a partir del vencimiento del plazo del primer cupón; así la tasa correspondiente al primer cupón de cada obligación será igual a la Tasa Internacional PRIME vigente para la semana en que la obligación se ponga en circulación más tres punto cinco puntos porcentuales y, la tasa de interés de cada uno de los restantes cupones de la misma obligación será igual a la Tasa Internacional PRIME vigente para la semana en la cual venció el cupón precedente más tres punto cinco puntos porcentuales.

2.6. FECHA A PARTIR DE LA CUAL EL TENEDOR DE LAS OBLIGACIONES EMPEZARA A GANAR INTERESES

Será la fecha de emisión o fecha – valor en que las obligaciones sean negociadas en forma primaria, es decir a partir de la fecha en que entren en circulación los títulos de obligación.

2.6. FORMA DE PAGO DE INTERESES

El pago de intereses se realizará cada noventa (90) días, previa la presentación de los cupones respectivos. El pago de intereses correspondiente al primer cupón será efectuado a los noventa (90) días contados desde la fecha de emisión de las obligaciones, es decir a partir de la fecha en que entren en circulación los títulos de obligación. Cada obligación estará representada por un título con doce (12) cupones de interés desprendibles, numerados desde el uno (1) al doce (12) inclusive, con vencimientos, el primero a los noventa (90) días; el segundo a los ciento ochenta (180) días; el tercero a los doscientos setenta (270) días; el cuarto a los trescientos sesenta (360) días; el quinto a los cuatrocientos cincuenta (450) días; el sexto a los quinientos cuarenta (540) días; el séptimo a los seiscientos treinta (630) días; el octavo a los setecientos veinte (720) días; el noveno a los ochocientos diez (810) días; el décimo a los novecientos (900) días; el undécimo a los novecientos noventa (990) días; y, el duodécimo a los mil ochenta (1080) días contados desde la fecha en que se ponga en

circulación cada título. Los intereses que devenguen las obligaciones serán pagados en las fechas de vencimiento de cada cupón.

2.8. CUPONES DE INTERES

El pago de intereses, se realizará mediante la emisión de cupones al portador, los mismos que contendrán la clase, serie y numeración de los títulos de obligación a los que correspondan.

2.9. FORMA DE AMORTIZACIÓN

La amortización del capital de las obligaciones se realizará mediante cupones de capital al portador. El pago del capital se realizará previa a la presentación de los cupones respectivos. El pago de capital de los cupones se realizará a partir de transcurridos noventa (90) días contados desde la fecha en que la obligación se ponga en circulación. Cada obligación estará representada por un título con doce (12) cupones de capital desprendibles, numerados desde el uno (1) al doce (12) inclusive, con vencimientos, el primero a los noventa (90) días; el segundo a los ciento ochenta (180) días; el tercero a los doscientos setenta (270) días; el cuarto a los trescientos sesenta (360) días; el quinto a los cuatrocientos cincuenta (450) días; el sexto a los quinientos cuarenta (540) días; el séptimo a los seiscientos treinta (630) días; el octavo a los setecientos veinte (720) días; el noveno a los

ochocientos diez (810) días; el décimo a los novecientos (900) días; el undécimo a los novecientos noventa (990) días; y, el duodécimo a los mil ochenta (1080) días contados desde la fecha en que se ponga en circulación cada título. El valor de cada título representativo de las obligaciones, se reducirá a medida que se rediman los cupones de capital.

2.10. AGENTE PAGADOR Y LUGAR DE PAGO

BANCO DEL PICHINCHA C.A., en su oficina matriz, en la ciudad de Quito, en todas las sucursales en el Ecuador, y en la agencia de Miami en los Estados Unidos de América.

MATRIZ:

Domicilio: Quito

Dirección: Av. Amazonas 4560 y Pereira

Teléfono: (593-2) 2980-980

Fax: (593-2) 2980-980

OFICINA PRINCIPAL GUAYAQUIL:

Domicilio: Guayaquil

Dirección: Av. Orellana y Justino Cornejo, esquina

Teléfono: (593-4) 2692-082

Fax: (593-4) 2692-082

OFICINA PRINCIPAL CUENCA:

Domicilio: Cuenca

Dirección: Av. Solano y Av. 12 de Abril, esquina

Teléfono: (593-7) 848-800

Fax: (593-7) 848-800

La dirección, teléfono y fax del resto de sucursales de Banco del Pichincha C.A., pueden ser consultados llamando a los teléfonos de la Matriz.

2.11. CLASE DE GARANTIA

La emisión estará respaldada por garantía general, en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus Reglamentos.

2.12. REPRESENTANTE DE OBLIGACIONISTAS

Rollback S.A. actuará como Representante de Obligacionistas.

Dirección: Av. Amazonas 3887 y Corea, Edif. Grupo Enlace, piso 5

Teléfonos: (593-2) 2245830

Fax: (593-2) 2245830 ext. 201

E-mail: mhidrovo@ejbma.com.ec

Quito – Ecuador.

2.13. RESUMEN DE CONVENIO DE REPRESENTACION DE LOS OBLIGACIONISTAS

El día (FECHA) _____, se suscribió el convenio de representación de obligacionistas entre PREDUCA S.A como compañía emisora y Rollback S.A. como Representante de los Obligacionistas de esta emisión. Las obligaciones y facultades del representante son las siguientes:

- 1) Verificar el cumplimiento por parte del emisor, de las cláusulas, términos y demás obligaciones contraídas en el contrato de emisión de obligaciones.
- 2) Informar respecto del cumplimiento de cláusulas y obligaciones por parte del emisor a los obligacionistas y a la Superintendencia de Compañías.
- 3) Verificar periódicamente el uso de los fondos declarados por el emisor, en la forma y conforme a lo establecido en el contrato de emisión.
- 4) Velar por el pago equitativo y oportuno a todos los obligacionistas, de los correspondientes intereses, amortizaciones y reajustes de las obligaciones vencidas.
- 5) Acordar con el emisor las reformas específicas al contrato de emisión de obligaciones que hubiera autorizado la Asamblea de Obligacionistas.

6) Elaborar el informe de gestión para ponerlo a consideración de la Asamblea de Obligacionistas.

7) Actuar por el bien y defensa de los obligacionistas.

8) Solicitar un fondo de amortización.

9) Demandar al emisor por incumplimiento de las condiciones acordadas para la emisión, en defensa de los intereses comunes de los obligacionistas.

2.18. PROCEDIMIENTO DE RESCATES ANTICIPADOS

En caso de que la compañía emisora desee cancelar anticipadamente las obligaciones emitidas, convocará para el efecto a los obligacionistas, por medio de un aviso publicado en un periódico de circulación a nivel nacional. En la fecha prevista para el rescate anticipado de las obligaciones la emisora establecerá el precio máximo de rescate y el monto nominal de obligaciones a rescatarse. Si existiese un monto nominal de obligaciones ofertadas por los obligacionistas para el rescate que sea mayor al determinado por la emisora, las obligaciones que se rescaten serán las que salgan sorteadas, dentro del monto establecido para el efecto, según su número secuencial, sorteo que se

realizará en la misma reunión. En caso de que existan obligacionistas que no opten por la cancelación anticipada, sus obligaciones se mantendrán en las mismas condiciones iniciales de la emisión.

2.19. LIMITE DE ENDEUDAMIENTO DEL EMISOR

Mientras se encuentre en circulación la presente emisión de obligaciones, la compañía mantendrá un límite de apalancamiento que no supere la relación entre el pasivo sobre el patrimonio de uno coma cincuenta (1,50).

2.20. JURISDICCION Y TRÁMITE

Toda controversia o diferencia derivada del contrato de emisión será resuelta con la asistencia de un mediador del Centro de Arbitraje y Mediación de la Cámara de Comercio de Quito. En el evento de que el conflicto no fuere resuelto mediante este procedimiento, las partes someten sus controversias a la resolución de un Tribunal de Arbitraje que se sujetará a lo dispuesto en la Ley de Arbitraje y Mediación, el Reglamento del Centro de Arbitraje y Mediación de la Cámara de Comercio de Quito y las siguientes normas: a) Los árbitros serán seleccionados conforme a lo establecido en la Ley de Arbitraje y Mediación. b) Las partes renuncian a la jurisdicción ordinaria y se obligan a acatar el laudo que expida el Tribunal Arbitral. c) Para la ejecución de medidas cautelares, el Tribunal Arbitral está facultado para solicitar el

auxilio a los funcionarios públicos, judiciales, policiales y administrativos sin que sea necesario recurrir a juez ordinario alguno. d) El Tribunal Arbitral será unipersonal. e) El procedimiento arbitral será confidencial; f) El arbitraje será en derecho; y, g) El lugar de arbitraje será en las instalaciones del Centro de Arbitraje y Mediación de la Cámara de Comercio de Quito.

2.21. OBLIGACIONES ADICIONALES, LIMITACIONES Y PROHIBICIONES DEL EMISOR

La compañía PREDUCA S.A, en su calidad de emisor, no se someterá a ninguna obligación, limitación o prohibición adicional a las establecidas en la Ley, en el contrato de emisión, y más normas aplicables.

2.22. NUMERO Y FECHA DE LA RESOLUCION EXPEDIDA POR LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑIAS APROBANDO LA OFERTA PUBLICA Y SU INSCRIPCION EN EL REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES

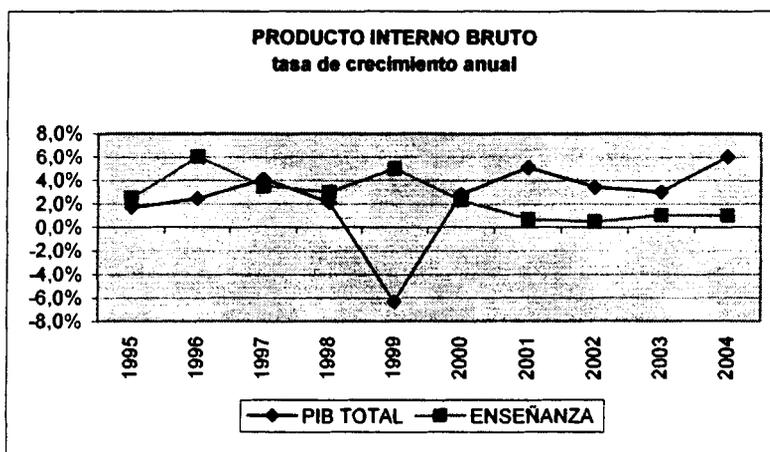
La Oferta Pública de las obligaciones de la compañía PREDUCA S.A., fue aprobada mediante resolución No. _____, expedida por la Superintendencia de Compañías, el (FECHA) y se inscribió en el Registro de Mercado de Valores y de la Información Pública bajo el No. _____, el (FECHA).

2.23. EXCLUSION DE RESPONSABILIDAD DE LA SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS

La aprobación del prospecto de oferta pública de obligaciones por parte de la Superintendencia de Compañías, no implica la recomendación de ésta ni de los miembros del Consejo Nacional de Valores, para la suscripción o adquisición de valores, ni pronunciamiento en sentido alguno sobre el precio, la solvencia de la entidad emisora, el riesgo o rentabilidad de la misma.

3. INFORMACIÓN ECONÓMICO FINANCIERA

3.1. DESCRIPCION DEL ENTORNO ECONOMICO EN QUE SE HA VENIDO DESARROLLANDO Y DESARROLLARA SUS ACTIVIDADES PREDUCA S.A.



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: Los autores

Del cuadro anterior se desprende que el sector de la enseñanza se comporta de una manera irregular en relación a la tendencia del PIB. De 1996 a 1998, el PIB del Ecuador se mantuvo constante en un orden aproximado de 19 mil millones de dólares, hasta descender a 13.700 millones en 1999. En este año la economía decreció en el 6,3%, debido a una simultánea crisis económica resultado de la inestabilidad política y una crisis financiera, causada por el colapso de la mitad de las entidades del sector bancario (2000). Para evitar una caída excesiva en el tipo de cambio de la moneda, y consecuentemente un impacto sobre la demanda agregada, el Gobierno ecuatoriano dolarizó la economía a inicios del año 2000. Sin embargo el sector de la educación en el año 1999 tuvo un crecimiento del 5% con respecto al año 1998, con una caída en el 2000.

Desde el momento de la dolarización, las expectativas se han estabilizado, por la dolarización formal de la economía, por las reformas rápidas que se impusieron al sector bancario y su aparato regulador, por el alto precio del petróleo, y por el inicio de la construcción del segundo oleoducto, el Oleoducto de Crudos Pesados (OCP). Con este innovador esquema monetario de la dolarización, la economía ha tenido ritmos de crecimiento reales de 2,8% en el 2000, y 5,1% en el 2001. Las ventajas con este esquema monetario ha traído varias ventajas debido a las reglas clara para los agentes económicos, relativa estabilidad de precios, necesidad de mejora la productividad de la industria y mayor atractivo para los inversionistas

extranjeros quienes han incursionado en los sectores estratégicos tales como petróleo, energía y aeropuertos.

Durante el año 2002, el crecimiento de la economía se desaceleró a 3,4%, como resultado de una falta de disciplina fiscal, una aceleración en los incrementos salariales para el sector público, y una caída en la producción petrolera.

En el año 2003 la inflación anual fue del 4,4%. El saldo en cuenta corriente de la balanza de pagos del país para este año fue negativo, con un déficit de 551 millones de dólares y la tendencia se mantendría durante el 2004.

Para el 2004 se espera exportar crudo a través del OCP, un manejo fiscal más eficiente y la adopción de algunas reformas de políticas que el país se ha comprometido llevar adelante. Debido a estos compromisos, el Ecuador recibió un crédito contingente del FMI por US\$205 millones en marzo, en un programa de apoyo de trece meses, del cual ya ha recibido dos desembolsos, que representan aproximadamente el 41% del total. El potencial de crecimiento para la economía ecuatoriana es alto, si se logra mantener disciplina en el gasto fiscal, se incrementa el ahorro nacional mientras se reduce el nivel de endeudamiento soberano, y se fortalece la competitividad del sector no petrolero. Al momento se prevé una tasa de

crecimiento real del PIB de 3,9% para el 2004, con una inflación a fin de período de entre 4%-5%.

CAPACIDAD INSTALADA DE PREDUCA S.A

<i>JARDIN DE INFANTES</i>	<i>12 AULAS</i>	<i>300 ALUMNOS</i>
<i>ESCUELA</i>	<i>15 AULAS</i>	<i>375 ALUMNOS</i>
<i>COLEGIO</i>	<i>19 AULAS</i>	<i>570 ALUMNOS</i>
<i>TOTAL</i>	<i>46 AULAS</i>	<i>1245 ALUMNOS</i>

Anexos

- Anexo 1: Balance general, estado de resultados, estado de patrimonio de los accionistas y estado de flujos de caja para los años 2000, 2001, 2002, 2003.
- Anexo 2: Descripción de los principales activos productivos e improductivos existentes a la fecha, con indicación de las adquisiciones, inversiones y enajenaciones de importancia realizadas en el último ejercicio económico.
- Anexo 3: Principales indicadores económicos – financieros por los ejercicios económicos correspondientes a los años 2000, 2001 y 2002, 2003.
- Anexo 4: Certificación de los activos diferidos y gravados de PREDUCA S.A
- Anexo 5: Calificación de riesgo
- Anexo 6: Informes de los auditores independientes de los años 2000, 2001 y 2002. Certificación de la compañía Deloitte & Touche Ecuador Cía. Ltda.