

## **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 seccional<sup>1</sup> que reconoce o crea una deuda a cargo del emisor.

---

<sup>1</sup> 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 colombiano<sup>2</sup> son las inversiones realizadas en los fondos

---

<sup>2</sup> 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).<sup>3</sup>

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

---

<sup>3</sup> 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*<sup>4</sup>

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:

---

<sup>4</sup> 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 CEPAL<sup>5</sup> 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.”*

---

<sup>5</sup> Estudio de la CEPAL para América Latina, [www.cepal.com](http://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)**

	<b>2002</b>	<b>2003<sup>a</sup></b>	<b>2004<sup>b</sup></b>
<b>América Latina y El Caribe</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,5</b>	<b>3,5</b>
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 : <sup>a</sup> Estimación <sup>b</sup> 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 pública<sup>6</sup>, 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 período 1994-1997. Según cifras entregadas por la Superintendencia de Valores y Seguros, el stock de deuda vigente en instrumentos de deuda de empresas

---

<sup>6</sup> 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 pagos<sup>7</sup> oscilaron entre 5% y 6.50% anual, entre el 2000 y 2002, mientras que hoy dichas tasas de pago de este

---

<sup>7</sup> 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 estadísticos<sup>8</sup> 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:

---

<sup>8</sup> Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil – Capítulo II: Estudio de Mercado

**Tabla 1.2 EMISIÓN DE OBLIGACIONES**

<b>EMPRESAS</b>	<b>MONTO EMITIDO</b>	<b>PLAZO (Días)</b>	<b>TASA DE COLOCACION</b>
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 variables<sup>9</sup> 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

---

<sup>9</sup> Manual de Renta Fija, Bolsa de Valores de Guayaquil

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

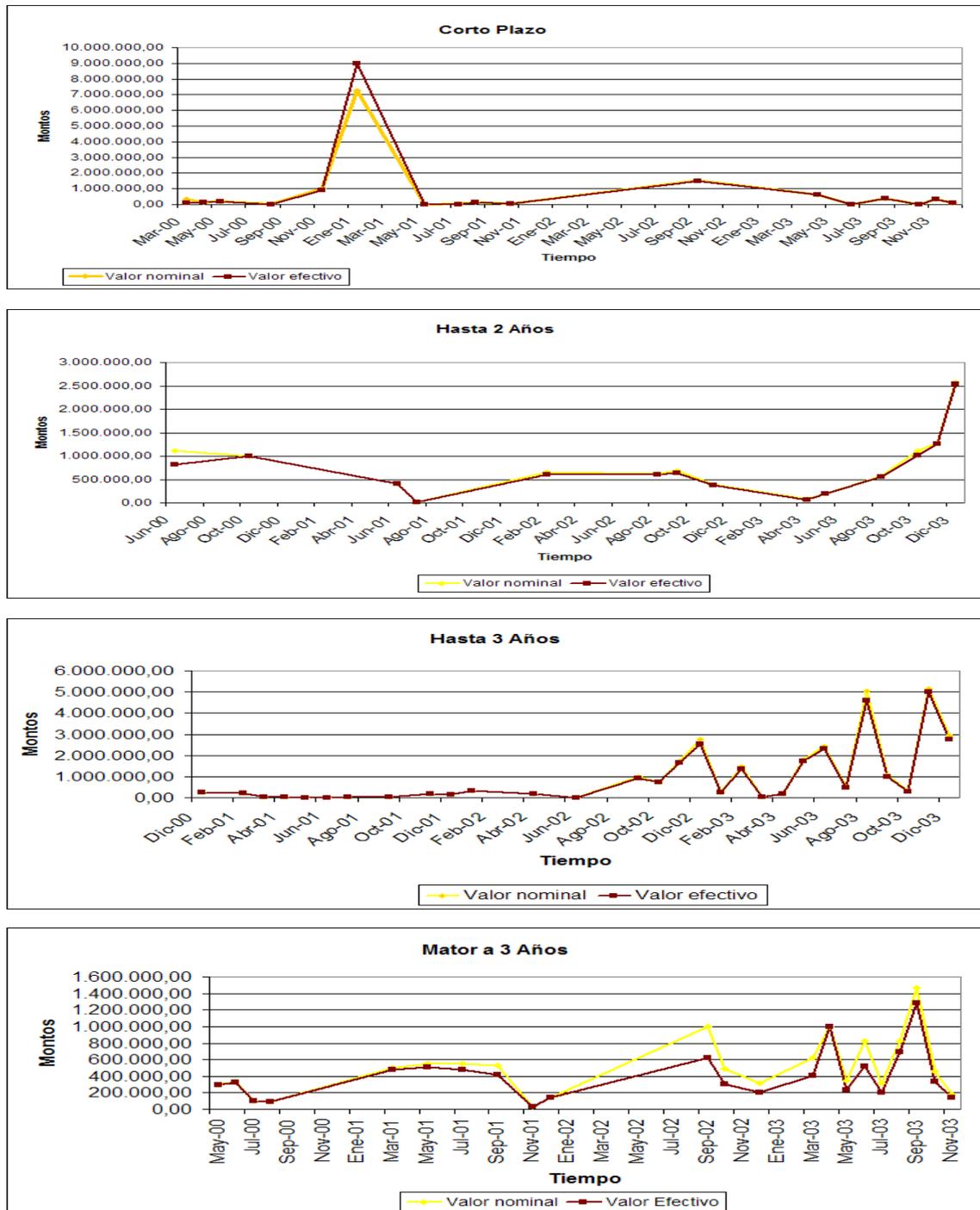
TABLA 1.3 OBLIGACIONES EN CIRCULACIÓN

EMISOR	EMISIÓN NÚMERO	CASA DE VALORES COLOCADORA	MONTO	PLAZO / EMISIÓN	TASA / INTERÉS	SUPERINTENDENCIA DE CIA.S.			FECHA DE NEGOCIACIÓN BVG	CALIFICACIÓN DE RIESGO	CALIFICADORA
						NÚMERO DE RESOLUCIÓN	FECHA	BOLSA EN QUE SE INSCRIBIÓ			
<b>2001</b>											
CASABACA C.A. HOTEL COLÓN INTERNACIONAL C.A.	3	PICAVAL	\$ 3.000.000	1080 días	70% TPR	01-Q.IV.04642	28-Nov-01	Q	05-Nov-01	14-Nov-01	Bank Watch Ratings
	1	STRATEGIA	\$ 4.000.000	1080 días	8,50%	01.IV.01.5653	28-Nov-01	Q	13-Nov-01	28-Nov-01	Bank Watch Ratings
<b>2002</b>											
ACERIA DEL ECUADOR C.A. ABELCA C.A.	2	PRODUVALORES	\$ 6.500.000	810 días	Libor + 2,5%	Q.IV.02.1061	11-Ene-02	Q	01-Feb-02	06-Feb-02	Bank Watch Ratings
	1	PRODUVALORES	\$ 3.950.000	1080 días	TPR	Q.IV.02.1136	22-Mar-02	Q	04-Abr-02	11-Abr-02	Humphreys S.A.
CORPORACIÓN DE DESARROLLO DE HIPOTECAS S.A.	4	PICAVAL	\$ 3.500.000	1080 días	TPR	Q.IV.02.1421	15-Abr-02	Q	17-Abr-02	17-Abr-02	AAA
	2	ALBION	\$ 3.000.000	1080 días	9%	G.IV.00.04603	04-Jul-02	G	26-Jul-02	01-Ago-02	AAA
CONSTRUCTORA INMOBILIARIA ARGOS C.A.	1	STANDFORD GROUP	\$ 4.000.000	720 días	Libor 90 + 4%	G.IV.00.04805	12-Jul-02	G	05-Ago-02	09-Ago-02	AA
	3	MULTIVALORES BG	\$ 1.500.000	1,2 y 3 años	TPR	G.IV.00.05799	20-Ago-02	G	04-Sep-02	09-Sep-02	AA
CORPORACIÓN DE DESARROLLO DE HIPOTECAS S.A.	2	PRODUVALORES	\$ 3.200.000	1080 días	TPR + 2%	Q.IV.02.20359	21-Ago-02	Q	10-Sep-02	10-Sep-02	AAA
	1	CITADEL	\$ 1.000.000	1095 días	8,50%	G.IV.00.07242	12-Sep-02	G	14-Oct-02	18-Oct-02	AA
H.O.V. HOTELERA QUITO S.A.	1	PICAVAL	\$ 5.000.000	1080 días	TPR + 2,5%	Q.IV.02.3483	27-Sep-02	Q	23-Oct-02	28-Oct-02	AAA
	3	STANDFORD GROUP	\$ 10.000.000	3 y 5 años	Prime + 1,25%	02.G.IV.00.04383	26-Jun-02	G	21-Nov-02	28-Nov-02	AA
BANCO BOLIVARIANO	1	STANDFORD GROUP	\$ 5.000.000	5 años	Libor 180 + 4,5%	02.G.IV.00.04383	26-Jun-02	G	22-Nov-02	28-Nov-02	AA
BANCO BOLIVARIANO (1)	1	CITITRADING	\$ 15.000.000	540 y 720 días	7,00%	Q.IV.02.3564	03-Oct-02	Q	11-Nov-02	18-Nov-02	AAA
<b>2003</b>											
INDUSTRIAS ALES	1	PICAVAL	\$ 5.000.000	3 y 4 años	TPR + 3,5%	Q.IV.02.4792	17-Dic-02	Q	03-Feb-03	14-Feb-03	AAA
	1	PICAVAL	\$ 5.000.000	1080 días	TPR + 3,5%	03.F.IV.00.00612	29-Ene-03	Q	27-Feb-03	18-Mar-03	AAA
BANCO DE GUAYAQUIL (1)	5	MULTIVALORES BG	\$ 15.000.000	1800 días	Libor 5 meses + 4,5%	03.G.IV.00.001986	21-Mar-03	G	25-Mar-03	31-Mar-03	AAA
PRODUBANCO (1)	3	PRODUVALORES	\$ 20.000.000	1800 días	Clase 5: Libor + 5% Clase 6: TPR + 2%	Q.IV.03.1222	03-Abr-03	Q	25-Abr-03	30-Abr-03	AAA
CORPORACIÓN DE DESARROLLO DE MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS S.A.	3	PRODUVALORES	\$ 2.250.000	1080 días	TPR + 3%	Q.IV.03.1583	29-Abr-03	Q	09-May-03	15-May-03	AAA
	2	PRODUVALORES	\$ 4.000.000	900 días	TPR	Q.IV.03.2319	29-Jun-03	Q	09-Jul-03	16-Jul-03	AAA
EDESA	4	MULTIVALORES BG	\$ 1.200.000	1080 días	TPR + 2%	03.G.IV.00.05294	16-Ago-03	G	21-Ago-03	01-Sep-03	AAA
INTEROC	1	PICAVAL	\$ 10.000.000	1080 días	PRIME + 3,5%	Q.IV.03.3363	18-Sep-03	Q	15-Oct-03	28-Oct-03	AAA
PROCESADORA DE ALIMENTOS NACIONAL C.A. PRONACA	1	CITADEL	\$ 3.000.000	1080 días	TPR	03.G.IV.00.06549	20-Oct-03	G	10-Nov-03	18-Nov-03	AAA
AGRIAPAC	4	PICAVAL	\$ 3.000.000	720 días	TPR + 4%	Q.IV.03.4076	06-Nov-03	Q	25-Nov-03	28-Nov-03	AAA
CASABACA	5	PICAVAL	\$ 6.000.000	2880 días	9%	Q.IV.03.4351	28-Nov-03	Q	16-Dic-03	22-Dic-03	AAA
BANCO DE PICHINCHA(1)			\$ 136.100.000								

(1) CONVERTIBLES EN ACCIONES  
T.A.R.: TASA ACTIVA REFERENCIAL  
T.P.R.: TASA PASIVA REFERENCIAL  
Q: Quito  
G: Guayaquil

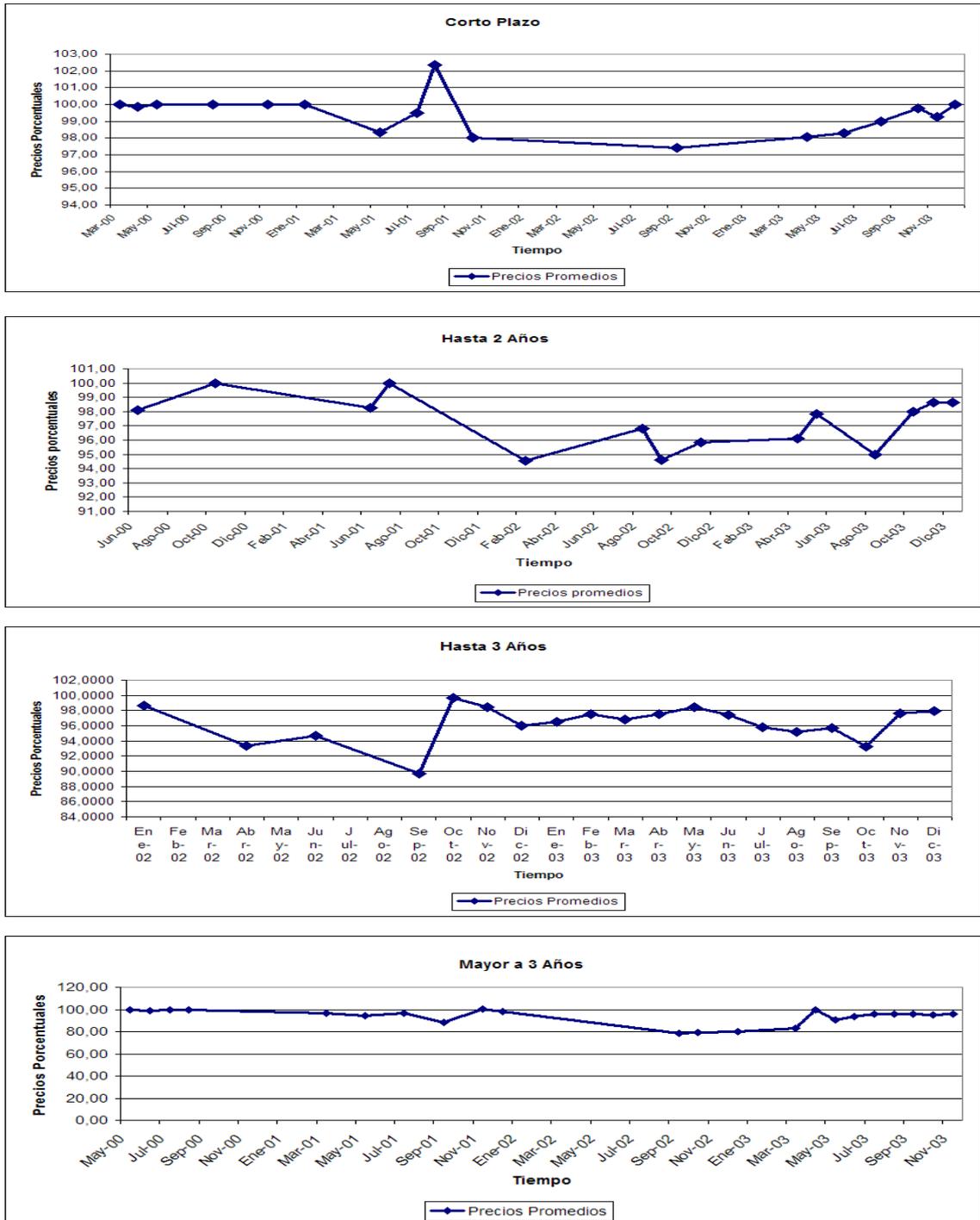
FUENTE: BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL

**GRÁFICO 1.1 COMPORTAMIENTO DE VALORES NOMINALES VS. VALORES EFECTIVOS**



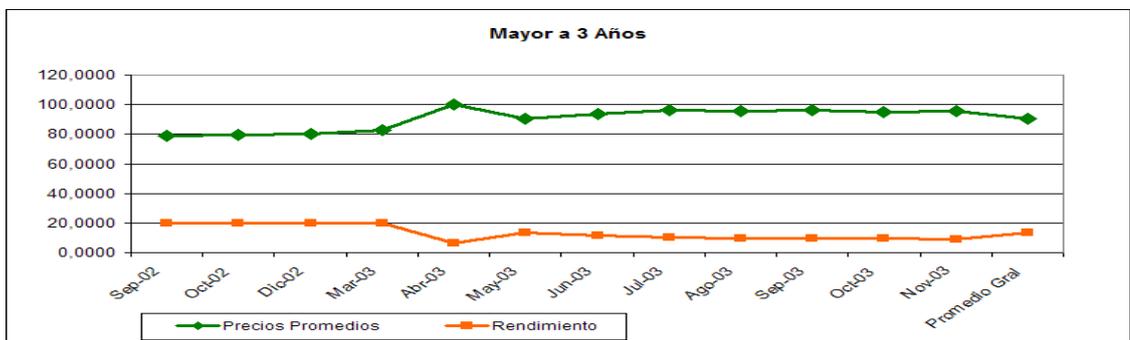
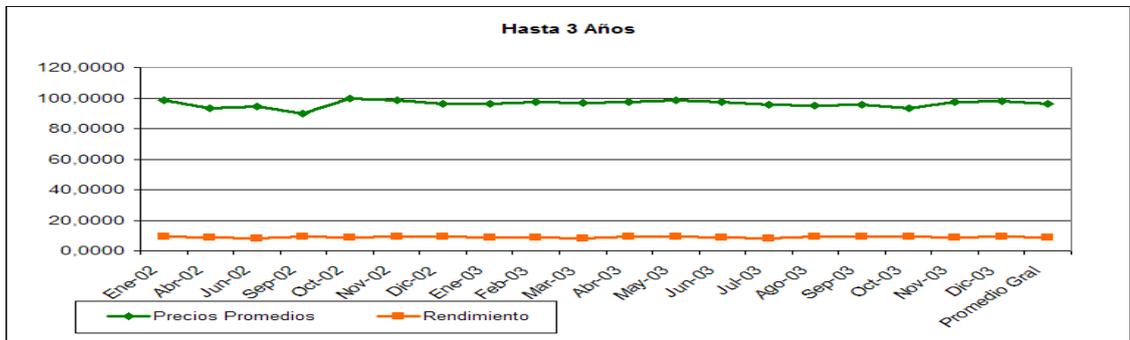
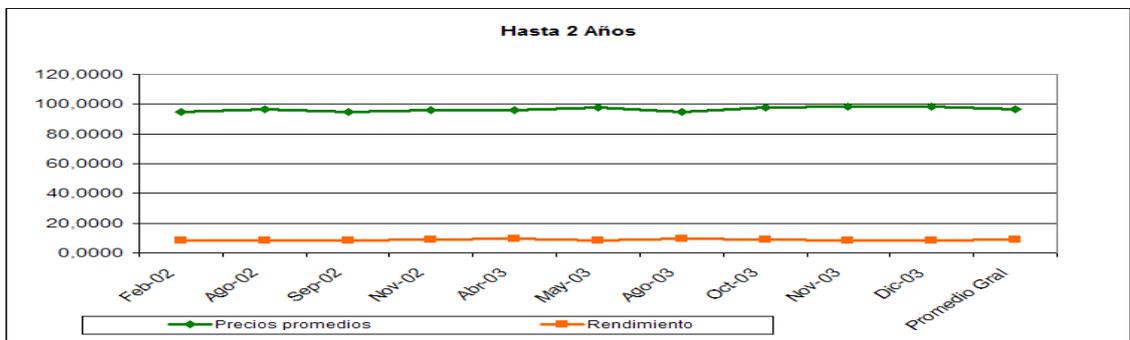
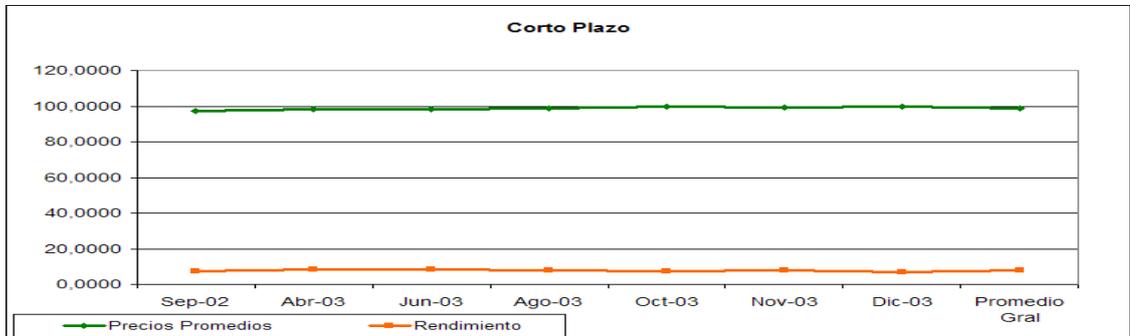
FUENTE: BOLSA DE VALORES: Elaborado por Autores

**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 m<sup>2</sup>, con 600 m<sup>2</sup> 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 m<sup>2</sup> y cerca de 5.000 m<sup>2</sup> 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 m<sup>2</sup>), y una reserva (56.000 m<sup>2</sup>) 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 m<sup>2</sup> de construcción.

El proyecto del edificio completo es de aproximadamente 12.000 m<sup>2</sup>. Tendrá 28 salones de clase, laboratorios de física, química, biología, idiomas, computación, salones de arte, música, audio-video, talleres, biblioteca, sala

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.