

ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL
Facultad de Ciencias Humanísticas y Económicas



**“PROYECCIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS Y VALORACIÓN DE UNA
INSTITUCIÓN FINANCIERA DE CRÉDITO”**

TESIS DE GRADO

Previa a la obtención del título de:

ECONOMISTA

ESPECIALIZACIÓN FINANZAS

Presentado por

MARIO RAÚL OLIVA VEGA
GALO ANÍBAL CUMBA AQUINO

Guayaquil-Ecuador

2004

*Dedicado a la memoria de Isabel María Jara Briceño
A mis padres: Janeth y Galo, a Jessica y mis sobrinas, a mis abuelos y
familiares que brindaron de manera incondicional su notable apoyo y
confianza. Y a todas las personas cuya colaboración ha sido invaluable*

GCA

*A mi familia que siempre me brindó su especial e incondicional apoyo y
solidaridad. Y a las personas que con su aporte hicieron posible la realización
de este proyecto.*

MOV

*Los autores desean reconocer el valioso aporte del personal académico y
administrativo de la Institución, la valiosa guía de Msc. Econ. Sonia Zurita
como directora inicial del proyecto y de los Economistas Miguel Padilla y Jorge
Luis León en el aspecto profesional*

MIEMBROS DEL TRIBUNAL

Ing. Omar Maluk Salem
Director del ICHE

Econ. María Elena Romero
Director de Tesis

Econ. Mariela Méndez
Vocal Principal

Econ. Ornella Noboa
Vocal Principal

DECLARACIÓN EXPRESA

La responsabilidad del contenido de este trabajo corresponde exclusivamente a los autores y el patrimonio intelectual del mismo a la
Escuela Superior Politécnica del Litoral

Galo A. Cumba Aquino

Mario R. Oliva Vega

	<u>No. de página</u>
I. ÍNDICES	7
II. INTRODUCCIÓN GENERAL	13
III. CONTENIDO	
CAPÍTULO I ASPECTOS GENERALES DEL SECTOR CREDITICIO DEL ECUADOR	
1.1 SISTEMA FINANCIERO NACIONAL	18
1.1.1 CUERPO LEGAL	18
1.1.2 SITUACIÓN DEL MERCADO	21
1.2 MERCADO DE TARJETAS DE CRÉDITO	26
CAPÍTULO II MASTERCARD	
2.1 LA COMPAÑÍA	33
2.1.1 ACTIVIDAD	34
2.1.1.1 ESTRUCTURA OPERATIVA	34
2.1.1.2 PRODUCTO	37
2.1.1.3 ANÁLISIS DAFO	39
2.2 SITUACIÓN FINANCIERA	42
CAPÍTULO III PLANIFICACIÓN FINANCIERA Y FUNDAMENTOS DE LA PROYECCIÓN	
3.1 PANORAMA FINANCIERO DE MASTERCARD	49
3.1.1 ANÁLISIS DE ÍNDICES, ENFOQUE TENDENCIAL	50
3.1.2 MODELO DE CLASIFICACIONES Z	52
3.1.3 ANÁLISIS COMPARATIVO TENDENCIAL DE MERCADO	54
3.2 PARÁMETROS DE LA PROYECCIÓN	61
3.2.1 MEDICIÓN DE ESCENARIOS EN INTERMEDIACIÓN	62
3.2.2 ESTRATEGIA	64
3.2.2.1 DETERMINACIÓN E IMPLICACIONES TEÓRICAS	64
3.2.3 METAS DE CRECIMIENTO	66
3.2.3.1 EXPECTATIVAS DEL MERCADO	67
3.2.3.2 OBJETIVOS DE LA ALTA DIRECTIVA	68
3.3 COMPONENTES FUNDAMENTALES DE LA PROYECCIÓN	69
CAPÍTULO IV PROYECCIÓN FINANCIERA	
4.1 DESCRIPCIÓN DE LA METODOLOGÍA DE PROYECCIÓN	72
4.1.1 COMPORTAMIENTO DE LAS COMISIONES GANADAS	73
4.1.1.1 MODELO DE CRECIMIENTO SOSTENIBLE	74
4.1.2 COMPORTAMIENTO DEI NÚMERO DE CUENTAS	76
4.1.3 COMPORTAMIENTO DE LA CARTERA NETA	78
4.1.4 COMPORTAMIENTO DE LOS INTERESES POR FINANCIAMIENTO	78
4.1.5 COMPORTAMIENTO DE LOS CARGOS OPERATIVOS	79
4.1.6 COMPORTAMIENTO DE LOS INGRESOS POR MEMBRESÍA	80
4.1.7 COMPORTAMIENTO DE LAS OBLIGACIONES FINANCIERAS	80
4.1.8 RELACIÓN DE LAS CUENTAS DEL ESTADO DE RESULTADOS	81
4.1.8.1 PROVISIONES	83
4.1.9 COMPORTAMIENTO DE LOS RUBROS DE INGRESOS Y EGRESOS RESTANTES	84
4.2 APLICACIÓN DEL MODELO-PROYECCIONES	85
4.2.1 INGRESOS POR COMISIONES	88

4.2.2	NÚMERO DE CUENTAS	89
4.2.3	CARTERA NETA	90
4.2.4	INGRESOS POR FINANCIAMIENTO	92
4.2.5	INGRESOS POR CARGOS OPERATIVOS	92
4.2.6	INGRESOS POR MEMBRESÍA	93
4.2.7	OBLIGACIONES FINANCIERAS	94
4.2.8	CUENTAS RELACIONADAS EN EL ESTADO DE P&G Y CUENTAS PROVISIONES	95
4.2.8.1	CUENTAS RELACIONADAS	95
4.2.8.2	PROVISIONES	96
4.2.9	RUBROS DE INGRESOS Y EGRESOS ANEXADOS AL CRECIMIENTO ECONÓMICO	96
4.3	RESULTADOS DE LA PROYECCIÓN	98
4.3.1	RESUMEN DE PROYECCIONES	98
4.3.2	ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS PROYECTADO	100
CAPÍTULO V VALORACIÓN DE LA INSTITUCION CREDITICIA		
5.1	IMPLICACIONES TEÓRICAS	108
5.2	DESCRIPCIÓN DE LA METODOLOGÍA DE VALORACIÓN	109
5.3	VALORACIÓN FINANCIERA	114
5.3.1	DETERMINACIÓN DEL FLUJO PERTINENTE	115
5.3.2	DETERMINACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO PERTINENTE	116
5.3.3	RESULTADOS DE LA VALORACIÓN	118
5.4	VALOR TOTAL DE LA COMPAÑÍA	119
IV.	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	124
V.	APÉNDICES Y ANEXOS	128
FUENTES		

No.	ÍNDICE DE GRÁFICOS	No. de página
1	GRÁFICO No.1.1 COMPORTAMIENTO TASAS DE INTERÉS	22
2	GRÁFICO No.1.2 SPREAD DE TASAS (PERÍODO 1999-2004)	23
3	GRÁFICO No.1.3 TARJETAHABIENTES CORPORATIVO E INDIVIDUAL	28
4	GRÁFICO No.1.4a NÚMERO DE TARJETAHABIENTES INTERNACIONAL (SERIE COMPARATIVA ANUAL)	29
5	GRÁFICO No.1.4b NÚMERO DE TARJETAHABIENTES NACIONAL (SERIE COMPARATIVA ANUAL)	29
6	GRÁFICO No.1.5a IMPORTANCIA DEL MERCADO ECUATORIANO EN LATINOAMÉRICA (FACTURACIÓN)	30
7	GRÁFICO No.1.5b IMPORTANCIA DEL MERCADO ECUATORIANO EN LATINOAMÉRICA (MILES DE TARJETAS)	30
8	GRÁFICO No.2.1 REPRESENTACIÓN DE CADA ACTIVIDAD (MASTERCARD)	25
9	GRÁFICO No.3.1 EVOLUTIVO PARTICIPACIÓN SOBRE LOS INGRESOS Y EGRESOS TOTALES	50
10	GRÁFICO No.3.2a EVOLUTIVO RESULTADOS DEL EJERCICIO	51
11	GRÁFICO No.3.2b EVOLUTIVO MÁRGEN BRUTO FINANCIERO (TENDENCIA)	51
12	GRÁFICO No.3.3 COMPORTAMIENTO MENSUAL TARJETAS EMITIDAS	56
13	GRÁFICO No.3.4 TARJETAHABIENTES POR TIPO (INTEGRANTES)	57
14	GRÁFICO No.3.5a TARJETAHABIENTES CORPORATIVO	58
15	GRÁFICO No.3.5b TARJETAHABIENTES INDIVIDUAL	58
16	GRÁFICO No.3.6 ANÁLISIS DE ENDEUDAMIENTO (2001)	59
17	GRÁFICO No.3.7 ANÁLISIS DE ENDEUDAMIENTO (TENDENCIAL 2002)	60
18	GRÁFICO No.3.8 EVOLUCIÓN DE LA PARTICIPACIÓN DE MERCADOMASTERCARD (FACTURACIÓN)	61
19	GRÁFICO No.4.1 COMPORTAMIENTO NÚMERO DE TARJETAS DE CRÉDITO	89

No.	ÍNDICE DE CUADROS	No. de página
1	CUADRO No.1.1 INSTITUCIONES EMISORAS	31
2	CUADRO No.2.1 INDICADORES FINANCIEROS	45
3	CUADRO No.2.2 COMPOSICIÓN DE LA CARTERA (ACTIVIDAD)	46
4	CUADRO No.2.3 COMPOSICIÓN DE LA CARTERA (GESTIÓN DE COBRANZA)	47
5	CUADRO No.3.1 RESUMEN DE ENDEUDAMIENTO DE TARJETAHABIENTES	60
6	CUADRO No.3.2 ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD (RESULTADOS)	63
7	CUADRO No.4.1 ESTADO DE RESULTADOS (AÑO BASE)	87
8	CUADRO No.4.2 INDICADORES DE RESULTADO (AÑO BASE)	82
9	CUADRO No.4.3 PROYECCIÓN COMISIONES GANADAS	88
10	CUADRO No.4.4 PROYECCIÓN DE CUENTAS RELACIONADAS	96
11	CUADRO No.4.5 PROYECCIÓN DE PROVISIONES	96
12	CUADRO No.4.6 PROYECCIÓN DE INGRESOS RESTANTES	97
13	CUADRO No.4.7 PROYECCIÓN DE EGRESOS RESTANTES	97
14	CUADRO No.4.8 RESUMEN DE PROYECCIONES	99
15	CUADRO No.4.9 ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO	101
16	CUADRO No.4.10 COMPORTAMIENTO RESULTADOS DEL NEGOCIO -1-	103
17	CUADRO No.4.11 CAUSALES SOBRE EL RESULTADO DEL MÁRGEN DE INTERMEDIACIÓN	104
18	CUADRO No.4.12 COMPORTAMIENTO RESULTADOS DEL NEGOCIO -2-	105
19	CUADRO No.5.1 DETERMINACIÓN DE LOS FLUJOS LIBRES DE CAJA	115
20	CUADRO No.5.2 DETERMINACIÓN DE LOS FLUJOS DE ACTIVIDADES DE OPERACIÓN	116
21	CUADRO No.5.3 PARÁMETROS TASA DE RENDIMIENTO PATRIMONIAL	117
22	CUADRO No.5.4 PARÁMETROS TASA DE RENDIMIENTO EMPRESARIAL	117
23	CUADRO No.5.5 VALORACIÓN FINANCIERA	118
24	CUADRO No.5.6 COMPARATIVO	123

No.	ÍNDICE DE TABLAS	No. de página
1	TABLA No.3.1 REPRESENTACIÓN PORCENTUAL POR CLASE DE TARJETA	56
2	TABLA No.3.2 ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD (PARÁMETROS)	63
3	TABLA No.4.1 NÚMERO DE CUENTAS REGISTRADO (MASTERCARD)	77
4	TABLA No.4.2 TASA DE CRECIMIENTO ESPERADA	78
5	TABLA No.4.3 TASA DE PROMEDIO DE FINANCIACIÓN	78
6	TABLA No.4.4 TASA DE PROMEDIO DE CARGOS OPERATIVOS	79
7	TABLA No.4.5a PRECIO DE TARJETA CLÁSICA	80
8	TABLA No.4.5b PRECIO DE TARJETA GOLD E INTERNACIONAL	80
9	TABLA No.4.6 TASA PROMEDIO DE FONDEO	81
10	TABLA No.4.7 COMISIONES GANADAS	83
11	TABLA No.4.8 NÚMERO DE CUENTAS	89
12	TABLA No.4.9 CARTERA PRODUCTIVA POR TARJETA (HISTÓRICO)	90
13	TABLA No.4.10 CARTERA PRODUCTIVA POR CUENTA	91
14	TABLA No.4.11 CARTERA TOTAL PRODUCTIVA	91
15	TABLA No.4.12 CARTERA DE PAGO AL CONTADO	91
16	TABLA No.4.13 CARTERA NETA	92
17	TABLA No.4.14 CARTERA NETA PONDERADA	92
18	TABLA No.4.15 INTERESES GANADOS POR FINANCIAMIENTO	92
19	TABLA No.4.16 INTERESES POR MANEJO Y COBRANZA	93
20	TABLA No.4.17a INGRESOS POR TARJETA CLÁSICA	93
21	TABLA No.4.17b INGRESOS POR TARJETA GOLD E INTERNACIONAL	94
22	TABLA No.4.18 BONIFICACIÓN DE CUOTA	94
23	TABLA No.4.19 INGRESOS POR AFILIACIONES Y RENOVACIONES	94
24	TABLA No.4.20 OBLIGACIONES FINANCIERAS	95
25	TABLA No.4.21 INGRESOS TOTALES	95
26	TABLA No.5.1 VALOR ACTUAL DE LOS FLUJOS	116

No.	ÍNDICE DE FIGURAS	No. de página
1	FIGURA No.2.1 CADENA DE VALOR (MASTERCARD)	36
2	FIGURA No.5.1 COMPONENTES DEL PROCESO DE VALORACIÓN	119

RESUMEN GENERAL

Para la realización del proyecto se tomó como base la situación presentada por la compañía emisora-administradora de tarjetas de crédito, MASTERCARD del Ecuador S.A.

Hemos dividido el trabajo en tres secciones:

Sección I: MASTERCARD, internamente y como integrante del sector.

Sección II: Expectativas del comportamiento futuro.

Sección III: Valoración.

Estas tres secciones en su contenido comprenden cinco capítulos además de Apéndices adicionales¹

Sección I: Debemos partir del conocimiento adecuado de la compañía desde un enfoque tanto interno como externo (capítulo 2), que nos proporcione información sobre sus fuentes de valor económico y probabilidad de éxito ante objetivos futuros. Por otro lado la proyección de ingresos exige tomar en cuenta la evaluación futura de la economía en general y centrar el estudio sobre el sector en el que opera la compañía (capítulo 1).

Sección II: Determinar los ingresos a esperar en el horizonte de planificación es una tarea que obliga al encargado de la valoración a recoger los diferentes elementos que influyen sobre las expectativas futuras, ya que si pretendemos ser realistas en nuestro análisis debemos reconocer que no son sólo variables financieras, históricas y macroeconómicas las que explican un comportamiento a futuro, el resultado a esperar depende en gran medida de los aspectos no financieros (como por ejemplo: directiva de una compañía, objetivos de crecimiento, estructura y productividad, calificación del consumidor, entre otros). Resaltamos el uso juicioso de las herramientas

¹ Apéndices: Análisis Macroeconómico, Proyección Financiera, Valoración

teniendo siempre en cuenta el criterio costo-beneficio y la siempre existente connotación subjetiva.

Por lo tanto nuestro proceder al efectuar la proyección (capítulo 3, Parámetros; capítulo 4, Implementación bajo modelo y supuestos) será incorporar al elemento teórico los parámetros objetivo de la directiva, sus expectativas sobre el comportamiento del consumidor y la estrategia a seguir ante la competencia, esto ante las limitaciones obvias de recursos de nuestra parte y reconociendo el aporte que representa la experiencia en el mercado, sobretodo por las características de concentración del mismo.

Sección III: Determinamos los ingresos netos futuros a ser percibidos con base en la estimación de ingresos generados por la actividad de operación y posteriormente obtener los rubros de costos, gastos desembolsables y no desembolsables, que proporcionan los valores de utilidad y fondos adicionales por período de estudio. Al tener en este punto los resultados de beneficios netos para los años respectivos nuestro inmediato proceder es utilizarlos como elemento para la respectiva valoración (capítulo 5).

Como se mencionó antes el proceso de valoración requiere componentes técnicos y subjetivos, así en esta sección se recopila las conclusiones resultantes de todo el trabajo previo más las definiciones obtenidas de los apéndices y luego de determinar la metodología usada para la Valoración Financiera realizamos el análisis para cada usuario objetivo, tomando en cuenta las especificaciones respectivas.

Una vez conseguido el resultado se citan las respectivas conclusiones e implicaciones sobre las limitantes del estudio realizado. A la vez emitimos nuestro criterio sobre los posibles cambios en el proceso expuesto y sobre la estructura de la compañía a fin de incrementar su valor económico.

Al final del trabajo se presentan los anexos necesarios, luego los apéndices y finalmente las fuentes de información empleadas.

INTRODUCCIÓN GENERAL

El proceso de valoración de una compañía o inversión puede fácilmente ser llevado a cabo como un simple procedimiento de cálculo o en otro extremo, con un enfoque en el cual se considere inútil el uso de modelos financieros. De hecho, aunque a simple vista parezca sencillo determinar que la metodología apropiada es un intermedio entre ambas, la complicación es mucho mayor mezclándose en la práctica temas como incertidumbre, subjetividad, costo-beneficio, usuarios, entre otros. Este proceso encuentra como inconveniente mayor a la incertidumbre, un elemento que está presente en todas las actividades que realicemos y al tratarse de proyectar es definitivamente una constante ante cualquier método, análisis o situación. Es entonces un reto, que a su vez se convierte en una oportunidad, que lleva al usuario a buscar la mejor alternativa al momento de predecir. Una oportunidad sin duda porque genera un nicho de mercado en el cual como profesionales hemos decidido ingresar y entregar nuestro aporte

Este trabajo presenta una compañía emisora-administradora de tarjetas de crédito, MASTERCARD del Ecuador S.A. El objetivo principal: *Llevar a cabo un proceso de análisis y proyección adecuado que permita satisfacer las necesidades de los diversos usuarios (inversionistas, acreedores, administradores financieros y alta directiva), convirtiéndose a la vez en una guía correcta de valoración sobre el potencial de la inversión o negocio en marcha (bajo parámetros de estabilidad), diferenciando entre un proceso de valoración y la simple aplicación matemática.*

Como objetivo secundario encadenado el resultado permite contrastar el monto bajo el cual fue adquirida la compañía², usando éste último valor como

² Por Banco del Pacífico, en situación de accionista mayoritario. A partir del 28 de abril de 2003 MASTERCARD del Ecuador S.A. cambia de denominación a PACIFICARD S.A.

referencial del Valor de Mercado. Es decir medir la diferencia entre el Valor Justo³ y el Valor establecido por el mercado.

Metodología de Proyección

Con el propósito de presentar un análisis técnico que permita obtener una cifra monetaria que determine la valoración de la firma, comenzamos clasificando a la institución sujeto de estudio, identificamos a sus principales competidores y el mercado potencial para una extensión de su actividad. Posteriormente identificamos las cuentas de mayor relevancia para la institución en base al monto requerido o presentado por las mismas, esto debido al interés de dar mayor énfasis en la proyección de las cuentas seleccionadas realizando un cálculo detallado para las subcuentas que las integran, las proyecciones tienen un horizonte de planificación de 5 años (2003-2007).

Centramos nuestro análisis de los estados financieros en los valores correspondientes a ingresos y gastos requeridos para la operación de la línea de producto MASTERCARD, y por supuesto nos referimos también a los gastos administrativos y de soporte interno y externo asignados. Para la proyección de las cuentas se conforma un conjunto de herramientas que incluyen parámetros objetivo aportados por la administración y directiva de la compañía bajo estudio.

- Para establecer el monto de los Ingresos y Egresos dependientes de la Cartera nos remitimos al comportamiento histórico de las variables inmiscuidas (datos históricos llevados por la compañía).
- Para las Comisiones Ganadas utilizamos la tasa de crecimiento sostenible (SGR), que requiere establecer índices objetivo (aquí combinamos el uso de tendencia y objetivos de la administración).

³ Establecido basándose en la proyección de flujos de ingreso neto (bajo parámetros de crecimiento y reinversión estables) como complemento de un proceso de Valoración que incluye métodos técnicos y el referente de la situación real del mercado (según aporte de los participantes del negocio)

- Un grupo de cuentas de Egresos se proyectó según su relación histórica promedio sobre los Ingresos Totales.
- Por último un grupo minoritario (por su representación sobre el monto total) de cuentas de Ingresos y Egresos se anexa al crecimiento estimado del PIB.

Metodología de Valoración

Citamos a Francisco J. López Lubián y Walter de Luna Butz⁴ al mencionar que “La Valoración es un proceso, nunca la aplicación directa de una fórmula matemática”. Por lo tanto la metodología empleada requiere agregar al elemento técnico (fundamentado en supuestos razonables) la perspectiva subjetiva, permitiendo así que cada usuario por si mismo determine el valor que considere apropiado para la compañía⁵.

El método utilizado en este trabajo para determinar el valor financiero de la compañía es el Método de Rendimiento de Valoración, el tipo de renta utilizada son los flujos de tesorería (FT)

Parte de un concepto contable tradicional: *el valor de un negocio (VG) es la suma del valor de las deuda (RA) y los recursos propios ajustados (RP)*.

$$VG = RA + RP'$$

La tasa de descuento a utilizar por este método es el coste medio ponderado de capital (CMPC o k_0). Determinar esta tasa requiere conocer el coste de la deuda (k_i) y de los recursos propios (k_e)

$$k_0 = k_i \cdot \frac{RAc}{RAc + RP'} + k_e \cdot \frac{RP'}{RAc + RP'}$$

⁴ “Valoración de empresas en la práctica” Serie McGraw-Hill de Management 2001

⁵Entiéndase que el valor cambia según tipo de usuario interesado, además los valores a los cuales hacemos referencia son valores de mercado

Capítulo

**ASPECTOS GENERALES DEL SECTOR CREDITICIO DEL
ECUADOR**

Como mencionamos en la Introducción General el propósito de ésta sección es presentar a la compañía sujeta a análisis, en el presente capítulo señalamos los parámetros influyentes sobre MASTERCARD más una revisión general del Sector Crediticio⁶ Nacional conformando el aporte necesario para el establecimiento de expectativas sobre su futura y posterior valoración siguiendo un proceso adecuado hacia el cumplimiento del objetivo principal, ya antes mencionado. Posteriormente nos enfocaremos en la organización bajo un enfoque de estructura administrativo-financiera (capítulo 2), revisando así los fundamentos de su negocio y la situación financiera contable que presenta actualmente, lo cual nos permitirá establecer conclusiones sobre sus fortalezas y oportunidades de expansión.

Iniciamos el capítulo con una revisión general del Sector Financiero Nacional⁷ para en lo posterior llegar de forma gradual hacia el mercado de tarjetas de crédito del cual es integrante MASTERCARD, éste método de estudio ayuda a nuestro propósito de que éste trabajo sea útil tanto para inversionistas, instituciones generadoras de crédito, y propietarios de la firma. A medida que el mundo fue evolucionando las personas han buscado la mejor manera de cuidar su dinero, de hacerlo producir, de tenerlo en un lugar seguro y donde pueda ser visto. En vista de estas necesidades comenzaron a salir las diferentes instituciones financieras que además de ofrecer el servicio de cuidar su dinero esta institución ofrece diferentes opciones como:

⁶ Incorporando al resumen temas de suma importancia como la crisis bancaria, por la estricta relación de las tarjetas de crédito con la banca privada dentro de su operación de negocio.

⁷ Según la Ley de Régimen Monetario y Financiero (Art. 30), el sistema financiero comprende: El Banco Central, Instituciones del Sistema Financiero Públicas y las Instituciones del Sistema Financiero Privado, entidades reguladas por la Superintendencia de Bancos y todas aquellas que correspondan al contenido de ésta Ley (Régimen Financiero y Monetario)

créditos, opciones para compra de locales, compra de títulos valores, fideicomiso, etc.

1.1 Sistema Financiero Nacional

En el país el Sistema Financiero Privado⁸, identificado por la Superintendencia de Bancos y Seguros, se divide en las siguientes entidades financieras:

- Bancos Privados
- Mutualistas
- Cooperativas de Ahorros y Crédito
- Sociedades Financieras

1.1.1 Cuerpo Legal

El sector financiero se encuentra fuertemente regulado por normas internacionales y de visión local que sin lugar a duda delimitan el campo de operación para la inversión enfocada a él. Como estas instituciones fueron creciendo y la economía presenta muchas variaciones se fundaron instituciones que cumplieran la labor de mantener el sistema estable y de garantizar el dinero de los clientes⁹.

Superintendencia de Bancos y Seguros:

Órgano técnico y autónomo encargado constitucional y legalmente de vigilar y controlar la organización, actividades, funcionamiento, disolución y liquidación de las instituciones del sistema financiero y compañías de seguros y reaseguros del país.

⁸ Ley de Instituciones Financieras (Art. 1). Se reconoce como Instituciones del sistema financiero privado: A las Instituciones Financieras, Instituciones de servicios financieros e Instituciones de servicios auxiliares (Para revisión completa de la división a la que se sujeta el sistema, y definiciones al respecto revisar el Anexo Legal)

⁹ Ver Ley de Régimen Monetario y Financiero

Organismo encargado de regular las instituciones bancarias públicas y privadas, la Corporación Financiera Nacional, las compañías financieras, las compañías de seguros, los bancos comerciales, las compañías de tarjetas de crédito, las casas de cambio y otros intermediarios financieros; además, supervisa y revisa los estados financieros y puede intervenir en todas las instituciones del sector si la situación lo requiere.

Superintendencia de Compañías:

Regula y revisa los estados financieros de las compañías que operan en Ecuador, con la única excepción de las instituciones financieras; toda entidad legal que efectúa actividades empresariales está sujeta a su control: las corporaciones de capital abierto, las sociedades de personas, las compañías de responsabilidad limitada y las compañías extranjeras con negocios en el país. Además, controla las políticas establecidas por el Consejo Nacional de Valores, presidido por el superintendente de Compañías, autoriza y supervisa las actividades individuales y de las compañías que participan en el mercado de valores, autoriza las ofertas públicas y, en general, supervisa el correcto desempeño de la Bolsa de Valores.

Junta Monetaria:

Es la organización que establece la política a seguir por el Banco Central y la responsable de emitir y regular todas las políticas monetarias, financieras, crediticias y cambiarias. Atribuciones:

- Formular la política de control y supervisión del sistema financiero, aprobar las modificaciones del nivel requerido de patrimonio técnico y las ponderaciones de los activos de riesgo y pronunciarse sobre el establecimiento y liquidación de las instituciones financieras, así como de la remoción de sus administradores;

- Resolver los casos no consultados en esta Ley, así como las dudas en cuanto al carácter bancario y financiero de las operaciones y actividades que realicen las instituciones financieras y dictar las resoluciones de carácter general para la aplicación de esta Ley;
- Determinar las operaciones y servicios no señalados expresamente en esta Ley que sean compatibles con las actividades de las instituciones financieras; entre otras especificadas en la Ley¹⁰

Banco Central del Ecuador:

Es una institución autónoma y técnica que lleva a cabo las políticas monetarias y financieras y controla el cambio de moneda extranjera, que emite la Junta Monetaria, junto con la emisión de moneda y las funciones relacionadas. Su principal objetivo es promover la estabilidad de los precios internos y preservar la credibilidad crediticia internacional del país.

“El Banco Central del Ecuador, persona jurídica de derecho público con autonomía técnica y administrativa, tendrá como funciones establecer, controlar y aplicar las políticas monetaria, financiera, crediticia y cambiaria del Estado y, como objetivo, velar por la estabilidad de la moneda¹¹”

Su función específica es la ejecución de la política monetaria, financiera, crediticia y cambiaria fijada por su directorio.

Agencia de Garantía de Depósitos:

Entidad de derecho público, autónoma de personalidad jurídica propia. Deberá promover un equilibrio equitativo con sentido nacional, determinar las políticas y

¹⁰ Ver Anexo Legal

¹¹ Constitución Política de la República del Ecuador Art. 261

acciones que deben observarse y evitar tendencias monopólicas en el sector financiero. Se trata de una entidad estatal cuyo objetivo es intervenir y lograr el saneamiento del sistema financiero nacional y proporcionar a la banca los recursos que necesita para sortear sus dificultades¹².

1.2 Situación del Mercado

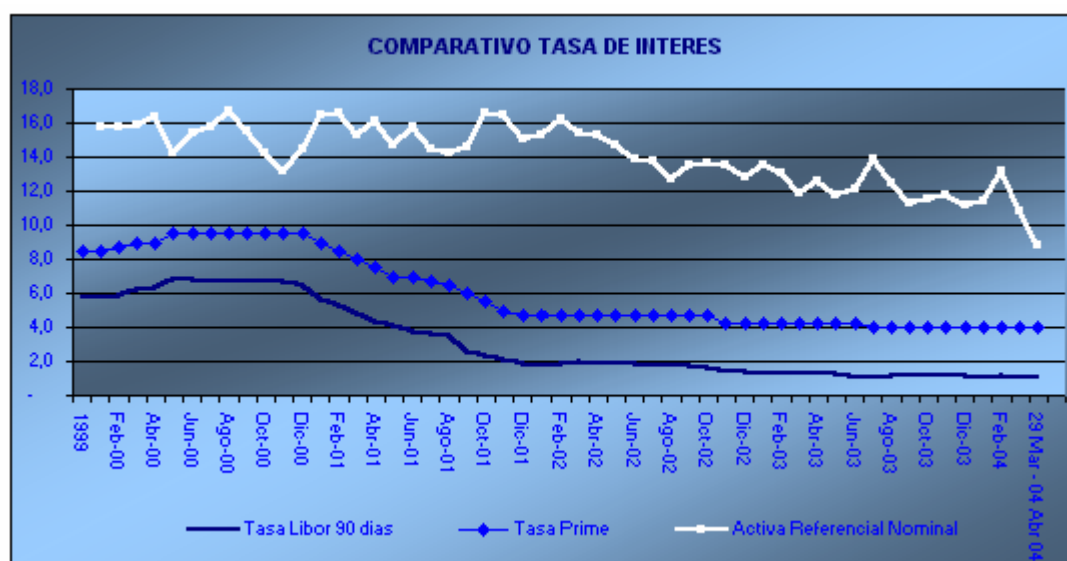
En este apartado mencionamos las diferentes variables que influyen sobre el comportamiento de las instituciones generadoras del crédito, así como sobre sus metas administrativas. Lo fundamental del sector financiero es que no sólo se encuentra relacionado por el medio utilizado, sino que *la conexión entre sus ramas es tan fuerte que ante inestabilidad en una de ellas inmediatamente las demás dan un giro notorio en su situación, los emisores de tarjetas de crédito tienen como partícipe principal a la banca privada para realizar su operación.*

El comportamiento de las variables macroeconómicas puede señalar desequilibrios que afectan a los sistemas financieros, por lo que tienden a ser indicadores anticipados. Es así como se vuelve necesario el uso de los Indicadores Macroeconómicos, mismos que constituyen los agregados exógenos relacionados con la solidez del sistema financiero. Para el estudio se citará algunos ejemplos, entendiéndose que en busca de la debida evaluación los inversionistas optarán por obtener información de los diversos factores inmiscuidos en la actividad de la compañía, datos que son provistos con suma precisión por la Dirección General de Estudios del ex instituto

¹² Para una reseña sobre la actuación del organismo en el sector bancario consultar Anexo AGD

emisor (BCE) o su similar Dirección Nacional de Estudios y Estadísticas de la Superintendencia de Bancos. Para enfocar el contenido al desarrollo del objetivo principal este estudio se presenta en el Apéndice Macroeconómico. El spread entre captación y colocación se compone de: fuerzas de mercado más la fijación del ente regulador, los participantes (incluidos emisores TC) se ven envueltos en un sistema ineficiente, aunque bajo un esquema de control que les permite una amplia flexibilidad de operación. A continuación revisemos algunas variables de comportamiento histórico, un análisis de las mismas nos permitirán establecer expectativas sobre el comportamiento a futuro.

GRÁFICO No.1.1



Fuente: Banco Central del Ecuador
Elaboración: Autores

El Gráfico No.1.1 nos permite identificar la relación que tiene el mercado internacional con el precio del dinero en el mercado interno, si tomamos en cuenta el comportamiento de la tasa máxima convencional podemos afirmar

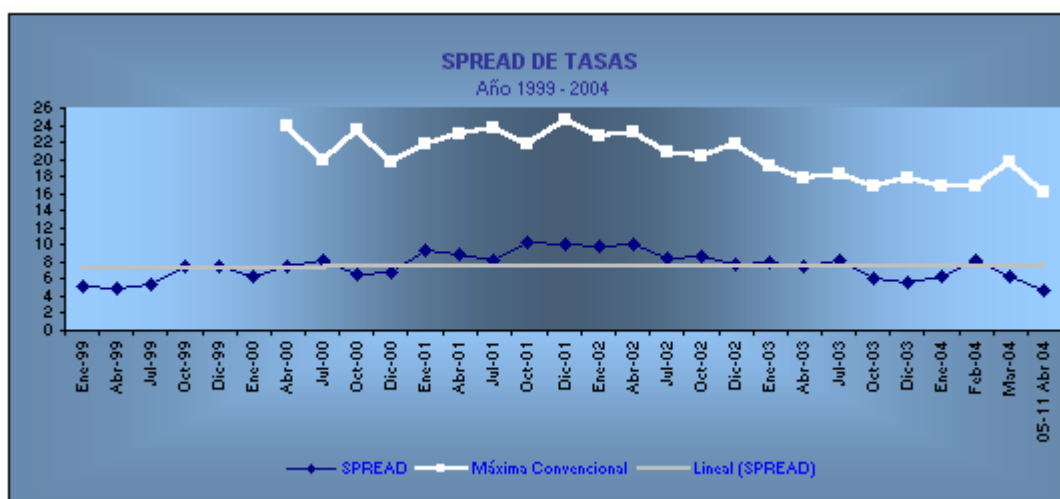
que la crisis de 1999¹³ y la falta de una solución estructural sobre la liquidez del sistema han limitado la presión a la baja sobre las tasas frente a un sistema monetario dolarizado. Por otro lado es evidente la tendencia a la baja, aunque los fuertes picos nos demuestran la flexibilidad y concentración que tiene el sistema.

Las expectativas hacia la rentabilidad del sector son positivas (ésta conclusión se fortalece al tomar en cuenta las conclusiones del comportamiento de la economía en su conjunto). Por otro lado, a partir de la fecha en adelante podemos esperar tendencia a la estabilidad en el spread.

Instituciones Financieras (IFI's):

Un termómetro de la actividad proyectada de la compañía sin duda lo compone el sistema financiero, es evidente que dentro del sector la mayor circulación del capital se produce en la Banca Privada,

GRÁFICO No.1.2



Fuente: Banco Central del Ecuador

Nota: Máxima Convencional toma en cuenta la tasa activa referencial vigente a la última semana completa del mes anterior, más un recargo del 50%.

Elaboración: Autores

¹³ Al respecto extendemos el análisis en lo posterior

Tendencia estable del spread, que aunque con ligera pendiente positiva muestra una fuerte caída en lo que va del año, si analizamos en períodos:

Años 1999-2000, desde enero del 99 a diciembre del mismo año presenta una situación irregular con tendencia al alza (fruto de la crisis del 99) explicada principalmente por la baja sobre la tasa pasiva, mientras el año para tasas pasivas comienza con 11.7, promedia 9.91 al año y 8.74 el último cuatrimestre; las tasas activas presentan valores de 16.78, 15.75 y 15.76 respectivamente. Aunque el 2000 presenta cifras de análisis más estables (inicial y promedios), los valores de tasas activa y pasiva fluctúan de forma que permiten mantener un claro aumento del spread por sobre el año 99 (alrededor de 1 punto %).

Años 2001-2002, período de fuerte rebaja sobre la tasa pasiva, más una relativa rigidez en las tasas activas que revierte ligeramente su tendencia apenas en el segundo semestre del 2002. En el 2001, tasas pasivas enero 7.12, promedia 6.63 y 6.2 el último cuatrimestre; las tasas activas presentan valores de 16.42, 15.53 y 15.66 respectivamente. Para 2002, tasas pasivas enero 5.55, promedia 5.16 y 5.15 el último cuatrimestre; las tasas activas presentan valores de 15.31, 14.24 y 13.38 respectivamente. En resumen, enfoque de margen y una actividad recesiva con promedio de spread de 8.91 y 9.08 para 2001 y 2002 frente al 5.85 de 1999, con tendencia a la baja en el último cuatrimestre 8.24.

Años 2003- parcial 2004, marcada tendencia a la baja del spread con promedio de 6.93 en el 2003, y valores por debajo de 5% para spread y debajo de 9% para activa en lo que va del año con tendencia acelerada a la baja.

Crisis del Sector Financiero.- La Banca sufrió una fuerte crisis de la cual aún no se recupera, más allá de la desconfianza generada sobre los cuenta ahorristas y de la etapa recesiva de la economía, en el sector real, existen cambios estructurales

indispensables que no se contemplan como un programa concreto dentro de la agenda del actual régimen y que a su vez no han sido analizados en forma debida por la Asociación de Bancos Privados del Ecuador, muchos críticos atribuyen éste último hecho a que actualmente la Banca recibe un margen extremadamente alto al debido de forma tal que no existe presión sobre ellos para solucionar las fallas que presenta su ciclo de actividad (nos referimos al esquema de captar y colocar), en resumen nos encontramos frente a un oligopolio que ante las presiones del FMI¹⁴ deberá reestructurarse a mediano plazo y mostrar resultados a corto plazo.

Esta crisis¹⁵ que se produjo en el año 1995 tuvo sin embargo su origen en 1992 cuando el gobierno del Arq. Sixto Durán Ballén inició una política cambiaria monetaria que tenía por objeto reducir las tasas de interés pasivas, superar el problema de liquidez bancaria y elevar la RILD¹⁶ y lograr que la inversión extranjera llegue al Ecuador, así la devaluación del sucre atrajo los capitales golondrinas y dio comienzo a la era del “boom crediticio” entre los años 1993-1994 *la crisis comenzó en el sector productivo y contagió al sistema financiero.*

A comienzos de 1999 las tasas de interés en los depósitos a plazo tendían a ser negativas en términos reales, la especulación con divisas, las inversiones en bienes raíces y el ahorro financiero condujeron a la depreciación del sucre en un 196.6% hasta diciembre de 1999. Luego de la quiebra de Filanbanco y El Progreso el

¹⁴ Organismo internacional que cuenta en la actualidad con 184 países miembros, (incluido Ecuador), tiene como objetivo promocionar la cooperación monetaria internacional y facilitar el crecimiento equilibrado del comercio mundial mediante la creación de un sistema de pagos multilaterales para las transacciones corrientes y la eliminación de las restricciones al comercio internacional, también asesora sobre la política económica que ha de seguirse, promueve la coordinación de la política internacional y asesora a los bancos centrales y a los gobiernos sobre contabilidad, impuestos y otros aspectos financieros. Ha tenido gran participación sobre la economía nacional con marcada trascendencia en el actual régimen de gobierno (2002-2006). Para una información detallada de la deuda del Ecuador con el organismo consultar BCE.

¹⁵ En la mayoría de los países las crisis bancarias ocurrieron después de un período de rápido crecimiento económico, con fuertes variaciones en las características relativas de los sectores económicos. Cuando los bancos tienen fuentes del exterior y se ven afectados por algún shock externo se puede crear fragilidad financiera y vulnerabilidad a la crisis, cuando la crisis ocurre el BC necesita contenerla generando devaluación y empeorando la crisis bancaria al no tener capacidad (la banca privada) de servir la deuda con el exterior. Ver *Bankng Crises: Cases and Issues*. FMI, “Issues in Recent Banking Crises” V. Sundararajan y

¹⁶ Para un detalle del comportamiento de la Reserva Monetaria de Libre Disponibilidad en el Ecuador, consultar BCE

gobierno intervino y decretó, desde el 1º de Marzo, un “*feriado bancario*”, que congeló por un año los depósitos e inversiones a plazo de todos los bancos del país, acompañado de la creación de la Agencia de Garantía de Depósitos¹⁷ (AGD). De las 39 instituciones existentes a inicios de 1999, a mediados de ese año, la mitad de las entidades del sistema financiero nacional pasaron a someterse a procesos de reestructuración, estatización o saneamiento. Respecto al papel de ésta entidad y la situación de los bancos intervenidos ver Anexo AGD

1.4.2 Mercado de Tarjetas de Crédito

El presente apartado muestra el comportamiento presentado por el target y una comparación frente a los más fuertes competidores.

Por regiones, el gasto con tarjetas MasterCard creció un 5,8 por ciento en Estados Unidos, un 14,7 por ciento en Canadá, un 13,5 por ciento en Europa, un 31,2 por ciento en Latinoamérica, y un 17,5 por ciento en Oriente Medio, África y el Sudeste Asiático. En Latinoamérica, la región donde la empresa experimentó un mayor dinamismo, el número de tarjetas en circulación aumentó en un 7,4 por ciento, según las mismas fuentes¹⁸.

El incremento de clientes durante el período 2001-2003 agrupando a los integrantes del sector, mediante un doble enfoque sobre las características del consumidor, se observa en el Gráfico No.1.3 observamos la tendencia del número de tarjetahabientes del sistema, dividido en los siguientes grupos:

¹⁷ Para información de crítica respecto a la actividad realizada por este organismo revisar Revista Gestión, diversas ediciones y artículos de la prensa (varios). El tema “AGD” ha sufrido de constante crítica, sirviendo de tema político en su mayor parte y sin sancionar a los culpables de la pésima administración, que ha pasado de total abandono a plataforma política, en cierto caso reciente, nuevamente dejando de lado las reformas estructurales estrictamente necesarias sobre la institución. Queda destacar que en principio la medida fue inconsistente y que la verdadera solución no se encuentra en garantizar sino en crear un sistema de garantía financiado por los integrantes (oferentes y consumidores)

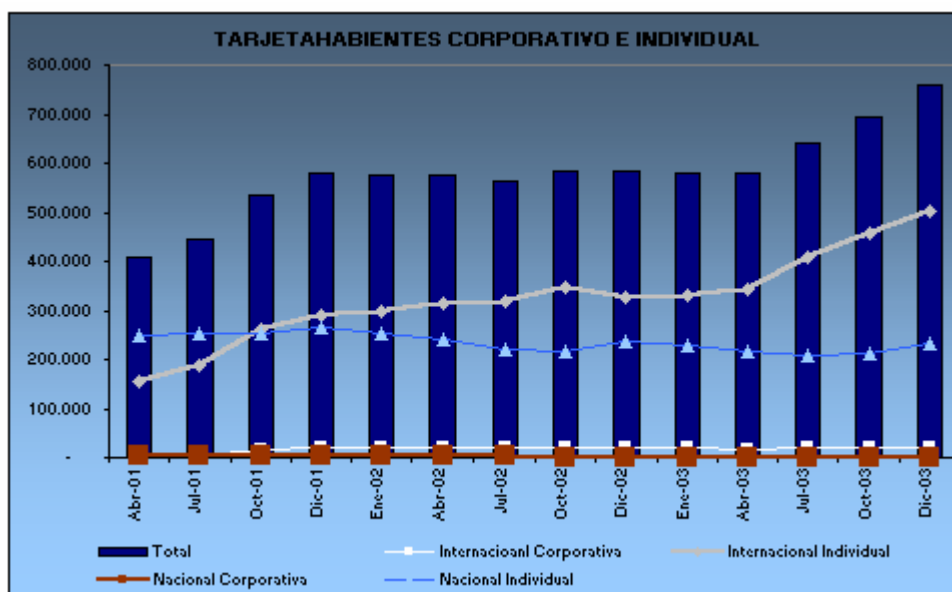
¹⁸ EFE (News) marzo 2, 2004

Nacional, desagregando la cifra para medir en forma separado el sector individual del sector corporativo. Con una clara tendencia a la baja (no notoria en el gráfico, debido a la relación de los valores con las demás categorías) por parte del sector corporativo, promediando valores de 2475, 2172 y 1756 tarjetahabientes para los años 2001, 2002 y 2003 respectivamente, y con 1923 a diciembre 2003, mostrando estabilidad a partir del último cuatrimestre del año 2002 y una ligera recuperación desde el 2003 acentuada en el último cuatrimestre. En conclusión un comportamiento cíclico cada tercer cuatrimestre con una tendencia a la baja.

Por otro lado el sector individual muestra relativa estabilidad, aunque mantiene también tendencia a la baja, con un 89% en el 2002 sobre el respectivo valor del 2001 y de 94% en el 2003 sobre el 2002, sin embargo presenta un 84% en el 2003 sobre el 2001 versus el 71% respectivo en corporativo (valores promedio). Por supuesto la relación por monto distorsiona totalmente, en diciembre del 2003 se registran 234456 tarjetahabientes para individual. Finalmente nuevamente se presenta el ciclo al final del período, aunque con menor pendiente.

Internacional, contrario al comportamiento tendencial del usuario nacional, éste sector muestra una evidente tasa creciente. Para el sector corporativo, (exceptuando una fuerte caída de abril a agosto del 2001, de nivel) la estabilidad hacia el alza presenta cifras promedio de 10638, 20099 y 19692 con un 185% en el 2003 sobre el 2001. Para el sector individual, la pendiente es más constante y superior (línea gris en Gráfico No.1.3), así los valores son 151% del 2002 frente al 2001, 123% del 2003 al 2002 (frente a un 98% en su similar para corporativo) y 186% del 2003 ante la cifra del 2001. Finalmente, es importante aclarar que el ciclo antes mencionado no se presenta en este sector.

GRÁFICO No.1.3



Fuente: Dirección Nacional de Estudios y Estadísticas/ Dirección de Estadísticas/ CGV Estructuras integradas de datos / Subgerencia de servicios informáticos / Central de Riesgos (SCR)
Elaboración: Autores

Comparativo anual:

En esta sección volvemos hacia los “fuertes” del sector y nos centramos en el último cambio de año en año, así a continuación tenemos gráficos proporcionales comparativos (Gráfico No.1.4a / Gráfico No.1.4b), divididos en grupo nacional y grupo internacional para los valores presentados al final del 2002 y del 2003. Podemos obtener importantes conclusiones, primero aunque en el sector nacional la supremacía de Diners Club no da lugar a duda en el grupo internacional su posición cae a 3/4. Otra situación relevante es la baja concentración en el sector internacional, aunque presentando una alta ventaja para Visa la competencia es existente. Veamos la variación de los integrantes del 2002 al 2003. Visa lleva la de perder en el sector nacional decayó su participación en 23%, mientras que en el internacional su caída es de 10% (la mayor en el sector) frente a un crecimiento del 3% de su

inmediato superior Mastercard, pero la situación de MC es totalmente contraria en el sector nacional con una caída del 45% (la mayor en el sector, justificada por su baja participación relativa). Finalmente es importante resaltar que Diners Club como líder en el sector nacional creció 18% y cayó únicamente 3% en el internacional, en éste sector sobresale la situación de American Express que crece en un 36%.

GRÁFICO No.1.4a

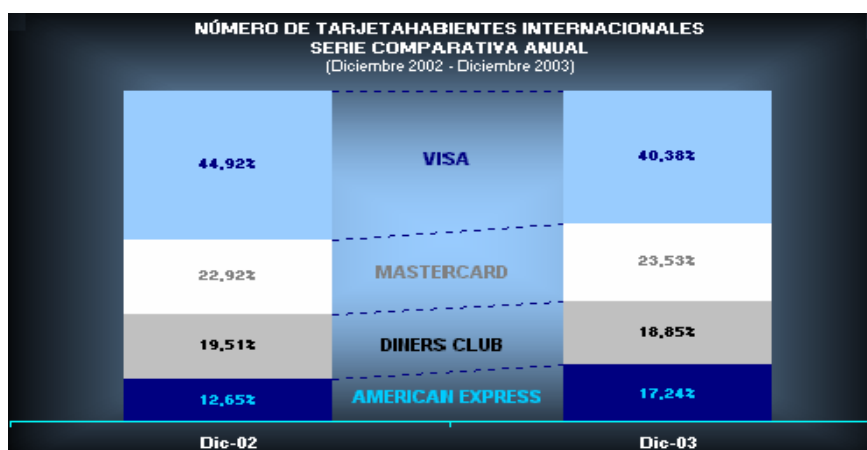
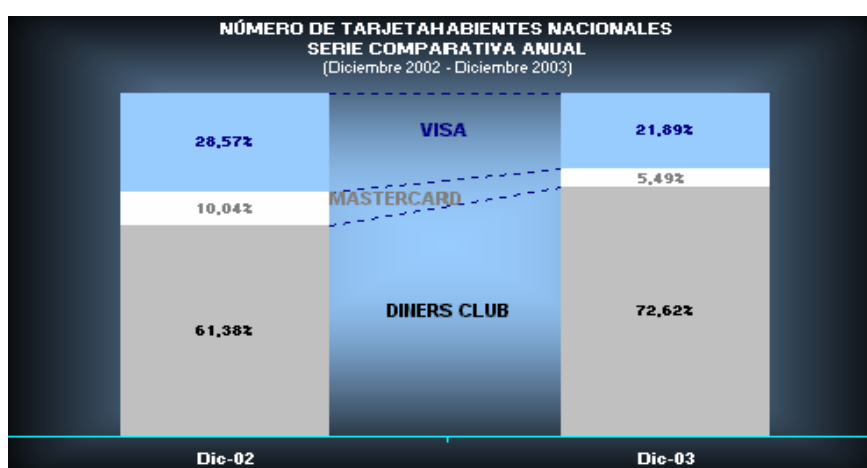


GRÁFICO No.1.4b



Fuente: Estructuras integradas de datos / Subgerencia de servicios informáticos / Central de Riesgos (SCR)
Elaboración: Dirección Nacional de Estudios y Estadísticas/ Dirección de Estadísticas/ CGV

Posición del mercado nacional dentro del latinoamericano:

Participación, midamos el nivel de nuestro mercado total respecto al conglomerado latinoamericano, en facturación y en número de tarjetas.

GRÁFICO No.1.5a

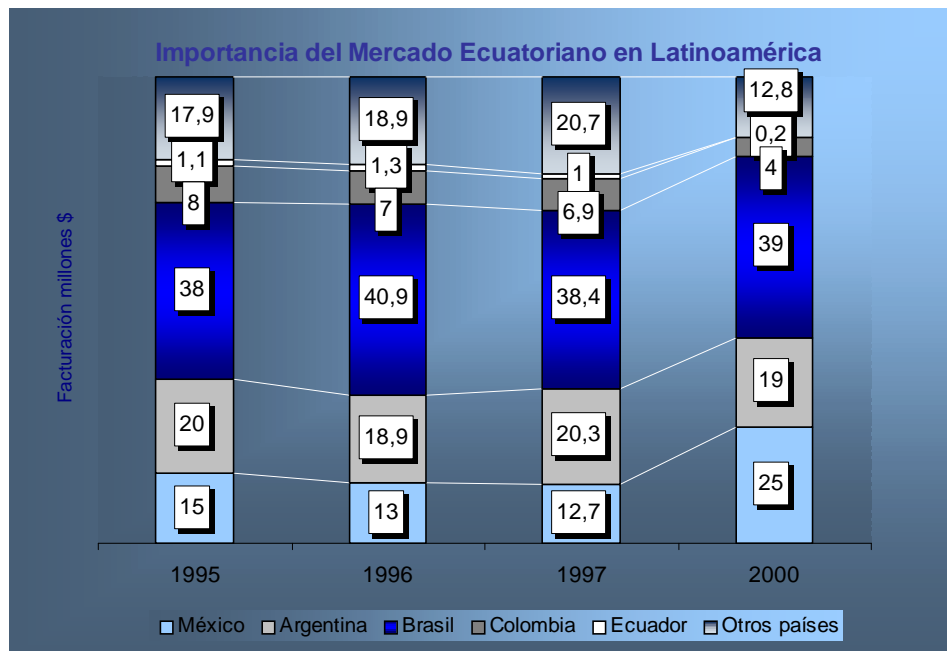
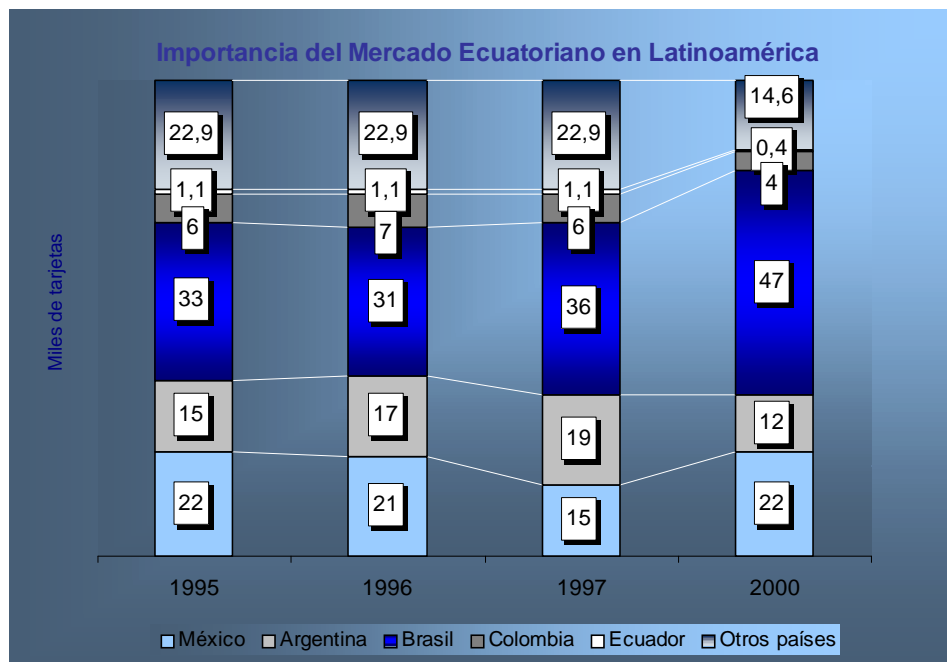


GRÁFICO No.1.5b



Fuente: MASTERCARD
Elaboración: Autores

Las cifras exponen la baja participación de nuestro mercado, en cuanto a montos facturados

Comparativo anual por instituciones emisoras:

Nótese, en el Cuadro No.1.1, que American Express, Diners y Corporativa Bolivariana mantienen un único emisor, mientras MC y VISA diversifican su proveedor presentando una estrategia similar en captación del mercado.

CUADRO No.1.1

INSTITUCIONES EMISORAS			
Cierre			
Integrantes	a diciembre 2001	a diciembre 2002	a diciembre 2003
MASTERCARD	BANCO ABN AMOR	BANCO ABN AMRO	BANCO ABN AMRO
	BANCO DEL PACIFICO	BANCO DEL PACIFICO	BANCO AUSTRO
	BANCO DEL PICHINCHA	BANCO DEL PICHINCHA	BANCO DE GUAYAQUIL
	BANCO POPULAR	BANCO PRODUBANCO	BANCO BOLIVARIANO
	BANCO PRODUBANCO	MUTUALISTA PICHINCHA	BANCO CENTRO MUNDO
	MUTUALISTA PICHINCHA	TARJETA DE CREDITO MASTERCARD	BANCO DEL PICHINCHA
	SOCIEDAD FINANCIERA HEMISFERIO		BANCO PRODUBANCO
	SOCIEDAD FINANCIERA PROINCO		MUTUALISTA PICHINCHA
	TARJETA DE CREDITO MASTERCARD		TARJETA DE CREDITO MASTERCARD
VISA	BANCO AMAZONAS	BANCO AMAZONAS	BANCO AMAZONAS
	BANCO AUSTRO	BANCO AUSTRO	BANCO AUSTRO
	BANCO DE GUAYAQUIL	BANCO DE GUAYAQUIL	BANCO DE GUAYAQUIL
	BANCO BOLIVARIANO	BANCO BOLIVARIANO	BANCO BOLIVARIANO
	BANCO COMERCIAL DE MANABI	BANCO COMERCIAL DE MANABI	BANCO COMERCIAL DE MANABI
	BANCO DE MACHALA	BANCO DE MACHALA	BANCO DE LOJA
	BANCO DEL PACIFICO	BANCO DEL PACIFICO	BANCO DE MACHALA
	BANCO DEL PICHINCHA	BANCO DEL PICHINCHA	BANCO DEL PACIFICO
	BANCO INTERNACIONAL	BANCO INTERNACIONAL	BANCO DEL PICHINCHA
	MUTUALISTA AZUAY	MUTUALISTA AZUAY	BANCO GUAYAQUIL BANK TRUST
		BANCO INTERNACIONAL	
		MUTUALISTA AZUAY	
A EXPR	BANCO DE GUAYAQUIL	BANCO DE GUAYAQUIL	BANCO DE GUAYAQUIL
DINERS	SOCIEDAD FINANCIERA DINERS CLUB	SOCIEDAD FINANCIERA DINERS CLUB	SOCIEDAD FINANCIERA DINERS CLUB
CB	BANCO BOLIVARIANO	BANCO BOLIVARIANO	BANCO BOLIVARIANO

Fuente: Estructuras integradas de datos / Subgerencia de servicios informáticos / Central de Riesgos (SCR)
Elaboración: Autores

Capítulo **2**

MASTERCARD

En el capítulo anterior hicimos una revisión del Sector Financiero Nacional, enfocando nuestro análisis sobre las compañías proveedoras del crédito. Dedicamos un considerable tramo de la reseña¹⁹ a la banca privada, esto debido a su alta representación en la liquidez del sistema, sumado a una síntesis de los organismos de control y de los fundamentos de la actividad crediticia, al final dejamos precedentes del mercado al que pertenece la compañía en estudio²⁰, con el propósito de incorporar las conclusiones obtenidas a las expectativas sobre el comportamiento futuro de MASTERCARD y así dirigir nuestro análisis hacia el propósito inicial. En el presente capítulo revisamos las implicaciones del negocio de esta compañía, daremos un vistazo a su estructura y objetivos principales además de analizar sus reportes financieros, bajo un enfoque estático, con el propósito de complementar el análisis de valoración desarrollado en detalle en el capítulo 5.

2.1 La Compañía

MASTERCARD del Ecuador SA es una sociedad anónima que presta servicios de carácter financiero, mediante la emisión, administración, financiamiento o mercadeo de tarjetas de crédito²¹ cuyos usuarios, los tarjetahabientes, las utilizan como instrumentos de pago.

¹⁹ De carácter simple por no ser nuestro interés el análisis del sector.

²⁰ Esto como parte de un desarrollo breve del sector crediticio nacional y sus elementos influyentes

²¹ Sobre la definición de tarjeta de crédito consultar Anexo Legal

2.1.1 Actividad

Las operaciones de emisión y administración de tarjetas de crédito incluyen la organización, el proceso de afiliación, la emisión de las tarjetas, la concesión del crédito, la recepción de pagos que se realicen a los establecimientos afiliados; y las demás actividades conexas o complementarias. Su cliente lo conforman: socios tarjetahabientes, comercios afiliados e instituciones financieras en convenio.

Las operaciones de otorgar crédito se llevan a cabo de dos maneras:

- Al rembolsar los consumos del cliente a los establecimientos comerciales contra la presentación de facturas o comprobantes debidamente suscritos
- Al entregar dinero en efectivo al tarjetahabiente mediante la presentación de la tarjeta ante la propia empresa o ante una institución financiera

2.1.1.1 Estructura Operativa

MASTERCARD como organización cumple cuatro funciones importantes:

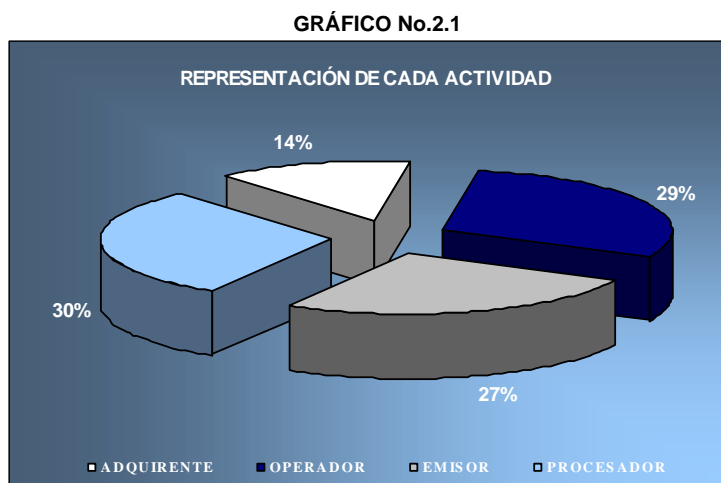
- a.** Emisor
- b.** Operador
- c.** Adquirente
- d.** Procesador

Definiendo:

- a. *Emisor.***- Coloca y administra crédito a través de la emisión de tarjeta.
- b. *Operador.***- Realiza el intercambio, la compensación y vigila los intereses de las marcas, desde el punto de vista de aceptación y manejo.

- c. Adquirente.-** Un adquirente es aquel que atiende la operación de los comercios para la buena aceptación de la tarjeta de crédito.
- d. Procesador.-** Un procesador se define como la entidad que presta servicios de procesamiento a terceros, es decir ofrece servicios de outsourcing.

Dentro de la compañía cada actividad ésta determinada por un grupo de costos que generan su respectivo ingreso, a continuación puede observarse ésta representación, medida en términos porcentuales²².



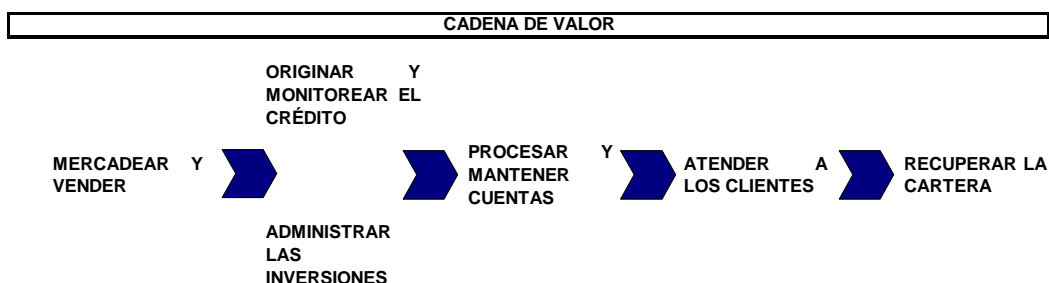
Fuente. MASTERCARD. Evaluación en relación con el costo generado
Elaboración: Autores

Los valores antes presentados nos permiten identificar la actividad que requiere más recursos para su funcionamiento, éstos datos son de gran importancia cuando se persiguen propósitos de eficiencia administrativa; y dentro de un marco operativo de reingeniería en procesos o de maximización de utilidades representan un componente del establecimiento de centros de

²² Más adelante nos referiremos a la importancia de la evaluación interna bajo un marco de Administración Financiera, con el propósito de obtener los mejores resultados posibles en la valoración (Capítulo 5)

responsabilidad. Basados en el concepto de cadena de valor²³, podemos definir la siguiente estructura de actividades, bajo un criterio de rentabilidad:

FIGURA No.2.1



*Definido basándose en la descripción de las actividades según personal MC
Elaboración: Autores

Mercadear y Vender.- Todas aquellas actividades que se encuentran relacionadas con el análisis de competencia, riesgos y beneficios potenciales en mercados objetivos, desarrollo de estrategias de negocio, prospección de clientes y cuentas, diseño y promoción de productos y servicios, ventas cruzadas y definición de estrategias de precios de productos y servicios.

Originar y monitorear el crédito.- Actividades que se encuentran relacionadas con la recepción de información de crédito, análisis y calificación de clientes, confirmación de referencias de clientes, aprobación, negociación de tasas activas de interés, preparación de documentación relacionada con el proceso crediticio y monitoreo del status de las cuentas.

Administración de inversiones.- Representan todas aquellas actividades relacionadas con el desarrollo de las estrategias de captación de recursos, la captación en sí misma y la administración de dichas cuentas.

²³ Según Porter la mejor manera de descubrir las actividades de la empresa es mediante la cadena de valor, en la que el total de los ingresos menos el total de costos de todas las actividades realizadas para desarrollar y comercializar un producto o servicio produce valor.

Procesar y mantener cuentas.- Actividades referentes al mantenimiento, control y ejecución de todas las transacciones originadas por los diferentes productos de la institución, independientemente de si estos son de origen activo (colocaciones) o pasivo (captaciones)

Atención al cliente.- Todas aquellas actividades relacionadas con la atención de inquietudes, consultas, reclamos u otro tipo de requerimientos de clientes, así como de la administración de sus relaciones con la institución

Recuperar la cartera.- Representan todas aquellas actividades relacionadas con la cobranza de valores entregados a clientes en forma de créditos. Esta función contempla tanto la cobranza de la cartera normal, como las cobranzas extrajudiciales y judiciales.

2.1.1.2 Producto

La línea de crédito concedida puede adoptar dos formas:

Crédito Rotativo o Corriente.- Línea de crédito con condiciones predeterminadas.

Crédito Diferido.- Acuerdo entre MASTERCARD y el establecimiento afiliado, a través del cual el establecimiento acepta el pago diferido de un bien o de un servicio por parte del tarjetahabiente.

Servicios.-

- a.** Emisión de la tarjeta y afiliación de establecimientos
- b.** Concesión de líneas de crédito, ya sea por utilización de la tarjeta de crédito en establecimientos comerciales o por la entrega de dinero en efectivo

- c. Cobro a los tarjetahabientes y pago a los establecimientos
- d. Recepción de fondos de sus tarjetahabientes con el objetivo de realizar cargos a sus futuros consumos
- e. Demás actividades estrictamente relacionadas al objeto de la compañía²⁴

Tarjetas de Crédito.-

MasterCard Internacional.- Como su nombre lo indica con el alcance internacional ofrece a sus socios variados planes de financiamiento.

MasterCard Gold.- Producto que ofrece a sus socios un esquema de prestigio y distinción con cupos privilegiados ante variados planes de financiamiento.

MasterCard Corporativa: Diseñada para cubrir al sector de ejecutivos de las empresas, ofrece una línea de crédito con planes en diferido o crédito de consumo, los que se pueden cancelar al contado y sin intereses²⁵.

MasterCard Garantizada.- Emitida con respaldo de una C.P.F. (Cuenta Provisión de Fondos) como garantía del cupo asignado. Con planes de financiamiento que se pueden cancelar al contado sin intereses o permite financiar los saldos con pagos mínimos.

MasterCard Platinum.- Ofrece a sus socios beneficios de una MasterCard con variados planes de financiamiento, los que se pueden cancelar al contado sin intereses o permite financiar los saldos con pagos mínimos

²⁴ Como Emisora de Tarjetas de Crédito, para mayor detalle al respecto ver Anexo Legal

²⁵ Adicionalmente, la empresa recibe un reporte de todos los consumos realizados con el cual puede llevar los controles necesarios para el caso.

Por medio de los programas de afinidad, los socios se identifican con un grupo de personas de intereses, actividades o membresías en común, además de obtener beneficios adicionales exclusivos de la institución elegida o realizar aportes por cada consumo que realizan.

2.1.1.3 Análisis DAFO

Considerada una herramienta estratégica por excelencia, muy utilizada (aunque a veces de forma intuitiva y sin conocer su nombre técnico). El beneficio que se obtiene con su aplicación es conocer la situación real en que se encuentra la empresa, así como el riesgo y oportunidades que le brinda el mercado.

El nombre lo adquiere de sus iniciales DAFO:

D: Debilidades, A: Amenazas, F: Fortaleza, O: Oportunidades.

Las debilidades y fortalezas pertenecen al ámbito interno de la empresa. Al realizar el análisis de los recursos y capacidades debe considerarse una gran diversidad de factores relativos a aspectos de producción, marketing, financiación, y generales de la organización. Las amenazas y oportunidades pertenecen siempre al entorno externo de la empresa, debiendo ésta superarlas o aprovecharlas, anticipándose a las mismas.

Debilidades.- También llamadas puntos débiles, son aspectos que limitan o reducen la capacidad de desarrollo efectivo de la estrategia de la empresa, constituyen una amenaza para la organización y deben, por tanto, ser controladas y superadas.

En el siguiente capítulo determinaremos la estrategia a seguir por parte de MASTERCARD, de acuerdo a las conclusiones obtenidas durante el desarrollo del trabajo hasta ese momento, sin embargo al momento podemos referirnos brevemente a la posición de MASTERCARD en el mercado. Al ser

VISA un claro líder en facturación²⁶, la capacidad de desarrollo de la compañía se encuentra claramente limitada, constituyendo una debilidad de improbable superación.

Fortalezas.- También llamadas puntos fuertes, son capacidades, recursos, posiciones alcanzadas y, consecuentemente, ventajas competitivas que deben y pueden servir para explotar oportunidades.

MASTERCARD presenta alta estabilidad en cuanto al número de tarjetas emitidas histórico, un comportamiento similar a Diners (líder en este aspecto en el mercado), si se considera esta situación frente a VISA²⁷ que presenta altos desniveles frente al comportamiento cíclico natural del sector, nos encontramos frente a una fortaleza que brinda seguridad al momento de especular sobre los ingresos percibidos a futuro, al permitirnos aprovechar el ciclo estacional del negocio²⁸

Amenazas.- Se define como toda fuerza del entorno que puede impedir la implantación de una estrategia, o bien reducir su efectividad, o incrementar los riesgos de la misma, o los recursos que se requieren para su implantación, o bien reducir los ingresos esperados o su rentabilidad.

Un sector regulado, ambiente político inestable, y lo que consideramos preponderante: *La posibilidad de la existencia de una “Burbuja de Crédito” en el sector en el ámbito agregado*²⁹

²⁶ Tal como lo corroboran los datos presentados en la primera sección de este capítulo

²⁷ Esta conclusión se aclara en el siguiente capítulo, sin embargo se hace referencia al respecto en el capítulo 1

²⁸ Conclusión fundamentada en el conocimiento del sector por parte de los directores de la compañía

²⁹ Como lo menciona el analista económico Pablo Concha, ante la preocupación sobre una economía netamente comercial

Oportunidades.- Todo aquello que pueda suponer una ventaja competitiva para la empresa, o bien representar una posibilidad para mejorar la rentabilidad de la misma o aumentar la cifra de sus negocios.

Sí sabemos que la tendencia del Total General de tarjetahabientes es al alza³⁰ y que existe igual situación en el sector internacional, tomando en cuenta la posición de MC en ésta clase identificamos una clara oportunidad de crecimiento en cuanto a la posición del sector y de incremento de utilidades (al focalizar adecuadamente los ingresos de éste rubro, balanceando su crecimiento con el máximo incremento en la tarifa soportado por el sector. Una forma de ser competitivos es realizar sistemáticamente DAFO a los productos y empresas de la competencia; así se descubren los nichos³⁰ que dejan, lo que nos servirá como argumento para introducirnos en un determinado mercado.

Cronología de la compañía³¹

1966: Se establece Interbank Card Association (ICA), alianza de 17 bancos regionales de Estados Unidos para aceptar entre sí sus TC locales.

1979: ICA se convierte en MASTERCARD International Inc. y su producto es denominado MASTERCARD.

1980: Se crea Unicredit S.A., que manejará la marca MASTERCARD en Ecuador con el lanzamiento de la tarjeta MASTERCARD Dual.

1983: Se lanza por primera vez la tarjeta nacional.

³⁰ Conclusión extraída también del Capítulo 1

³¹ La situación histórica fue proporcionada por MASTERCARD

1984: MASTERCARD introduce la segmentación del mercado de tarjetas bancarias mediante el lanzamiento de la tarjeta MasterCard Gold.

1990: Aparece la tarjeta MasterCard Corporativa para empresas.

1992: Se crea el Sistema "U" para comercios que desean el servicio de administración y financiamiento de su propia tarjeta.

1994: La empresa Unicredit S.A. cambia su denominación a MasterCard del Ecuador S.A. En este año también se introduce Maestro, el primer programa de débito en línea en el punto de venta para el mercado ecuatoriano.

1996: Se introduce Cirrus red de cajeros.

1999: Lanzamiento de la tarjeta MasterCard Garantizada.

2001: MASTERCARD del Ecuador publica su sitio web enfocado al servicio de los socios.

2003: (28 de abril) MASTERCARD del Ecuador S.A. cambia de denominación a Pacificard S.A. luego de 23 años de ser conocida como MASTERCARD del Ecuador

2.2 Situación Financiera

Los estados financieros informan acerca de la posición de una compañía en un punto en el tiempo y acerca de sus operaciones con relación a algún período anterior³². El análisis de los estados financieros es parte de un sistema de procesamiento de información a partir del cual se pueden tomar

³² El valor real de los estados financieros radica en que estos puedan usarse para predecir las utilidades y los dividendos futuros de la empresa. El análisis enfocado a proyección se desarrolla en el capítulo siguiente, por el momento utilizaremos los datos para analizar la situación inicial de la compañía y su relación con la industria o competidores.

decisiones bien fundamentadas, el análisis de las razones financieras de una empresa es por lo general el primer paso de un análisis financiero, las razones financieras se han diseñado para mostrar las relaciones que existen entre las cuentas de los estados financieros.

Como se mencionó anteriormente, al mencionar el objetivo principal del presente trabajo, el análisis varía de acuerdo con los intereses específicos de la parte involucrada, los acreedores están interesados en la liquidez, los tenedores de bonos se enfocan a largo plazo, los accionistas comunes se inclinan preferentemente a las utilidades presentes y futuras esperadas. Sin embargo, aunque el análisis de razones financieras puede proporcionar información muy útil en relación con las operaciones de una compañía y su condición financiera, presenta algunos problemas y limitaciones inherentes³³.

Un *análisis de razones comparativas* se basa en la comparación de las razones financieras de una empresa con las razones de las demás empresas que participan dentro de la industria, sin embargo la mayoría de las empresas desea alcanzar un rendimiento de alto nivel, por lo tanto prefieren basarse en el desempeño de los líderes de la industria. En el caso de la compañía bajo estudio lo idóneo es analizarla frente a Diners (sociedad financiera) debido a la característica independiente de VISA en el sector legal nacional, y adicionalmente a los favorables índices presentados por la sociedad financiera de mayor tamaño³⁴.

³³ Ver Fundamentos de Administración Financiera 10 edición Weston & Brigham Pág. 88

³⁴ Para revisión de los estados de situación (Balance General) revisar Anexo Situación Financiera

Diners Club del Ecuador (Diners) es la mayor sociedad financiera del sistema nacional, en el Cuadro No.2.1 realizamos un comparativo con los principales índices reportados por ambas instituciones al finalizar el año base de proyección (2002)³⁵.

Primero debemos distinguir la capacidad de Diners de conceder créditos comerciales y de vivienda contrariamente a MASTERCARD (MC)³⁶, esto influye directamente sobre la calidad de activos, sin embargo los valores de MC son altamente desfavorables superando 2 a 1 la relación de los activos improductivos sobre los productivos. El sector de consumo mantiene una moratoria elevada para este tipo de negocio, sin embargo al comparar Diners y MC, éste supera por casi 4 a 1 al primero con 22.67%. Un factor decisivo para los acreedores e inversionistas es el nivel de cobertura sobre la cartera, éste indicador puede tener dos conclusiones fuertemente contrarias entre liquidez del negocio o castigar el costo de oportunidad asumido. Otro indicador de liquidez es Activos Líquidos / Pasivos Exigibles con resultado aceptable para la compañía.

Como lo menciona el Gerente Financiero (2002) la eficiencia microeconómica es definitivamente una de las debilidades de la empresa que se sustenta principalmente en el nivel de gastos de personal³⁷. En términos de rentabilidad el índice de capitalización (de interés sustancial para los accionistas) muestra niveles similares entre Diners y MC, al respecto ratifican la conclusión los resultados del ejercicio medidos sobre el Patrimonio y Activos Promedio.

En resumen la mayor falencia de la compañía es el gasto operativo, sus niveles de rentabilidad son altamente aceptables y sin alarma en liquidez.

³⁵ Decidimos obviar el segmento teórico respecto a los campos que analizan las razones financieras, por no considerarlo relevante para el grupo de usuarios objetivo del trabajo. Por supuesto esto es común denominador de los libros de Finanzas a nivel básico, medio y en ocasiones superior

³⁶ Para información al respecto, consultar Anexo Legal

³⁷ Ver Anexo Informe Financiero

CUADRO No.2.1

INDICADORES FINANCIEROS MASTERCARD vs. MAYOR SOCIEDAD FINANCIERA	2002	
	DINERS	MASTERCARD
SUFICIENCIA PATRIMONIAL (PATRIMONIO + RESULTADOS) /ACTIVOS INMOVILIZADOS	163,71%	31,12%
CALIDAD DE ACTIVOS:		
ACTIVOS IMPRODUCTIVOS NETOS/TOTAL ACTIVOS	8,30%	69,71%
ACTIVOS PRODUCTIVOS/TOTAL ACTIVOS	91,89%	30,22%
INDICES DE MOROSIDAD		
MOROSIDAD DE LA CARTERA DE CREDITOS COMERCIALES	0,06%	
MOROSIDAD DE LA CARTERA DE CREDITOS DE CONSUMO	6,41%	22,67%
MOROSIDAD DE LA CARTERA DE CREDITOS DE VIVIENDA	0,00%	
MOROSIDAD DE LA CARTERA DE CREDITOS PARA LA MICROEMPRESA		
MOROSIDAD DE LA CARTERA TOTAL	6,32%	22,67%
COBERTURA DE PROVISIONES PARA CARTERA IMPRODUCTIVA		
COBERTURA DE LA CARTERA COMERCIAL	0,00%	
COBERTURA DE LA CARTERA DE CONSUMO	106,44%	-54,19%
COBERTURA DE LA CARTERA DE VIVIENDA		
COBERTURA DE LA CARTERA DE MICROEMPRESA		
COBERTURA DE LA CARTERA PROBLEMÁTICA	167,63%	-54,19%
EFICIENCIA MICROECONOMICA		
GASTOS DE OPERACION /TOTAL ACTIVO PROMEDIO	11,14%	25,64%
RENTABILIDAD		
RESULTADOS DEL EJERCICIO/PATRIMONIO PROMEDIO	38,31%	21,82%
RESULTADOS DEL EJERCICIO/ACTIVO PROMEDIO	3,75%	3,89%
RESULTADOS DEL EJERCICIO ESTIMADOS/PATRIMONIO PROMEDIO	38,31%	21,82%
RESULTADOS DEL EJERCICIO ESTIMADO/ACTIVO PROMEDIO	3,75%	3,89%
INDICADOR DE LIQUIDEZ REGULATORIO:		
ACTIVOS LIQUIDOS/PASIVOS EXIGIBLES	37,13%	27,96%
VULNERABILIDAD DEL PATRIMONIO		
CARTERA IMPRODUCTIVA/(PATRIMONIO + RESULTADOS)	47,26%	123,32%
FK = (PATRIMONIO - INGRESOS EXTRAORDINARIOS) / ACTIVOS TOTALES	9,71%	16,03%
FI = 1 + (ACTIVOS IMPRODUCTIVOS/ACTIVOS TOTALES)	108,30%	169,71%
INDICE DE CAPITALIZACION NETO: FK / FI	8,96%	9,45%

Fuente: Estado de situación remitidos por las entidades / Sistema de Administración de Balances

Elaboración: Superintendencia de Bancos y Seguros / Dirección Nacional de Estudios y Estadísticas / Dirección de Estadísticas

Sociedades Financieras

Notas: 1) Agrupación de entidades metodología de percentiles y cuotas de mercado a diciembre de 2002,

los rangos porcentuales son:

Grandes (Mayor a 73%)

Medianas (Mayor a 11%)

Pequeñas (Entre 1% y 4%)

Muy Pequeñas (Menor a 1%)

2) El indicador de cobertura se presenta positivo

Detalle sobre la composición de la cartera en cada institución se presenta en el Cuadro No.2.2. Su primera sección legitima la decisión de comparar MC con Diners, a pesar de tener fuertes diferencias en su actividad, el 99% de cartera de Diners (sociedad financiera de mayor tamaño en el mercado nacional) la constituyen créditos de consumo, justificando el benchmarking.

CUADRO No.2.2

COMPOSICION PORCENTUAL DE LA CARTERA DE CREDITOS POR ACTIVIDAD	31-Dic-02	
	DINERS	MASTERCARD
CARTERA DE CREDITOS COMERCIALES	1%	0%
CARTERA DE CREDITOS DE CONSUMO	99%	100%
CARTERA DE CREDITOS DE VIVIENDA	0%	0%
CARTERA DE CREDITOS PARA LA MICROEMPRESA	0%	0%
TOTAL CARTERA BRUTA	100%	100%
CARTERA IMPRODUCTIVA (NO DEVENGA INTERESES NI INGRESOS + VENCIDA)	31-Dic-02	
(en miles de dólares norteamericanos)	DINERS	MASTERCARD
CARTERA IMPRODUCTIVA COMERCIAL	1	-
CARTERA IMPRODUCTIVA CONSUMO	11.817	2.969
CARTERA IMPRODUCTIVA VIVIENDA	-	-
CARTERA IMPRODUCTIVA MICROEMPRESA	-	-
TOTAL CARTERA IMPRODUCTIVA	11.818	2.969
CARTERA BRUTA	31-Dic-02	
(en miles de dólares norteamericanos)	DINERS	MASTERCARD
CARTERA BRUTA COMERCIAL	2.110	-
CARTERA BRUTA CONSUMO	184.484	13.096
CARTERA BRUTA VIVIENDA	369	-
CARTERA BRUTA MICROEMPRESA	-	-
TOTAL CARTERA BRUTA	186.964	13.096

Fuente: Estado de situación remitidos por las entidades /Sistema de Administración de Balances (S.A.B.)

Elaboración: Dirección Nacional de Estudios y Estadísticas / Dirección de Estadísticas

Nota: Los datos elaborados por la Dirección de Estadísticas fueron agrupados según conveniencia del trabajo
Se omiten las cuentas de carácter ajeno a los sectores

Si bien el Cuadro No.2.2 presenta la composición de la cartera según tipo de actividad, mediante el cuadro Cuadro No.2.3 revisamos la gestión de cobranzas por compañía. Se muestra inicialmente los montos manejados y luego la relación proporcional comparando la eficiencia operativa.

CUADRO No.2.3

COMPOSICION DE LA CARTERA DE CREDITOS POR VENCIMIENTOS Y TIPO DE ACTIVIDAD (en miles de dólares)		31-Dic-02	
		DINERS	MASTERCARD
CARTERA BRUTA		186.964	13.096
CARTERA POR VENCER			
1401	CARTERA DE CRÉDITOS COMERCIAL POR VENCER	272	-
1402	CARTERA DE CRÉDITOS DE CONSUMO POR VENCER	172.667	10.127
1403	CARTERA DE CRÉDITOS DE VIVIENDA POR VENCER	369	-
1405	CARTERA DE CRÉDITOS COMERCIAL REESTRUCTURADA POR VENCER	1.837	-
	TOTAL CARTERA POR VENCER	175.146	10.127
CARTERA QUE NO DEVENGA INTERESES			
1411	CARTERA DE CRÉDITOS COMERCIAL QUE NO DEVENGA INTERESES	1	-
1412	CARTERA DE CRÉDITOS DE CONSUMO QUE NO DEVENGA INTERESES	7.076	1.360
	TOTAL CARTERA QUE NO DEVENGA INTERESES	7.078	1.360
CARTERA VENCIDA			
1422	CARTERA DE CRÉDITOS DE CONSUMO VENCIDA	4.740	1.609
	TOTAL CARTERA VENCIDA	4.740	1.609
1499	(PROVISIONES PARA CRÉDITOS INCOBRABLES)	(19.810)	(1.609)
CARTERA POR VENCIMIENTOS / CARTERA BRUTA		%	
CARTERA BRUTA		100,00%	100,00%
CARTERA POR VENCER			
1401	CARTERA DE CRÉDITOS COMERCIAL POR VENCER	0,15%	
1402	CARTERA DE CRÉDITOS DE CONSUMO POR VENCER	92,35%	77,33%
1403	CARTERA DE CRÉDITOS DE VIVIENDA POR VENCER	0,20%	
1405	CARTERA DE CRÉDITOS COMERCIAL REESTRUCTURADA POR VENCER	0,98%	
	TOTAL CARTERA POR VENCER	93,68%	77,33%
CARTERA QUE NO DEVENGA INTERESES			
1411	CARTERA DE CRÉDITOS COMERCIAL QUE NO DEVENGA INTERESES	0,00%	
1412	CARTERA DE CRÉDITOS DE CONSUMO QUE NO DEVENGA INTERESES	3,78%	10,38%
	TOTAL CARTERA QUE NO DEVENGA INTERESES	3,79%	10,38%
CARTERA VENCIDA			
1422	CARTERA DE CRÉDITOS DE CONSUMO VENCIDA	2,54%	12,28%
	TOTAL CARTERA VENCIDA	2,54%	12,28%
1499	(PROVISIONES PARA CRÉDITOS INCOBRABLES)	-10,60%	-12,28%

Fuente: Estado de situación remitidos por las entidades /Sistema de Administración de Balances (S.A.B.)

Elaboración: Dirección Nacional de Estudios y Estadísticas / Dirección de Estadísticas

Nota: Los datos elaborados por la Dirección de Estadísticas fueron agrupados según conveniencia del trabajo
Se omiten las cuentas de carácter ajeno a los sectores

La conclusión inicial es, gestión de cobranza insatisfactoria en MASTERCARD, sin embargo si consideramos los ingresos obtenidos por la alta morosidad de cliente y los encadenamos a los niveles de rentabilidad el balance es favorable aunque riesgoso³⁸

³⁸ Cumpliéndose: "A mayor riesgo, mayor rentabilidad". Aquí nuevamente citamos a Pablo Concha en su reflexión sobre la "burbuja de crédito" que se podría estar formando

Capítulo



PLANIFICACIÓN FINANCIERA Y FUNDAMENTOS DE LA PROYECCIÓN

En los capítulos anteriores se presentó a la compañía en estudio, primero como parte de un sistema (capítulo 1) y luego de una forma interna analizando su funcionamiento como organización (capítulo 2). Estos capítulos en conjunto cierran la sección I del contenido, siendo precedentes necesarios para el desarrollo de la sección II. Así, en el presente capítulo utilizaremos la información financiera presentada al final del capítulo 2 para delinear un horizonte financiero, mismo que sumado a las conclusiones sobre el comportamiento del mercado y a la planificación administrativa expresada por la alta directiva, definen los parámetros de la proyección a realizarse. Posteriormente (capítulo 4) pasamos a la implementación de estos fundamentos con el uso del modelo de proyección que como resultado presentará la situación financiera futura estimada.

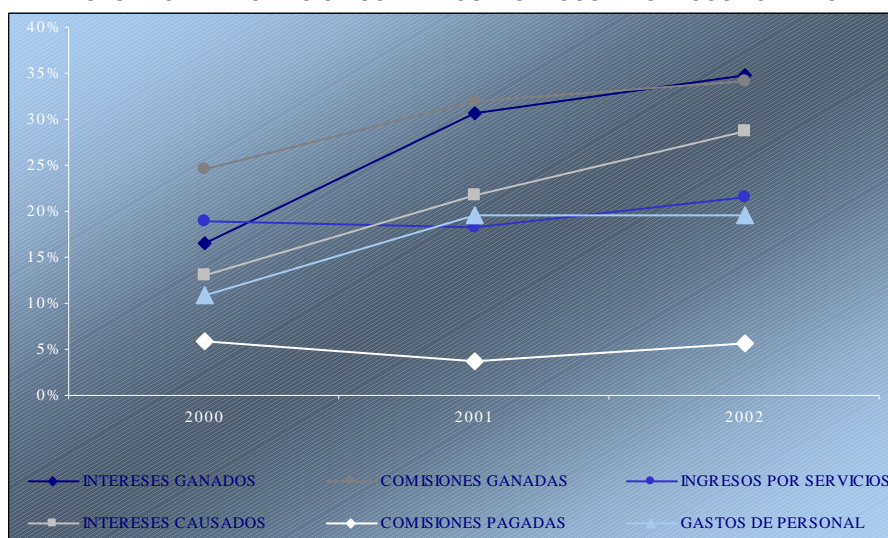
3.1 Panorama Financiero de MASTERCARD

En el presente apartado revisamos los principales indicadores de gestión de la compañía, con el propósito de delimitar las posibilidades de cambio o estabilidad en la operación del negocio, también combinamos los indicadores mediante el uso del modelo de Altman para un comparativo dentro del sector diferenciando (estrategia) y finalmente calificamos su posición frente a la competencia demostrando en cifras las fortalezas ya mencionadas en el capítulo anterior.

3.1.1 Análisis de Índices, Enfoque Tendencial

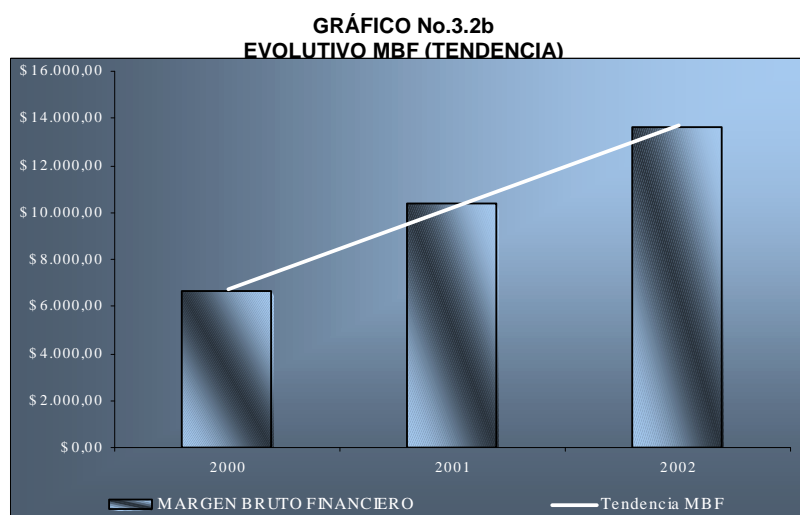
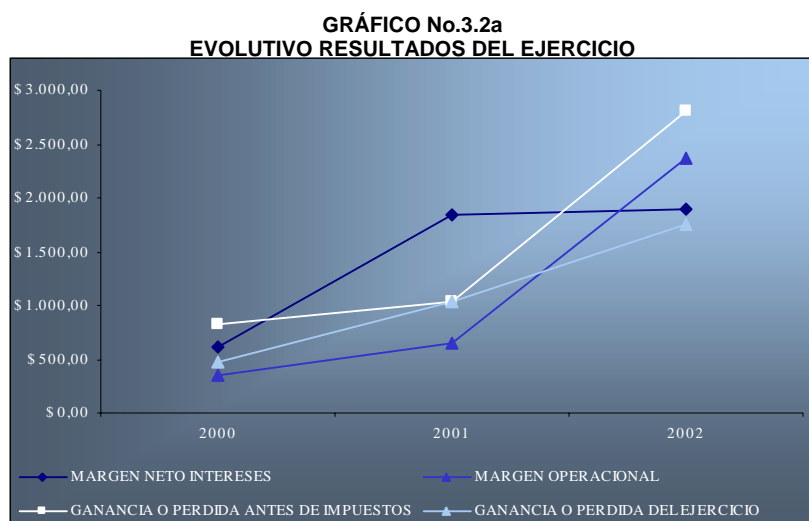
En el capítulo anterior (Apartado Situación Financiera) revisamos su posición frente a un competidor de alto rendimiento, medimos estructura de cartera, eficiencia y rendimiento. En éste apartado expresamos como porcentajes las partidas en el balance y en el estado de resultados, posteriormente evaluamos la tendencia en los principales índices de la compañía (para mejor percepción del desempeño financiero futuro), complementando el análisis de razones financieras realizado en el capítulo 2. Es importante destacar que el período analizado toma los años 2000-2001-2002, por considerar los resultados del año 1999 poco relevantes sobre un enfoque tendencial, debido a la crisis del sistema a la fecha. El Gráfico No.3.1 compara la participación porcentual de las principales fuentes de ingresos y egresos financieros, además de un rubro de fundamental importancia en la compañía por su comportamiento desfavorable en términos de eficiencia operativa.

GRÁFICO No.3.1
EVOLUTIVO PARTICIPACIÓN SOBRE LOS INGRESOS Y EGRESOS TOTALES



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaboración: Autores

Si consideramos el aumento de Ingresos Totales (41.91% del 2000 al 2002), existe tendencia favorable de los tres rubros de ingresos analizados. Los gastos, el egreso de personal mantiene importante estabilidad frente al 2001 (previo fuerte crecimiento 2000-2001)³⁹, las Comisiones Pagadas mantienen estable posición y existe incremento sostenido en intereses causados versus aumento de intereses ganados. En los resultados, las dos gráficas siguientes (Gráfico No.3.2a / Gráfico No.3.2b) cubren 5 indicadores al respecto.



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaboración: Autores

³⁹ Al final de éste capítulo menciona nuestra posición frente al comportamiento esperado de este rubro

El comportamiento del margen bruto financiero demuestra el elevado margen que rige en el sistema financiero nacional, por lo tanto las expectativas formuladas son una sostenida tendencia al alza en las utilidades como se demuestra en el comportamiento del margen operacional y de las ganancias, sin embargo el margen neto de intereses refleja directamente el comportamiento de las tasas de interés (a la baja) fortaleciendo las conclusiones extraídas en el capítulo 1⁴⁰.

3.1.2 Modelo de Clasificaciones Z

Sabemos que las razones financieras proporcionan información acerca de la fuerza financiera de una compañía. Sin embargo es notoria su limitación debido a que la metodología es básicamente unilateral (cada razón se examina en forma aislada), al punto que los efectos combinados de varias razones se basan únicamente en el juicio del analista financiero, tendiendo a convertirse en un análisis subjetivo. Por lo tanto en el presente apartado combinaremos diferentes tipos de razones dentro de un modelo predictivo, *con el propósito de clasificar la compañía como peligro de quiebra o lo contrario*. El *Análisis Discriminante*, genera un índice que permite clasificar a priori una observación dentro de uno de varios grupos.

⁴⁰Es importante destacar que el margen bruto financiero se presenta distinto al neto debido a la presencia de las comisiones ganadas (que superan ampliamente a las pagadas) que de hecho constituyen el segundo rubro de los Ingresos Totales, más sobre las comisiones se analiza en el Capítulo Proyección

Para el presente trabajo utilizaremos los parámetros obtenidos por Altman (1968)⁴¹ al elaborar un modelo capaz de predecir la quiebra de las empresas, mediante el análisis discriminante⁴², Altman definió 5 razones financieras que contribuían en forma notable al modelo y para efectos de establecer una pauta para clasificar las empresas eligió un *valor de corte de Z igual a 2.675*⁴³, así la *función discriminante Z* presenta la siguiente descripción:

$$Z = 0.012X1 + 0.014X2 + 0.033X3 + 0.006X4 + 0.999X5$$

donde,

X1 = Capital de trabajo / Activos totales (%)

X2 = Utilidades Retenidas / Activos totales (%)

X3 = EBIT / Activos totales (%)

X4 = Valor de mercado del capital contable / Valor en libros de la deuda (%)

X5 = Comisiones Ganadas⁴⁴ / Activos totales (veces)

Obviamente los resultados de la función constituyen una referencia técnica que deberá ser incluida en el análisis fundamental de la posición de mercado de la compañía, la dinámica del mercado al que pertenece y los recientes inconvenientes de liquidez del país.

Desarrollo:

$$X1 = USD 45,239 / USD 52,525 = 0,861287035 = \mathbf{86.12\%}$$

$$X2 = USD 49 / USD 52,525 = 0,00092816 = \mathbf{0.09\%}$$

$$X3 = USD 2,804 / USD 52,525 = 0,053396623 = \mathbf{5.3\%}$$

$$X4 = USD 8,859 / USD 45,239 = 0,195835848 = \mathbf{19.58\%}$$

$$X5 = USD 7,713 / USD 52,525 = \mathbf{0,146836855}$$

⁴¹ Recordemos que el objetivo del presente trabajo no es establecer el poder de predicción de las razones financieras sobre la quiebra de una empresa, el uso de esta función es con propósito de adicionar argumentos teóricos que permitan al usuario establecer conclusiones sobre la rentabilidad futura de la empresa.

⁴² Ver Edward I. Altman, "Financial Ratios as Predictors of Failure"

⁴³ Al momento del desarrollo analizaremos el valor a utilizarse

⁴⁴ Modificación del modelo para ajuste al sector de la compañía

$$Z = 0.012 * 0.86 + 0.014 * 0.0009 + 0.033 * 0.05 + 0.006 * 0.196 + 0.999 * 0.15$$

$$Z = 15,9975$$

Es evidente que una relación de 2.675 es inconsistente con el tipo de mercado, para tener un punto comparativo se analizó el modelo sobre la situación presentada por Diners (sociedad financiera) que posee una estrategia de distribución al público distinta a la presentada por VISA y MASTERCARD constituyendo un importante comparativo de sector, aquí se obtuvo $z = 16,33821755$. El valor de MASTERCARD se encuentra por debajo del valor crítico, es decir presenta menos fortaleza que las sociedades financieras en su operación⁴⁵, en términos de liquidez y probabilidad quiebra.

3.1.3 Análisis Comparativo Tendencial de Mercado

En éste punto obtenemos una importante conclusión sobre el marco referencial para el establecimiento de la estrategia a seguir, así como de la segmentación adecuada al momento de tomar en cuenta los datos base para la proyección. Es decir, analizamos el comportamiento individual de los integrantes del sector (bajo un enfoque tendencial), calificamos el nivel de concentración según el segmento analizado y a la vez introducimos un comparativo entre los integrantes. Por lo tanto definimos (según segmento): líder de mercado, principal competidor, expectativas de crecimiento (según tendencia), segmentos de desarrollo y necesidad de reestructuración para

⁴⁵ Si bien los parámetros no son los correspondientes al sector, al ser constantes (sobre el cálculo de MASTERCARD y sobre el respectivo de Sociedades Financieras) permite comparar su situación y establecer conclusiones al respecto

MASTERCARD y expectativas sobre la tendencia del endeudamiento y el nivel de provisión requerido.

Es importante aclarar que nos enfocaremos en las cifras presentadas por cada integrante hasta un año atrás de la base de proyección (2002), esto debido a que en el análisis por integrante realizado damos alta ponderación a los períodos recientes (mensuales), sin dejar de lado una tendencia histórica, misma que fue revisada en el capítulo 1.

El comparativo 2001-2002⁴⁶ del total de tarjetahabientes registrado muestra a Diners con una estable supremacía, ya que aunque es seguido muy de cerca por VISA, éste presenta altos desniveles frente al comportamiento cíclico natural del sector, esto es 1.75% (2001) y 3.71% (2002). Para el 2001 su variación mensual promedio (VMP) es 11.44% frente al 0.26% de MC y al -0.29% de Diners, explicada por sus pronunciados picos⁴⁷ como julio (23%), octubre (-62%) y noviembre (137%). En el año 2002 su VMP aumenta a 26.11%, en el Gráfico No.3.3 es notoria su mayor dispersión frente a posiciones con similitud relativa de MC y Diners (VMP: 0.6% y 0.73%,). MC y Diners son los que se presentan más estables, en el 2001 con 103.443 (MC) y 233.351 (Diners); y para el 2002 con 113.524 (MC) y 233.920 (Diners), en promedio mensual de tarjetas emitidas. Aunque difieren en su comportamiento reciente si tomamos en cuenta que la mayor estabilidad para MC se presenta en el año 2002 (año base de proyección).

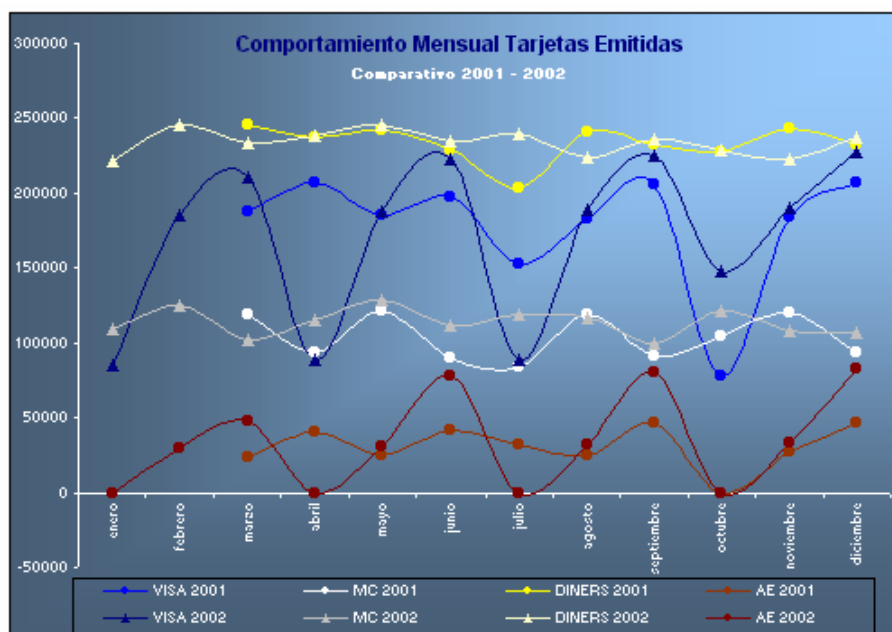
Como mencionamos al finalizar el capítulo 1, MASTERCARD y VISA llegan con una estrategia muy similar al cliente (complementaremos ésta similitud en la sección Parámetros de la Proyección), ante la mayor volatilidad mensual de VISA en el

⁴⁶ Los promedios para el año 2001 toman en cuenta los valores de marzo a diciembre

⁴⁷ Superado únicamente por las cifras presentadas por American Express (aquí el inconveniente es el alto nivel de omisiones en los datos presentados), sin embargo los valores son poco representativos en el sector representando alrededor del 16% de VISA

2002, MC a mejorado fuertemente su relación frente a este demostrando que la estabilidad se ha convertido en una importante fortaleza, con representación promedio de 76.39% (2002) vs. 62.67% (2001).

GRÁFICO No.3.3



Fuente: Estructuras integradas de datos / Subgerencia de servicios informáticos / Central de Riesgos (SCR)

Elaboración: Autores

Nota: El año 2001 presenta valores de marzo a diciembre

Podemos segmentar al grupo de tarjetahabientes según la clase de tarjeta: corporativa o individual con cobertura nacional o internacional. La Tabla No.3.1 resume la situación de cada clase, considerando al sector total⁴⁸

TABLA No.3.1
% DEL TOTAL

CLASE	Dic-01	Mar-02	Jun-02	Sep-02	Dic-02
Internacional	53,81%	57,17%	59,07%	61,38%	59,47%
Nacional	46,19%	42,83%	40,93%	38,62%	40,53%
Corporativa	3,89%	3,85%	3,85%	3,80%	3,78%
Individual	96,11%	96,15%	96,15%	96,20%	96,22%
TOTAL	577.618	567.749	591.657	586.078	584.252

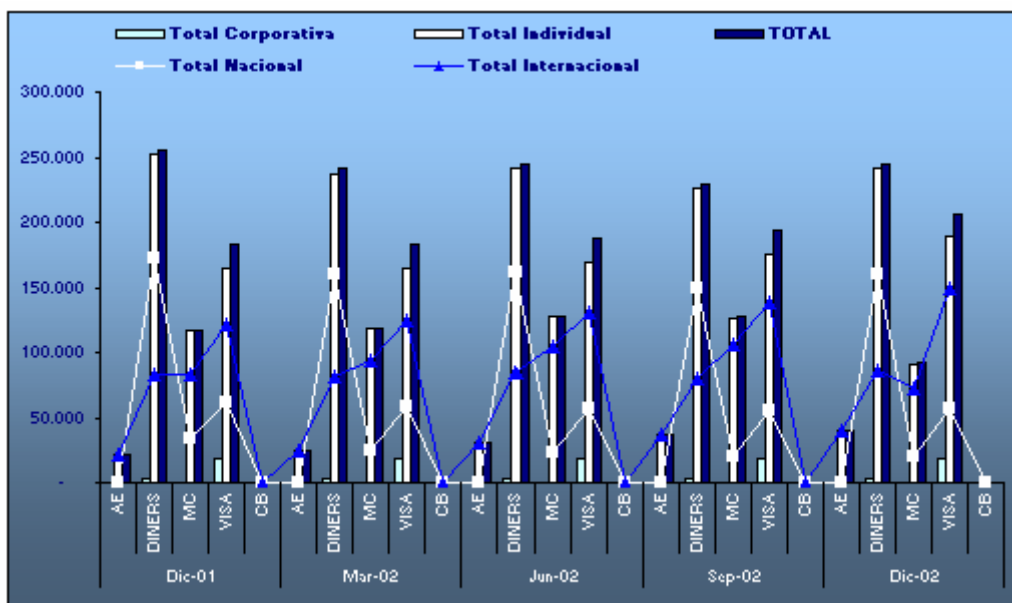
Fuente: Estructuras integradas de datos / Subgerencia de servicios informáticos / Central de Riesgos (SCR)

Elaboración: Autores

⁴⁸ Nota: Las series corresponden a valores medidos en los siguientes períodos: 1 al 31 de diciembre de 2001, 1 al 31 de marzo de 2002, 1 al 30 de junio de 2002, 1 al 30 de septiembre de 2002, 1 al 31 de diciembre de 2002

Es importante destacar el número de tarjetahabientes en la clase de tarjeta internacional, además las cifras de corporativa se ajustan a la definición del cliente.

GRÁFICO No.3.4



Fuente: Estructuras integradas de datos / Subgerencia de servicios informáticos / Central de Riesgos (SCR)
Elaboración: Autores

El Gráfico No.3.4 confirma la supremacía de Diners, líder en el sector nacional seguido muy lejos por VISA como constante inmediato seguidor. Sin embargo si analizamos por clase en internacional la competencia es evidente y ahora es VISA el líder pero seguido de MC⁴⁹. Sí sabemos que la tendencia del Total General es al alza⁵⁰ e igual situación en el sector internacional, tomando en cuenta la posición de MC en ésta clase nos es útil inclinarnos al sector internacional. Los dos gráficos a continuación se refieren a la clase individual y corporativo mostrando la relación porcentual sobre el líder (VISA). Mientras en el sector individual MC ésta muy cerca de VISA con 92.73% en jun-02, en el sector corporativo para igual período alcanza un 3.57%, siendo Diners su inmediato seguidor pero con apenas 10.95% de la cifra de VISA para dic-02, en conclusión el sector corporativo es una clara debilidad en

⁴⁹ A excepción del período Dic-02, donde lo ocurrido es una tendencia a la baja en el número de tarjetahabientes total de MC en el último trimestre del año 2002

⁵⁰ Conclusión extraída también del Capítulo 1

cuanto al número de tarjetahabientes registrado. Nótese en el sector individual la similitud en el comportamiento de VISA y MC en cuanto a la composición internacional, a diferencia de Diners.

GRÁFICO No.3.5a

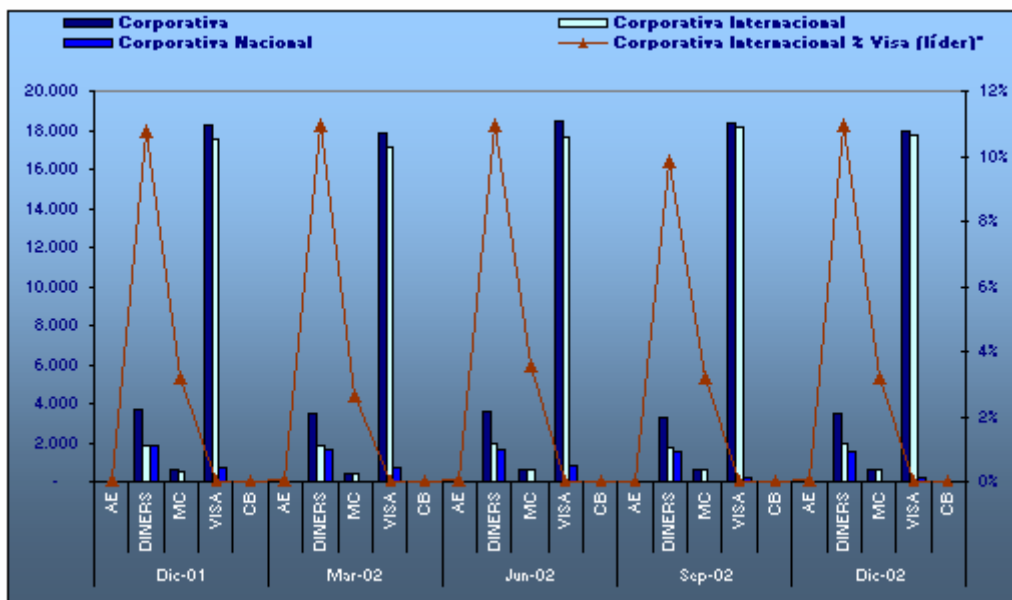
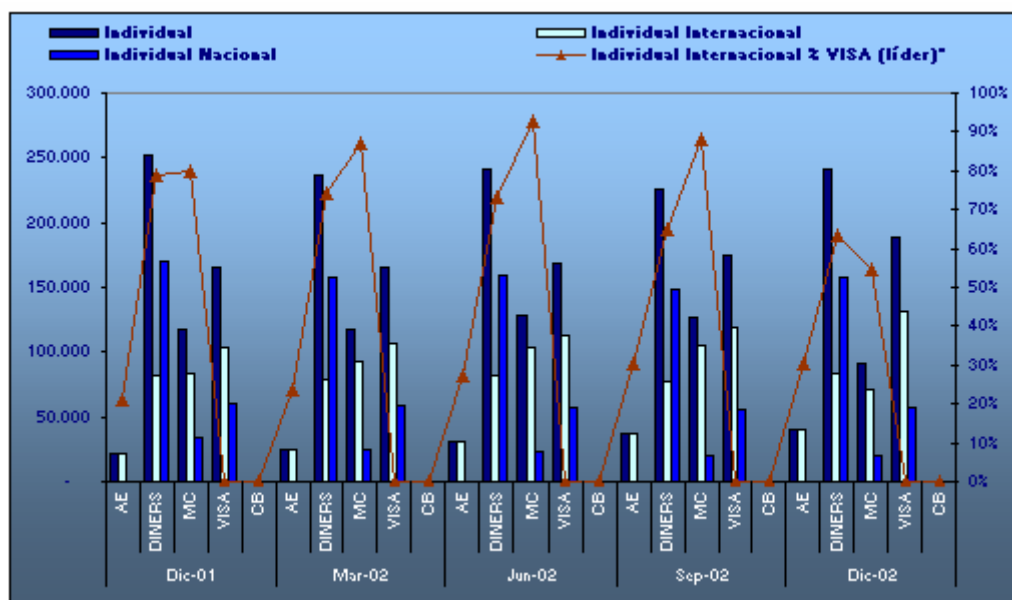


GRÁFICO No.3.5b



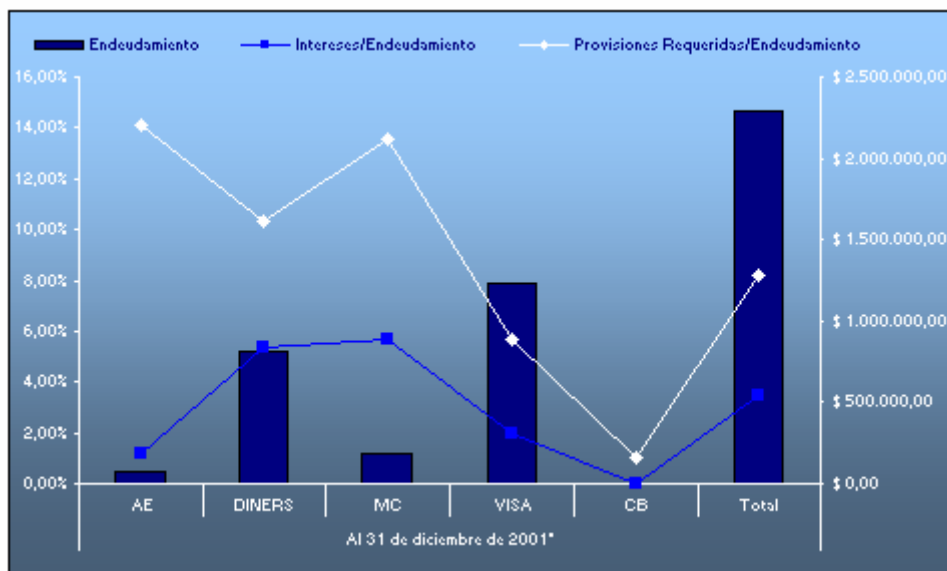
Fuente: Estructuras integradas de datos / Subgerencia de servicios informáticos / Central de Riesgos (SCR)
Elaboración: Autores

Nota: Las series corresponden a valores medidos en los siguientes períodos: 1 al 31 de diciembre de 2001, 1 al 31 de marzo de 2002, 1 al 30 de junio de 2002, 1 al 30 de septiembre de 2002, 1 al 31 de diciembre de 2002

*Gráficamente el valor de VISA se presenta como "0%" por conveniencia en la presentación

Dejamos de lado la segmentación por tarjeta y pasamos a medir el endeudamiento, así en el Gráfico No.3.6 (que resume la situación del 2001) la diferencia entre MC y VISA va más allá del total de endeudamiento manejado, si revisamos las cifras que conforman el monto de endeudamiento para MC los intereses representan 5.96% del total vs. el 2% de VISA, superando a Diners (5.4%) y muy por encima del sector en conjunto. Contrario al rubro costos operativos en el cual presentan similar situación con 27.41% MC y 21.51% VISA. Por otro lado las provisiones requeridas medidas sobre el endeudamiento son de 8.23% para el sector con 13.55% para MC. En el año 2002 (Gráfico No.3.7) Diners es el integrante con mayor porcentaje de intereses sobre el endeudamiento durante marzo y junio, para finales del año MC retoma la posición presenta en el 2001 con un promedio de 3.24%.

GRÁFICO No.3.6
ANÁLISIS DE ENDEUDAMIENTO (2001)



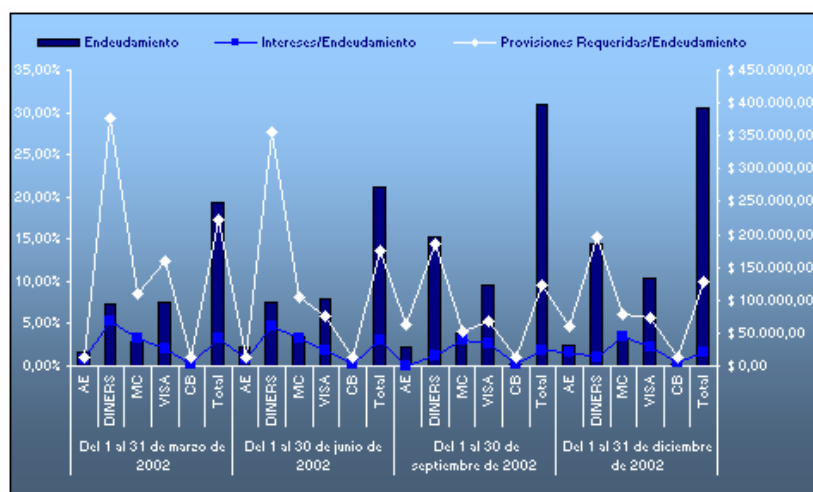
Fuente: Estructuras integradas de datos / Subgerencia de servicios informáticos / Central de Riesgos (SCR)

Elaboración: Autores

Nota: Montos expresados en miles de dólares

*Saldo acumulado a esta fecha

GRÁFICO No.3.7
ANÁLISIS DE ENDEUDAMIENTO (TENDENCIAL 2002)



Fuente: Estructuras integradas de datos / Subgerencia de servicios informáticos / Central de Riesgos (SCR)
Elaboración: Autores

Para mayor detalle sobre el endeudamiento tenemos el siguiente cuadro:

CUADRO No.3.1
RESUMEN DE ENDEUDAMIENTO DE TARJETAHABIENTES
(En miles de dólares)

PERÍODO	TARJETA	SALDO	VALOR INTERES	COSTOS OPERATIVOS	PROVISIONES REQUERIDAS	PROVISIONES CONSTITUIDAS	TOTAL ENDEUDAMIENTO
		a	b	c	d	e	(a+b+c)
Al 31 de diciembre de 2001*	AE	\$ 78.400,97	\$ 912,87	\$ 60,35	\$ 11.209,90	\$ 533,83	\$ 79.374,20
	DINERS	\$ 764.887,50	\$ 43.627,75	\$ 0,00	\$ 83.589,70	\$ 83.589,70	\$ 808.515,25
	MC	\$ 167.627,49	\$ 10.277,76	\$ 2.816,69	\$ 24.480,01	\$ 22.494,07	\$ 180.721,94
	VISA	\$ 1.197.159,63	\$ 24.518,02	\$ 5.273,90	\$ 69.619,38	\$ 42.520,31	\$ 1.226.951,54
	CB	\$ 21,10	\$ 0,01	\$ 0,00	\$ 0,21	\$ 0,21	\$ 21,10
	Total	\$ 2.208.096,70	\$ 79.336,41	\$ 8.150,94	\$ 188.899,20	\$ 149.138,12	\$ 2.295.584,04
Del 1 al 31 de marzo de 2002	AE	\$ 20.465,81	\$ 180,18	\$ 0,00	\$ 215,12	\$ 0,00	\$ 20.645,99
	DINERS	\$ 88.781,17	\$ 5.021,01	\$ 0,00	\$ 27.567,24	\$ 27.567,24	\$ 93.802,18
	MC	\$ 35.397,84	\$ 1.165,80	\$ 328,83	\$ 3.168,37	\$ 3.168,37	\$ 36.892,47
	VISA	\$ 94.671,80	\$ 1.910,42	\$ 176,54	\$ 11.923,16	\$ 5.716,33	\$ 96.758,76
	CB	\$ 306,02	\$ 0,80	\$ 0,00	\$ 3,06	\$ 3,06	\$ 306,82
	Total	\$ 239.622,65	\$ 8.278,21	\$ 505,37	\$ 42.876,95	\$ 36.454,99	\$ 248.406,22
Del 1 al 30 de junio de 2002	AE	\$ 27.618,04	\$ 213,33	\$ 0,00	\$ 280,66	\$ 0,00	\$ 27.831,37
	DINERS	\$ 93.386,04	\$ 4.569,23	\$ 0,00	\$ 27.135,86	\$ 27.135,86	\$ 97.955,27
	MC	\$ 39.953,78	\$ 1.501,11	\$ 3.425,43	\$ 3.671,27	\$ 3.671,27	\$ 44.880,32
	VISA	\$ 99.873,20	\$ 1.849,83	\$ 357,48	\$ 5.930,87	\$ 5.283,59	\$ 102.080,51
	CB	\$ 562,61	\$ 1,69	\$ 0,00	\$ 5,63	\$ 5,63	\$ 564,30
	Total	\$ 261.393,66	\$ 8.135,20	\$ 3.782,91	\$ 37.024,28	\$ 36.096,35	\$ 273.311,78
Del 1 al 30 de septiembre de 2002	AE	\$ 28.048,44	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 1.356,54	\$ 0,00	\$ 28.048,44
	DINERS	\$ 193.277,10	\$ 2.405,21	\$ 0,00	\$ 28.465,78	\$ 28.465,78	\$ 195.682,31
	MC	\$ 48.109,75	\$ 1.530,68	\$ 1.023,32	\$ 2.096,37	\$ 2.096,37	\$ 50.663,75
	VISA	\$ 118.711,31	\$ 3.170,35	\$ 529,95	\$ 6.501,54	\$ 4.656,30	\$ 122.411,61
	CB	\$ 1.866,35	\$ 4,40	\$ 0,00	\$ 18,66	\$ 18,66	\$ 1.870,75
	Total	\$ 390.012,95	\$ 7.110,63	\$ 1.553,27	\$ 38.438,90	\$ 35.237,12	\$ 398.676,85
Del 1 al 31 de diciembre de 2002	AE	\$ 31.003,50	\$ 496,33	\$ 0,00	\$ 1.460,65	\$ 0,00	\$ 31.499,84
	DINERS	\$ 183.389,38	\$ 1.791,73	\$ 0,00	\$ 28.132,27	\$ 28.132,27	\$ 185.181,10
	MC	\$ 38.147,42	\$ 1.377,97	\$ 789,39	\$ 2.434,24	\$ 2.434,24	\$ 40.314,79
	VISA	\$ 130.370,88	\$ 3.105,98	\$ 798,03	\$ 7.582,26	\$ 5.420,24	\$ 134.274,90
	CB	\$ 2.265,01	\$ 7,94	\$ 0,00	\$ 25,15	\$ 25,15	\$ 2.272,95
	Total	\$ 385.176,20	\$ 6.779,96	\$ 1.587,42	\$ 39.634,57	\$ 36.011,90	\$ 393.543,58

*Saldo acumulado a esta fecha

(1) Significado de las abrevi: AE: American Express

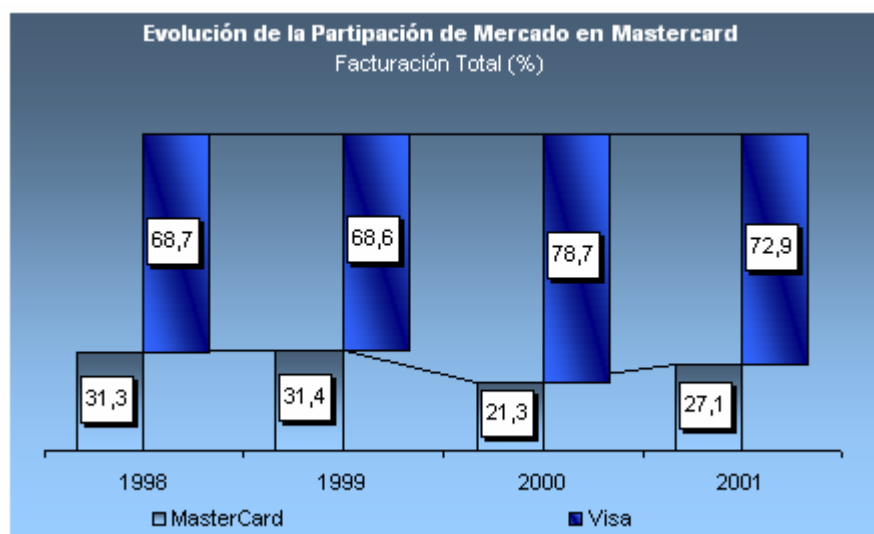
MC: MASTERCARD

CB: Corporativa Bolivariano

Fuente: Estructuras integradas de datos / Subgerencia de servicios informáticos / Central de Riesgos (SCR)
Elaboración: Autores

El nivel de facturación es un claro indicador del nivel de actividad de los integrantes, a continuación evaluamos su tendencia a relación porcentual en un período de cuatro años para MASTERCARD y el competidor de mayor ajuste a su estrategia, VISA.

GRÁFICO No.3.8



Fuente: Reporte Nilson

Elaboración: Autores

*Considerando como el mercado total a VISA y MASTERCARD

Nota: Los valores se presentan en términos porcentuales sobre la base de facturación en millones de USD

En promedio la facturación de VISA es 2.7 la facturación de MC, una relación que se acopla a los niveles de endeudamiento presentados en el Gráfico No.3.8. Pasando de 2.19 (1998) a 2.69 (2001), promediando 27.78% del mercado ante 72.22% VISA.

3.2 Parámetros de la Proyección

Es evidente que dentro de una proyección no sólo existen factores financieros a ser tomados en cuenta, si bien gran parte de la información presentada hasta el momento se inclinó hacia éste punto no hemos dejado de lado aspectos inherentes a la posición de la compañía, precisamente el

cubrir información sobre su estructura interna, cadena de valor, FODA y funciones principales no sólo nos permitió conocer su actividad de negocio sino también fue una excelente introducción para el presente apartado, en el cual se tomará las decisiones sobre los objetivos de corto y mediano plazo a cumplir (en cuanto al nivel de producción y eficiencia productiva) que conllevan la elaboración de un esquema de trabajo sujeto a objetivos y estrategias claras. Además de una análisis del riesgo de operación ante diferentes escenarios de ingresos. Por lo tanto en este apartado (y por consiguiente en la base de proyección que utilizamos en el presente trabajo) es notoria la influencia del criterio establecido por la alta administración y los directivos (respecto a la percepción del mercado y sus posibilidades de crecimiento) sobre los parámetros que deben regir las expectativas sobre la futura situación de la empresa.

3.2.1 Medición de escenarios en intermediación

En la medida que existan imperfecciones en el mercado de capitales los cambios en la estructura de capital de una empresa pueden afectar el valor de la misma. Así entonces hay una estructura total óptima de capital para todas las organizaciones, que depende de las categorías de impuestos de diferentes clientelas de inversionistas y las cantidades de fondos que ésta clientela tiene para invertir. *El argumento de irrelevancia aplica sólo al equilibrio de mercado, no en su desequilibrio.*

No obstante las instituciones financieras tienen como actividad intermediar fondos⁵¹, por lo tanto sus estructuras de capital fácilmente sobrepasan el 80% (pasivos/activos⁵²) y no dependen de una fuente de ingresos ajena al costo del apalancamiento. Por lo tanto, medimos el efecto que causa la reducción del spread sobre las utilidades de la compañía.

Los cálculos se realizaron bajo los siguientes parámetros:

TABLA No.3.2⁵³
ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD (PARÁMETROS)

ESCEARIOS	CAÍDA/AUMENTO DE % PROMEDIO	PROBABILIDADES
Situación Actual	-	0,1500
1	-10,00%	0,0958
2	10,00%	0,0958
3	-20,00%	0,0858
4	20,00%	0,0858
5	-30,00%	0,0758
6	30,00%	0,0758
7	-40,00%	0,0658
8	40,00%	0,0658
9	-50,00%	0,0558
10	50,00%	0,0558
11	-60,00%	0,0458
12	60,00%	0,0458
Suma de probabilidades		1

Las Utilidades Esperadas para cada nivel de tasas⁵⁴ se multiplicaron por la probabilidad de cada escenario para obtener UN esperadas. Resultados:

CUADRO No.3.2
ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD (RESULTADOS)

DESCRIPCIÓN	% PROMEDIO POR RUBRO GENERAL	MÁRGENES MÍNIMOS	% MÁXIMAS A PAGAR
INTERESES PAGADOS / DEUDA	13,17%	10,53%	15,80%
COMISIONES CAUSADAS / DEUDA	2,60%	2,08%	3,12%
INTERESES GANADOS / ACTIVOS	14,96%	11,97%	14,96%
COMISIONES GANADAS / ACTIVOS	14,68%	11,75%	14,68%
MÁRGENES RESULTANTES (PROMEDIO POR RUBRO)			
MÁRGEN POR INTERESES	1,79%	1,43%	-0,85%
MÁRGEN POR COMISIONES	12,09%	9,67%	11,57%

⁵¹ Ver Anexo Legal para mayor detalle sobre la actividad legal del sector financiero según agrupación

⁵² En el Capítulo Proyección Financiera se determina el verdadero monto a ser considerado como deuda para la planificación (información concreta al respecto revisar Apéndice Proyección Financiera)

⁵³ La variación sobre los porcentajes promedio (columna 2) afecta a las tasas promedio por rubro general (Cuadro No.3.2), la probabilidad se establece de forma aleatoria procurando mayor concentración sobre situación actual

⁵⁴ Las tasas se representaron como valores promedio de los rubros generales, según fuente de fondos

En el Cuadro No.3.2 la columna tasa promedio por rubro general presenta los valores al 2002 que en promedio debería obtenerse de las diferentes cuentas de ingresos, así como cancelarse a las diferentes fuentes de recursos. La columna márgenes mínimos evalúa un movimiento simultáneo de las tasas promedio de pago y de cobro obteniendo el mínimo al que pueden llegar los márgenes promedio para no caer en pérdidas. La columna tasas máximas a pagar mantiene estable los ingresos y varía las tasas promedio a cancelar obteniendo los valores máximos soportables para no caer en pérdidas.

3.2.2 Estrategia

La elección de la estrategia a adoptar puede ser fácilmente calificado por muchos como el primer paso obligatorio a seguir, *la estrategia es la concreción de las opciones que orientaran las decisiones de la empresa sobre actividades y estructuras de la organización y fijaran un marco de referencia en el que deberán inscribirse todas las acciones que la empresa emprenderá durante un determinado periodo de tiempo*⁵⁵. En consecuencia es necesario dar un vistazo a las implicaciones teóricas al respecto.

3.2.2.1 Determinación e Implicaciones Teóricas

La estrategia se define según el campo de medición, siendo el propósito seleccionar una herramienta de orientación hacia los objetivos principales es necesario diferenciar los diferentes campos determinando a la vez la situación de la compañía.

⁵⁵ Consultar autores de Administración Estratégica, Marketing Estratégico o Administración de Operaciones

Según adoptemos una postura u otra frente a la competencia, podemos diferenciar cuatro tipos distintos de estrategias⁵⁶:

Estrategia de líder.- El líder es aquel que ocupa una posición dominante en el mercado reconocida por el resto de las empresas. Un líder se enfrenta a tres retos: el desarrollo de la demanda genérica, desarrollando la totalidad del mercado captando nuevos consumidores o usuarios del producto, desarrollando nuevos usos del mismo o incrementando su consumo; proteger la participación del mercado, con respecto a la cual puede adoptar diversas estrategias como la innovación, la distribución intensiva, la confrontación abierta con respecto a los precios; y ampliar la participación del mercado, aumentando la rentabilidad de sus operaciones sin incurrir en posiciones monopolísticas.

Estrategia de retador.- Consistente en querer sustituir al líder ya que no se domina el mercado. Con ello trata de incrementar su participación de mercado mediante estrategias agresivas. Éstas pueden consistir:

- Ataque frontal: Utilizando las mismas armas que el líder.
- Ataques laterales: Teniendo como objetivo los puntos más débiles del competidor, pudiendo adoptar varias formas como el desbordamiento, el acercamiento, la guerrilla, etc.

Estrategia de seguidor.- El seguidor es aquel competidor que tiene una cuota de mercado más reducida que el líder. Su estrategia consiste en alinear sus decisiones con respecto a las del líder. No ataca, coexiste con él para repartirse el mercado. Trata de desarrollar la demanda genérica concentrándose en segmentos del mercado en los que posee una mayor ventaja competitiva, con una estrategia propia.

⁵⁶ Un esquema ampliado se evalúa en el Apéndice de Valoración

Estrategia de especialista.- El especialista es aquel que busca un hueco en el mercado en el que pueda tener una posición dominante sin ser atacado por la competencia. Se concentra en un segmento, dominándolo y sirviéndolo con una gran especialización y obteniendo suficiente potencial de beneficio.

Los resultados del análisis del mercado y del comparativo por integrante demostraron que VISA es un claro líder de mercado, y que además posee un esquema de trabajo compatible con MASTERCARD, las cifras manejadas nos llevan a seleccionar para los períodos a futuro la estrategia de seguidor, misma que aunque trata de coexistencia para repartir el mercado y no menciona ataque alguno será enfocada según las metas de crecimiento establecidas por la alta directiva. Por lo tanto la intención es aprovechar las expectativas de alto crecimiento en el mercado de tarjetahabientes tipo internacional y fortalecer la tendencia positiva presentada por la compañía para incrementar la participación del mercado frente al líder (quedando claro que su tamaño lo obliga a un crecimiento menor frente a la situación de la compañía en estudio), el resultado de la estrategia propuesta es evidente en las cifras presentadas en el capítulo de proyección.

3.2.3 Metas de Crecimiento

Manteniendo el objetivo principal en este apartado incorporamos al elemento teórico-técnico los parámetros objetivo de la directiva, sus expectativas sobre el comportamiento del consumidor y la estrategia a seguir ante la competencia, esto ante las limitaciones obvias de recursos de nuestra parte y

reconociendo el aporte que representa la experiencia en el mercado, sobretodo por las características de concentración del mismo.

3.2.3.1 Expectativas del Mercado

Como lo demostraron las cifras de tarhetahabientes la tendencia de tipo internacional nos permite esperar un elevado crecimiento, sobretodo al tomar en consideración la situación de MASTERCARD al respecto. La tendencia del mercado individual de igual manera se presenta favorable y la relación de la compañía frente al líder mejora con tendencia creciente.

Por otro lado la preferencia de los consumidores⁵⁷ es consumir utilizando los créditos diferidos a plazos mayores (6 meses o 1 año), lo que nos permite esperar resultados importantes sobre los intereses de cartera de créditos (rubro nada despreciable con 34.54% de los ingresos totales en el 2002). Aceptación de los consumidores a un incremento de los precios de las tarjetas (afectando directamente los ingresos por membresía).

Incremento que supera el 20%, en el número de cuentas del 2002 frente al 2001. Expectativas de aumento significativo en los fondos utilizados para la operación del negocio.

Finalmente ante la proporción de participación del mercado de los integrantes las expectativas sobre el posicionamiento tienden a la estabilidad sobre la situación actual.

⁵⁷ Ver Anexo Informe Financiero

3.2.3.2 Objetivos de la alta directiva

Es claro que el administrador de una compañía juega un papel crítico sobre la valoración de la misma, no existe sector alguno de la economía que ante sistemas de capitalización de la riqueza y al emitir acciones no vea afectado su valor al presentar capital humano de acentuadas características positivas o negativas al mando de la dirección de la empresa⁵⁸, existen diversos ejemplos que por supuesto incluyen economías nacionales con relación a sus mandatarios. Por esto consideramos apropiado analizar el informe presentado por el gerente financiero a los accionistas sobre los resultados parciales en el año base (2002)⁵⁹ En el mencionado informe se menciona los errores cometidos en materia presupuestaria, los hechos relevantes que influyeron negativamente en la gestión y por supuesto las expectativas sobre la probabilidad de alcanzar las metas establecidas a inicios de año y la tendencia de la operación de la compañía. Como importante destaca:

- Crecimiento de la cartera por sobre los estimados
- Niveles de cobranza aceptables
- Elevado incremento de las Provisiones (seguridad ante variaciones extremas de Cartera Vencida)
- Correcto comportamiento de los ingresos frente a hechos económicos relevantes (períodos de mayor consumo)
- Reducción de costos administrativos (ante debilidad en el rubro)
- Negativa relación incremento de cartera / incremento de captaciones
- Preocupación sobre el comportamiento de los vencimientos a 30 días (objetivo de productividad)
- Sistema de CRM Costumer Relationship Management

⁵⁸ De hecho la valoración requiere de componentes intangibles que son extremadamente complicados en su medición, este tema lo abordaremos en el Capítulo y Apéndice de Valoración

⁵⁹ Para revisión del texto mencionado ver Anexo Informe Financiero

- Además de las estrategias de publicidad y marketing con propósito de fomentar el consumo de los tarjetahabientes, y de mencionar las expectativas favorables sobre utilidad

3.3 Componentes fundamentales de la proyección

La siguiente lista indica los parámetros principales sobre los cuales descansa la metodología de proyección.

- a.** Es evidente entonces que MASTERCARD esta beneficiándose de los incrementos de consumo y de usuarios en el mercado, por lo tanto determinar tasas de crecimiento (según el comportamiento histórico promedio) positivas se ajusta a la realidad del mercado.
- b.** La Estrategia de seguidor se adoptará sin perjuicio de expectativas de mejoramiento de la relación de participación de mercado frente al líder.
- c.** Aunque se establece como propósito de gestión el mejorar la relación de los socios clásicos frente a los más facturadores, preferimos mantener estable la misma y establecer mediciones modestas al respecto.
- d.** Decidimos acoger las expectativas de la compañía sobre la aceptación del mercado a la elevación de los precios de las tarjetas (justificado adicionalmente por el comportamiento del índice inflacionario), aunque para propósitos de la proyección establecemos un promedio para el horizonte de planificación y determinamos los valores para cada año según expectativas del comportamiento del nivel de precios agregado y de comportamiento de los consumidores (estrategias de precio).

- e.** Ajustamos a la baja la tendencia de las tasas de financiamiento y mantenemos altamente estable la tasa de cargos operativos.
- f.** Sin embargo ante el comportamiento reciente del nivel de facturación en el mercado nuestras expectativas sobre las comisiones ganadas a futuro son al alza, así determinamos tasas de crecimiento sostenido.
- g.** Sobre los términos de productividad, establecemos una tasa positiva de crecimiento en la cartera productiva por cuenta (1%), permitiéndonos establecer un parámetro de mejoramiento continuo sobre la gestión.
- h.** Mantenemos fijo el comportamiento histórico promedio presentado por la cartera de pago al contado, reconociendo su incidencia sobre ingresos.
- i.** Durante el HP invertimos la relación de activos fijos sobre circulantes y utilizamos con prudencia las captaciones de socios en la operación⁶⁰.
- j.** Por último, ante el comportamiento y participación de los gastos operativos, y a pesar de las metas de la directiva debemos ser pesimistas al respecto y mantener ésta relación frente al ingreso total.

Los elementos antes mencionados constituyen los componentes generales de la proyección. Es importante destacar que a pesar de reconocer la alta influencia de los objetivos de la administración sobre el comportamiento futuro de la compañía, desde nuestro punto de vista la proyección gana valor si ponderamos mayormente el comportamiento histórico de las variables y somos más exigentes en su proyección individual sobre la base del comportamiento presentado por cada rubro.

⁶⁰ La proyección del Balance General implica el establecimiento de numerosas metas de estructura, estas se detallan en el Apéndice de Proyección

Capítulo

PROYECCIÓN FINANCIERA

Una vez establecidos los elementos principales para la proyección el siguiente paso es desarrollarla, tarea que realizaremos en este capítulo y para el hecho comenzamos determinando la metodología a emplearse, bajo un criterio de ajuste a la situación particular de la compañía en estudio y acoplamiento a los parámetros establecidos en el capítulo anterior. El proceso a realizarse se presentará de una forma resumida con el objetivo de centrar la atención sobre los resultados y dirigir la exposición hacia la implicación que tienen los mismos sobre nuestro objetivo principal. Esto sin dejar de lado el detalle necesario que se presenta en el Apéndice de Proyección.

4.1 Descripción de la Metodología de Proyección

Con el propósito de presentar un análisis técnico que permita obtener una cifra monetaria que determine la valoración de la firma, identificamos las cuentas de mayor relevancia para la institución sobre la base del monto requerido o presentado por las mismas, esto debido al interés de dar mayor énfasis en la proyección de las cuentas seleccionadas realizando un cálculo detallado para las subcuentas que las integran, las proyecciones tienen un horizonte de planificación de 5 años. Centramos nuestro análisis de los estados financieros en los valores correspondientes a ingresos y gastos requeridos para la operación de la línea de producto MASTERCARD, y por

supuesto nos referimos también a los gastos administrativos y de soporte interno y externo asignados.

Para la proyección de las cuentas se conforma un conjunto de herramientas que incluyen parámetros objetivo aportados por la administración y directiva de la compañía bajo estudio.

- Para establecer el monto de los Ingresos y Egresos dependientes de la Cartera nos remitimos al comportamiento histórico de las variables inmiscuidas (datos históricos llevados por la compañía).
- Para las Comisiones Ganadas utilizamos la tasa de crecimiento sostenible (SGR), que requiere establecer índices objetivo (aquí combinamos el uso de tendencia y objetivos de la administración).
- Un grupo de cuentas de Egresos se proyectó según su relación histórica promedio sobre los Ingresos Totales.
- Por último un grupo minoritario (por representación sobre monto total) de cuentas de Ingresos y Egresos se anexa al crecimiento estimado del PIB.

4.1.1 Comportamiento de las Comisiones Ganadas

Representan los ingresos obtenidos por clientes ecuatorianos y extranjeros, la compañía los recibe a razón del nivel de facturación multiplicado por la tasa de comisión respectiva (3.8% y 4.5% promedio histórico nacional e internacional respectivamente). Las Comisiones Ganadas son un rubro que representa en promedio histórico 34% de los ingresos totales, para su

proyección utilizamos el método de la *tasa de crecimiento sostenible* que permite establecer el crecimiento máximo alcanzable por las comisiones en el siguiente período.

4.1.1.1 Modelo de Crecimiento Sostenible

Para adaptar los elementos que conforman el modelo al sector de la compañía en estudio hemos realizado una serie de cambios, que al estar basados en el sustento teórico de la formulación de la ecuación final, no alteran la veracidad de los resultados obtenidos⁶¹.

El asunto es determinar que tasa de crecimiento en ingresos es compatible con las realidades de la compañía y del mercado financiero, la tasa de crecimiento sostenible (SGR, por sus siglas en inglés) es el porcentaje de incremento máximo anual que pueden alcanzar los ingresos basándose en las razones de objetivos de operación, de deuda y de pago de dividendos. La idea consiste en que un incremento en los activos (uso de fondos) debe igualar al incremento en pasivos y capital social (fuente de fondos). Si el crecimiento real supera la SGR algo debe estar pasando, y a menudo es en la razón de deuda.

⁶¹ Para un detalle general de las especificaciones del modelo en su versión original ver, Administración Financiera, Van Horne Págs. 818-825

Partimos de las Comisiones Ganadas iniciales y del Capital Social inicial como conceptos básicos para construir el modelo. Las variables necesarias para determinar la tasa de crecimiento sostenible son:

E_0	=	Capital inicial
CG_0	=	Comisiones Ganadas en el año anterior
MO / CG	=	Razón de Margen Operacional / Comisiones Ganadas "Objetivo"
D / E	=	Razón Deuda a Capital "Objetivo"
A / CG	=	Razón de Activos a Comisiones Ganadas "Objetivo"
NE	=	Emisión de Capital
Div	=	Cantidad Absoluta de dividendos anuales "Objetivo"

La razón de MO sobre CG es una medida relativa de la eficiencia de operación, a pesar de que tanto la razón de activos a CG como la razón MO/CG se ven afectados por los mercados externos del producto, en su mayor parte capturan la eficiencia de la administración interna. La razón de deuda debe determinarse de acuerdo con la teoría y la práctica de los dividendos y de la estructura de capital, estos se ven influidos de manera importante por los mercados financieros externos.

$$SGR = \left(\frac{(E_0 + NE - Div) * (1 + (D/E)) * (CG/A)}{1 - ((MO/CG) * (1 + (D/E)) * (CG/A))} \right) \left(\frac{1}{CG_0} \right) - 1$$

Ésta es la tasa máxima de crecimiento en Comisiones Ganadas que resulta compatible con las razones objetivo. El que ésta tasa pueda alcanzarse o no

depende de los mercados externos del producto y de los esfuerzos de mercadotecnia de la empresa.

4.1.2 Comportamiento del Número de Cuentas

Durante el análisis del mercado de tarjetas de crédito en el Capítulo 1 y su descomposición según integrantes en el Capítulo 3, obtuvimos conclusiones sobre las expectativas de crecimiento del número de tarjetahabientes para el horizonte de planificación. En resumen son las siguientes:

- *La tendencia del total de tarjetahabientes del mercado es al alza con tasa de crecimiento en constante aumento. El sector internacional individual presenta una alta tendencia creciente frente al nacional individual de tendencia estable, mientras el sector corporativo muestra ligera tendencia al alza en el grupo internacional a diferencia del grupo nacional con ligera tendencia a la baja.*

En términos porcentuales sobre el total los internacionales tienen tendencia al alza, mientras los nacionales una clara tendencia a la baja en su representación.

- Por integrante, Diners es líder en el sector nacional seguido de lejos por VISA, que lidera el sector internacional seguido por MC. Dentro del grupo individual en el nacional el líder es Diners seguido de Visa, contrariamente al internacional siendo aquí el líder Visa seguido de MC (ajustándose a la relación nacional e internacional, en totales).

El sector corporativo, medido en número de tarjetahabientes, tiene una participación muy baja (sustentando la conclusión anterior). Aquí VISA es el líder seguido de Diners y muy abajo MC, el sector corporativo nacional tiene como líder a Diners seguido de VISA, mientras en el internacional nuevamente es VISA el líder pero ahora seguido por Diners (aunque muy por debajo).

- Enfocándonos a la estrategia a seguir, en tarjetahabientes internacionales MC representa un 51.02% del total de VISA en el 2002 y un 58.27% en el 2003. En tarjetahabientes nacionales los valores son 35.14% y 25.08% para el 2002 y 2003 respectivamente.

Por lo tanto la clara tendencia al alza del sector total general nos lleva a establecer tasas de crecimiento elevadas, esto se complementa con la participación en aumento de la proporción de MC sobre VISA en el sector internacional (sector de mayor representación sobre el total), dejando de lado la baja representación de MC en el sector corporativo (recordemos que el sector individual supera ampliamente al internacional), ya que es el segundo en el sector individual.

Antes de definir la tasa de crecimiento para cada año revisemos el número de cuentas anual registrado para MC desde 1998:

TABLA No.4.1

NÚMERO DE CUENTAS REGISTRADO "MASTERCARD"				
1998	1999	2000	2001	2002
52,160	35,469	47,883	69,431	90,260

Fuente: MASTERCARD

En promedio el crecimiento se sitúa en 19.5%, con el propósito de acoplarnos a un ciclo de crecimiento estable (para el horizonte de planificación) utilizamos un 8% promedio en el crecimiento anual de las cuentas. Con incrementos mayores en los primeros años llegando a 5% en los finales.

TABLA No.4.2

TASA DE CRECIMIENTO ESPERADA				
Promedio Horizonte de planificación				8,00%
2003	2004	2005	2006	2007
12,00%	10,00%	8,00%	5,00%	5,00%

Elaboración: Autores

4.1.3 Comportamiento de la Cartera Neta

Esta categoría es la base directa para el cálculo de los Cargos Operativos y, luego de un cálculo que mencionaremos más adelante, para obtener el rubro de Ingresos por Financiamiento. Si bien en promedio por cada dólar de Cartera Neta se obtienen 25 centavos de Ingresos por Financiamiento y 10 centavos de Ingresos por Cargos Operativos, la dolarización y el incremento de las tarjetas de consumo en el mercado (ante un ambiente regulado) nos llevan a expectativas a la baja sobre éstos márgenes, los resultados se afectarán en el establecimiento de la tasa de cobro que se detalla en las secciones respectivas.

$$\text{Cartera Neta} = (\text{Cartera Total Productiva}) - (\text{Cartera de Pago al Contado})$$

El detalle sobre el cálculo se presenta en la sección Aplicación, incluyendo la explicación de la Cartera Total Productiva y Cartera de Pago al Contado.

4.1.4 Comportamiento de los Intereses por Financiamiento

Con un promedio histórico de 32% sobre los ingresos totales, se convierte en el segundo rubro de ingresos de la compañía (luego de las Comisiones Ganadas). Como mencionamos previamente son dependientes de la Cartera Neta:

Intereses Ganados por Financiamiento = (Cartera Neta Ponderada) * (% promedio de financiamiento)⁶²

La tasa o porcentaje de financiamiento (que se presenta en promedio) se encuentra regulada, por lo tanto a las expectativas del mercado internacional (la tendencia de las tasas internacionales) y del interno (según análisis Capítulo 1) debemos sumar las expectativas sobre gobernabilidad y objetivos del gobierno de turno. Las tasas esperadas son las siguientes⁶³:

TABLA No.4.3

TASA PROMEDIO DE FINANCIACIÓN				
2003	2004	2005	2006	2007
16,5%	16%	14,5%	14%	14%

Elaboración: Autores

Nótese que se utiliza la Cartera Neta Ponderada en lugar de la Cartera Neta directamente, el detalle al respecto se encuentra en la aplicación del modelo.

4.1.5 Comportamiento de los Cargos Operativos

Con un promedio histórico de 10% sobre los ingresos totales es el tercer rubro en importancia, ya muy alejado del inmediato superior: Al igual que los Ingresos por Financiamiento son obtenidos sobre la Cartera Neta Ponderada:

Intereses Ganados por Cargos Operativos = (Cartera Neta) * (% promedio de Cargos Operativos)

Las tasas determinadas son las siguientes:

TABLA No.4.4

TASA PROMEDIO DE CARGOS OPERATIVOS				
2003	2004	2005	2006	2007
4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%

Elaboración: Autores

⁶² La Cartera Neta Ponderada es explicada en la sección Aplicación, en el ítem respectivo

⁶³ Se estableció 15% promedio HP, con comportamiento a la baja y estabilización 14%

4.1.6 Comportamiento de los Ingresos por Membresía

Representa un 85% en promedio de los Ingresos de Manejo y Cobranzas (Cargos Operativos), y un 44% sobre los Ingresos por Servicios (que se conforma de la suma de ambos). Los Ingresos por Membresía los dividimos según tipo de tarjeta, con mayor peso (por su mayor precio) las tarjetas internacionales y gold, luego de sumar a este segmento los ingresos por tarjetas clásicas restamos la bonificación de cuota. La fórmula a seguir es:

$$\text{Ingresos por Membresía} = (\text{Ingresos por Tarjeta Clásica}) + (\text{Ingresos por Tarjeta Gold e Internacional}) - (\text{Bonificación de cuota})$$

Los ingresos por cada tipo de tarjeta se obtienen según el número de tarjetas⁶⁴ y el precio estimado para cada período. Los precios determinados según tipo de tarjetas son los siguientes⁶⁵:

TABLA No.4.5a

PRECIO DE TARJETA CLÁSICA				
2003	2004	2005	2006	2007
16	15	14,5	15	16

TABLA No.4.5b

PRECIO DE TARJETA GOLD E INTERNACIONAL				
2003	2004	2005	2006	2007
44	42	40	38	38

Elaboración: Autores

4.1.7 Comportamiento de las Obligaciones Financieras

En promedio histórico representan un 26% de los gastos totales, 80% de los intereses causados (cuenta contenedora) y 23% de los ingresos. La fórmula a seguir es la siguiente:

$$\text{Intereses pagados por financiamiento} = (\text{Monto Financiado}) * (\text{Tasa promedio de Fondeo})$$

⁶⁴ El proceso utilizado para el cálculo del número de tarjetas se explica en el Apéndice Proyección Financiera

⁶⁵ Precio Tarjeta clásica US\$15 promedio HP, Gold e Internacional US\$40 promedio HP

Donde el Monto Financiado equivale a la Cartera Total Productiva y el porcentaje promedio de fondeo.

Las tasas determinadas son las siguientes⁶⁶:

TABLA No.4.6

TASA PROMEDIO DE FONDEO				
2003	2004	2005	2006	2007
9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	7,5%

Elaboración: Autores

4.1.8 Relación de las Cuentas del Estado de Resultados

Al momento hemos cubierto, en valores promedio aproximados, el 92%⁶⁷ de los ingresos totales y el 26% de los egresos totales, por lo tanto nuestro interés en esta sección se dará sobre un 60% de los gastos⁶⁸ ya que estos rubros son cada uno por sí mismos montos relativamente representativos⁶⁹.

A continuación tratamos cada caso en particular (las cifras mencionadas de ahora en adelante representan valores promedio históricos, a excepción de las tasas definidas) bajo el uso de *relación porcentual constante* sobre los ingresos totales definiendo la tasa a utilizarse en cada caso:

Obligaciones con el público.- Representan 9.2% de los gastos totales y 8.5% de los ingresos, además son el segundo rubro en intereses causados con promedio de 26% de estos últimos y por consiguiente de igual importancia al determinar el Margen Neto de Intereses. Una clara tendencia a la baja sobre las tasas de interés nos inclina a la baja al momento de

⁶⁶ Tasa promedio de fondeo 8.5% promedio HP

⁶⁷ En la siguiente sección abordaremos el 8% restante

⁶⁸ Del porcentaje restante de gastos, 5% (aproximadamente) pertenece a provisiones, rubro sobre el cual hablaremos al final en ésta sección. Así el 11% restante se abordará en al siguiente sección.

⁶⁹ Excluyendo de este comentario a las provisiones por lo mencionado en la nota anterior.

seleccionar, sin embargo seremos cautelosos en la apreciación y utilizaremos 9.00%.

Comisiones Causadas.- Con 5.25% de los gastos totales y 5% sobre los ingresos totales. Es el rubro de mayor peso en los gastos para obtener el Margen Bruto Financiero (valor que en el 2002 se situó en 13655.42 miles de dólares). Aquí de igual manera nos remitimos a las conclusiones sobre el comportamiento de las tasas de interés y establecemos 4.5% para calcular el rubro en los años proyectados.

Gastos de Personal.- Convierten el Margen Neto Financiero en Margen de Intermediación, son 19.6% de los gastos totales y 17.2% de los ingresos. Es evidente que la proporción es alta y debido a que se trata de un rubro de comportamiento semifijo nos limitaremos a establecer la tasa para proyección dentro de parámetros similares al histórico, esto ante la clara posición de cualquier administrador de emprender cambios al respecto en busca de incrementar el valor económico de la empresa y también ante la opinión de analistas sobre los elevados costos administrativos del sector financiero que por supuesto en condiciones de apropiadas deberían tender a la baja. En conclusión la tasa seleccionada es 18%.

Servicios Varios.- Representan 12.7% de los gastos totales, 11.5% de los ingresos. Por ser un rubro de característica variable consideramos que el valor adecuado debe ser menor a los promedios establecidos. Este componente de los Gastos de Operación a pesar de ser muy inestable es

controlable por parte de la administración, nuestro punto de vista es que la corrección en marcha de inconvenientes al respecto inclina la balanza a favor (ante el porcentaje representativo que posee sobre los gastos). Así la tasa a utilizar es 10%.

Otros gastos.- este es una cuenta que fácilmente se identifica como el “tacho” de la contabilidad financiera, a la que se envían un alto número de errores de registro, tarea que se corrige mediante el uso adecuado de herramientas como ABC bajo un marco adecuado de ABM y claros conceptos de contabilidad gerencial. Sin embargo esto escapa de los límites de este trabajo y de su propósito principal, por lo tanto ante 14.1% de representación sobre los gastos y 13.2% sobre los ingresos la tasa seleccionada es 12%.

4.1.8.1 Provisiones

Como mencionamos anteriormente con 5% sobre los gastos totales. Restadas del Margen Bruto Financiero permiten obtener el Margen Neto Financiero. Las provisiones tienen un procedimiento distinto debido a la estrecha relación que presentan con la Cartera Neta, la tasa seleccionada por lo tanto es la tasa promedio histórica que presenta sobre la cartera neta, para el caso 2.54%.

En la sección Aplicación, en el apartado respectivo, se presentan la influencia que tienen sobre las provisiones los parámetros de productividad y procesos internos que fueron determinados en el Capítulo 3.

4.1.9 Comportamiento de los rubros de Ingresos y Egresos restantes

Queda entonces 8% aproximadamente del total de Ingresos y valor similar de Egresos que hemos dejado de lado hasta el momento. Para su respectivo cálculo se hará uso de una más de las conclusiones extraídas del Apéndice Macroeconómico, nos referimos a las estimaciones sobre el crecimiento de la economía en su conjunto mediante el PIB como herramienta de predicción. De hecho varias de las predicciones (que utilizan el antes mencionado *criterio de costo beneficio* al momento de seleccionar el método conveniente de proyección) utilizan como componente fundamental, sino total, la tasa de crecimiento estimada por el BCE o por instituciones privadas especializadas al respecto, esto no implica una mala estimación, *recordemos que un modelo de predicción es una herramienta de planeación algo impredecible*. En conclusión aplicamos 2.075% de crecimiento sobre el período anterior en:

Ingresos:

- Depósitos
- Intereses y Descuentos de inversiones en títulos valores
- Utilidades Financieras
- Otros Ingresos Operacionales
- Otros Ingresos

Egresos:

- Pérdidas Financieras
- Honorarios
- Impuestos, Contribuciones y Multas
- Impuestos y Participación a empleados

Finalmente ante la extrema incertidumbre y volatilidad en los precios de mercado, las Amortizaciones permanecen constantes durante el HP, mientras la depreciación se mueve paralela al comportamiento objetivo del monto de posesiones en Activos Fijos (al respecto revisar Apéndice Proyección Financiera, Proyección BG)

4.2 Aplicación del Modelo - Proyecciones

El siguiente es el Estado de Pérdidas y Ganancias que por disposición legal es presentado por las Instituciones del Sistema Financiero a la Superintendencia de Bancos y Seguros según Catálogo Único de Cuentas⁷⁰:

51	INTERESES Y DESCUENTOS GANADOS
5101	DEPÓSITOS
5102	OPERACIONES INTERBANCARIAS
5103	INTERESES Y DESCUENTOS DE INVERSIONES EN TÍTULOS VALORES
5104	INTERESES DE CARTERA DE CRÉDITOS
5190	OTROS INTERESES Y DESCUENTOS
41	INTERESES CAUSADOS
4101	OBLIGACIONES CON EL PÚBLICO
4102	OPERACIONES INTERBANCARIAS
4103	OBLIGACIONES FINANCIERAS
4104	VALORES EN CIRCULACIÓN Y OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES
4105	OTROS INTERESES
	MARGEN NETO DE INTERESES
52	COMISIONES GANADAS
5201	CARTERA DE CRÉDITOS
5290	OTRAS
54	INGRESOS POR SERVICIOS
5403	AFILIACIONES Y RENOVACIONES
5404	MANEJO Y COBRANZAS
5406	POR ASESORAMIENTO FINANCIERO
5490	OTROS SERVICIOS
42	COMISIONES CAUSADAS
4201	OBLIGACIONES FINANCIERAS
4202	OPERACIONES CONTINGENTES
4203	COBRANZAS
4204	POR OPERACIONES DE PERMUTA FINANCIERA
4205	SERVICIOS FIDUCIARIOS
4290	VARIAS

⁷⁰ Para información al respecto consultar Anexo Legal. Todos los códigos que comiencen con 5 representan ingresos, todos los códigos que comiencen con 4 representan egresos. Los márgenes se ubican posterior a las cuentas utilizadas para su cálculo (sumando los ingresos y restando los egresos)

53	UTILIDADES FINANCIERAS
5301	GANANCIA EN CAMBIO
5302	EN VALUACIÓN DE INVERSIONES
5303	EN VENTA DE ACTIVOS PRODUCTIVOS
5304	RENDIMIENTOS POR FIDEICOMISO MERCANTIL
5305	ARRENDAMIENTO FINANCIERO
43	PERDIDAS FINANCIERAS
4301	PÉRDIDA EN CAMBIO
4302	EN VALUACIÓN DE INVERSIONES
4303	EN VENTA DE ACTIVOS PRODUCTIVOS
4304	PÉRDIDAS POR FIDEICOMISO MERCANTIL
	MARGEN BRUTO FINANCIERO
44	PROVISIONES
4401	INVERSIONES
4402	CARTERA DE CRÉDITOS
4403	CUENTAS POR COBRAR
4404	BIENES REALIZABLES POR PAGO Y DE ARRENDAMIENTO MERCANTIL
4405	OTROS ACTIVOS
4406	OPERACIONES CONTINGENTES
	MARGEN NETO FINANCIERO
45	GASTOS DE OPERACION
4501	GASTOS DE PERSONAL
4502	HONORARIOS
4503	SERVICIOS VARIOS
4504	IMPUESTOS, CONTRIBUCIONES Y MULTAS
4505	DEPRECIACIONES
4506	AMORTIZACIONES
4507	OTROS GASTOS
	MARGEN DE INTERMEDIACION
55	OTROS INGRESOS OPERACIONALES
5590	OTROS
46	OTRAS PERDIDAS OPERACIONALES
4690	OTRAS
	MARGEN OPERACIONAL
56	OTROS INGRESOS
5604	RECUPERACIONES DE ACTIVOS FINANCIEROS
47	OTROS GASTOS Y PERDIDAS
4703	INTERESES Y COMISIONES DEVENGADOS EN EJERCICIOS ANTERIORES
4790	OTROS
	GANANCIA O PERDIDA ANTES DE IMPUESTOS
48	IMPUESTOS Y PARTICIPACION A EMPLEADOS
	GANANCIA O PERDIDA DEL EJERCICIO

Es precisamente el conjunto de cuentas a proyectar⁷¹, como base de proyección utilizamos el año 2002⁷² el cual presenta los siguientes valores:

**CUADRO No.4.1
ESTADO DE RESULTADOS (AÑO BASE)**

ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS		
MASTERCARD Ecuador S.A.		
(en miles de dólares norteamericanos)		
2002		
51	INTERESES Y DESCUENTOS GANADOS	\$ 7.855,94
5101	DEPÓSITOS	\$ 39,17
5102	OPERACIONES INTERBANCARIAS	\$ 0,00
5103	INTERESES Y DESCUENTOS DE INVERSIONES EN TÍTULOS VALORES	\$ 17,87
5104	INTERESES DE CARTERA DE CRÉDITOS	\$ 7.798,90
5190	OTROS INTERESES Y DESCUENTOS	\$ 0,00
52	COMISIONES GANADAS	\$ 7.712,61
5201	CARTERA DE CRÉDITOS	\$ 0,00
5290	OTRAS	\$ 7.713,00
53	UTILIDADES FINANCIERAS	\$ 386,33
54	INGRESOS POR SERVICIOS	\$ 4.849,03
55	OTROS INGRESOS OPERACIONALES	\$ 1.337,37
56	OTROS INGRESOS	\$ 438,61
	TOTAL INGRESOS	\$ 22.579,89
41	INTERESES CAUSADOS	\$ 5.957,16
4101	OBLIGACIONES CON EL PÚBLICO	\$ 1.625,92
4102	OPERACIONES INTERBANCARIAS	\$ 0,00
4103	OBLIGACIONES FINANCIERAS	\$ 4.331,24
4104	VALORES EN CIRCULACIÓN Y OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES	\$ 0,00
4105	OTROS INTERESES	\$ 0,00
42	COMISIONES CAUSADAS	\$ 1.175,41
43	PERDIDAS FINANCIERAS	\$ 15,93
44	PROVISIONES	\$ 1.030,46
45	GASTOS DE OPERACION	\$ 11.595,47
4501	GASTOS DE PERSONAL	\$ 4.054,93
4502	HONORARIOS	\$ 509,47
4503	SERVICIOS VARIOS	\$ 2.834,14
4504	IMPUESTOS, CONTRIBUCIONES Y MULTAS	\$ 239,83
4505	DEPRECIACIONES	\$ 369,15
4506	AMORTIZACIONES	\$ 392,06
4507	OTROS GASTOS	\$ 3.195,88
46	OTRAS PERDIDAS OPERACIONALES	\$ 0,00
47	OTROS GASTOS Y PERDIDAS	\$ 0,95
48	IMPUESTOS Y PARTICIPACION A EMPLEADOS	\$ 1.045,05
	TOTAL EGRESOS	\$ 20.820,44
	UTILIDAD / PÉRDIDA	\$ 1.759,46

⁷¹ No se consideraron todas las cuentas que no presentan resultados para el mercado en estudio

⁷² Por ser el último año completo en que MC operaba como compañía, a partir del 28 de abril de 2003 MASTERCARD del Ecuador S.A. cambia de denominación a PACIFICARD S.A.

**CUADRO No.4.2
INDICADORES DE RESULTADO (AÑO BASE)**

MARGEN NETO INTERESES	\$ 1.898,78
MARGEN BRUTO FINANCIERO	\$ 13.655,42
MARGEN NETO FINANCIERO	\$ 12.624,95
MARGEN DE INTERMEDIACION	\$ 1.029,49
MARGEN OPERACIONAL	\$ 2.366,86
GANANCIA O PERDIDA ANTES DE IMPUESTOS	\$ 2.804,51
GANANCIA O PERDIDA DEL EJERCICIO	\$ 1.759,46

4.2.1 Ingresos por Comisiones

Una vez definida la fórmula establecemos los parámetros requeridos y aplicamos obteniendo los resultados que se presentan junto a las variables necesarias, en el siguiente cuadro⁷³:

CUADRO No.4.3

PROYECCIÓN COMISIONES GANADAS					
	2003	2004	2005	2006	2007
Tasa de crecimiento	5,89%	9,50%	4,19%	5,90%	4,29%
Datos 2002					
Total Activo	\$ 52.525,03	Deuda	\$ 45.239,13		
Capital	\$ 7.051,23				
DESCRIPCIÓN	2003	2004	2005	2006	2007
Capital Inicial	\$ 7.051,23	\$ 7.403,80	\$ 7.773,99	\$ 8.162,69	\$ 8.570,82
Comisiones Ganadas en el año anterior	\$ 7.712,61	\$ 8.166,70	\$ 8.942,73	\$ 9.317,81	\$ 9.867,69
Tasa de retención de utilidades "objetivo"	0,270	0,270	0,270	0,270	0,270
Razón Margen Operacional / Comisiones Ganadas "objetivo"	0,311	0,316	0,321	0,326	0,331
Razón Deuda a Capital "objetivo"	6,000	6,090	6,181	6,274	6,368
Razón de Activos a CG "objetivo"	7,950	7,830	7,980	8,040	8,200
Emisión de Capital	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00
Cantidad Absoluta de dividendos anuales "objetivo"	\$ 320,00	\$ 355,00	\$ 410,00	\$ 470,00	\$ 520,00

Elaboración: Autores

Ya determinadas las tasas respectivas para cada año de proyección en el horizonte de planificación aplicamos las tasas sobre los valores respectivos, obteniendo los resultados que se muestran a continuación:

⁷³ Para mayor detalle sobre los componentes y desarrollo del proceso ver Apéndice de Proyección

TABLA No.4.7

COMISIONES GANADAS				
2003	2004	2005	2006	2007
\$ 8.166,70	\$ 8.942,73	\$ 9.317,81	\$ 10.291,28	\$ 10.291,28

Elaboración: Autores

4.2.2 Número de Cuentas

Recordemos que con el propósito de acoplarnos a un ciclo de crecimiento estable utilizamos un 8% PHP en el crecimiento anual de las cuentas. Los resultados, según las tasas antes presentadas son los siguientes:

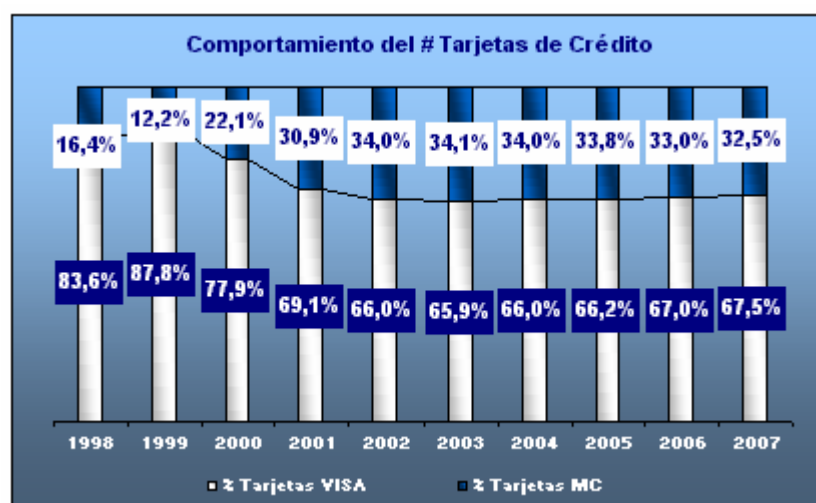
TABLA No.4.8

NÚMERO DE CUENTAS				
2003	2004	2005	2006	2007
101.091	111.200	120.096	126.101	132.406

Elaboración: Autores

Ajustándose a la estrategia de seguidor adoptada, esto se demuestra mediante el Gráfico No.4.1 referente al número de tarjetahabientes existente entre las dos compañías⁷⁴.

GRÁFICO No.4.1



Elaboración: Autores

⁷⁴ El número proyectado de tarjetas proviene del establecimiento de un factor de 1.24 tarjetas por cuenta. Obtenido del comportamiento histórico de las cuentas frente al número de tarjetas. (Fuente MASTERCARD)

4.2.3 Cartera Neta

Como mencionamos antes la Cartera Neta se compone de:

$$\text{Cartera Neta} = (\text{Cartera Total Productiva}) - (\text{Cartera de Pago al Contado})$$

La Cartera Total Productiva (tomando en cuenta que cada tarjeta posee una cartera) es igual a⁷⁵:

$$\text{Cartera Total Productiva} = (\text{Número de Tarjetas}) * (\text{Cartera Productiva por Tarjeta})$$

Donde el número de tarjetas es igual al número de tarjetas proyectado para cada año y la Cartera Productiva por Tarjeta se obtiene de:

$$\text{Cartera Productiva por Tarjeta} = \text{Cartera Productiva por Cuenta} * 95\%$$

Los valores registrados en Cartera Productiva por Tarjeta en MASTERCARD desde 1999 hasta el año 2002 son:

TABLA No.4.9

CARTERA PRODUCTIVA POR TARJETA			
1999	2000	2001	2002
190	182	334	356

Fuente: MASTERCARD

Estos valores nos permiten obtener la cartera productiva por cuenta de 1999 hasta el año 2002 mediante la siguiente relación:

$$\text{Cartera Productiva por Cuenta} = (\text{Cartera Total Productiva}) / \text{Total de Cuentas}$$

⁷⁵ Para el cálculo del número de tarjetas se mantiene el uso de la relación 1.24 tarjetas por cuenta

Es importante mencionar que sin los valores anuales de Cartera Productiva por tarjeta para el período 1999-2002, no nos sería posible obtener la Cartera Productiva por Tarjeta debido a la conexión de las fórmulas utilizadas. Luego a partir del año 2003 utilizamos la tasa de incremento en productividad por cuenta, definida en el Capítulo 3 (1%) y obtenemos los siguientes resultados:

TABLA No.4.10

CARTERA PRODUCTIVA POR CUENTA				
2003	2004	2005	2006	2007
\$ 359,08	\$ 362,67	\$ 366,29	\$ 369,96	\$ 373,66

Elaboración: Autores

La Cartera Total Productiva queda entonces de la siguiente manera:

TABLA No.4.11

CARTERA TOTAL PRODUCTIVA				
2003	2004	2005	2006	2007
\$ 42.760,56	\$ 47.506,98	\$ 51.820,61	\$ 54.955,76	\$ 58.280,58

Elaboración: Autores

El otro componente de la Cartera Neta es la Cartera de Pago al Contado, ésta se calcula basándose en la siguiente fórmula:

$$\text{Cartera de Pago al Contado} = \text{Cartera Total Productiva} * 3.35\%$$

Donde 3.35% es el porcentaje estimado de pago al contado⁷⁶, la medición proporciona los siguientes resultados:

TABLA No.4.12

CARTERA DE PAGO AL CONTADO				
2003	2004	2005	2006	2007
\$ 1.432,48	\$ 1.591,48	\$ 1.735,99	\$ 1.841,02	\$ 1.952,40

Elaboración: Autores

Por lo tanto, los valores obtenidos de Cartera Neta son⁷⁷:

⁷⁶ Fuente MASTERCARD, basándose en el comportamiento histórico presentado por ambos rubros

⁷⁷ Para revisión del desarrollo en detalle del proceso de proyección de la cartera neta ver Apéndice Proyección Financiera

TABLA No.4.13

CARTERA NETA				
2003	2004	2005	2006	2007
\$ 41.328,08	\$ 45.915,50	\$ 50.084,62	\$ 53.114,74	\$ 56.328,18

Elaboración: Autores

4.2.4 Ingresos por Financiamiento

Como mencionamos previamente son dependientes de la Cartera Neta:

$$\text{Intereses Ganados por Financiamiento} = (\text{Cartera Neta Ponderada}) * (\% \text{ promedio de financiamiento})$$

Ya presentamos anteriormente las tasas de financiamiento para cada año, la Cartera Neta Ponderada es igual a:

$$\text{Cartera Neta Ponderada}(n) = ((\text{Cartera Neta Ponderada}(n-1)) * 35\%) + (\text{Cartera Neta} * 65\%)$$

TABLA No.4.14

CARTERA NETA PONDERADA				
2003	2004	2005	2006	2007
\$ 37.801,68	\$ 43.075,66	\$ 47.631,49	\$ 51.195,60	\$ 54.531,78

Elaboración: Autores

Esto nos permite calcular los Ingresos Ganados por Financiamiento, lo que nos da los resultados que se presentan a continuación:

TABLA No.4.15

INGRESOS GANADOS POR FINANCIAMIENTO				
2003	2004	2005	2006	2007
\$ 6.237,28	\$ 6.892,11	\$ 6.906,57	\$ 7.167,38	\$ 7.634,45

Elaboración: Autores

4.2.5 Ingresos por Cargos Operativos

El cálculo de los Ingresos por Manejo y Cobranza se resume a la aplicación de la fórmula:

Intereses Ganados por Cargos Operativos = (Cartera Neta) * (% promedio de Cargos Operativos)

Cuyos componentes fueron ya determinados, los resultados generados son:

TABLA No.4.16

INGRESOS POR MANEJO Y COBRANZA				
2003	2004	2005	2006	2007
\$ 2.025,08	\$ 2.249,86	\$ 2.454,15	\$ 2.602,62	\$ 2.760,08

Elaboración: Autores

4.2.6 Ingresos por Membresía

Recordemos la relación:

Ingresos por Membresía = (Ingresos por Tarjeta Clásica) + (Ingresos por Tarjeta Gold e Internacional) – (Bonificación de cuota)

Donde los ingresos por tarjeta se calculan mediante las siguientes fórmulas:

Ingresos por Tarjeta Clásica = (Precio de Tarjeta Clásica) * (Número de Tarjetas Clásica)

Ingresos por Tarjeta Gold e Internacional = (Precio de Tarjeta Gold e Internacional) * (Número de Tarjetas Gold e Internacional)

Dónde los valores de tarjetas no corresponden a los obtenidos por la relación

1.24 tarjetas por cuenta, para el efecto hacemos uso de las fórmulas⁷⁸:

Número de Tarjetas Clásica(n) = [((Número de Tarjetas Clásica(n-1))/(Número de Cuentas Compañía(n-1))) * (Número de Cuentas Compañía(n))

Número de Tarjetas Gold e Internacional (n) = [((Número de Tarjetas Gold e Internacional (n-1))/(Número de Cuentas Compañía(n-1))) * (Número de Cuentas Compañía(n))

Por lo tanto los valores resultantes son:

TABLA No.4.17a

INGRESOS POR TARJETA CLÁSICA				
2003	2004	2005	2006	2007
\$ 1,281.28	\$ 1,321.32	\$ 1,379.46	\$ 1,498.38	\$ 1,678.18

Elaboración: Autores

⁷⁸ Las implicaciones de la formulación aplicada se presentan en el Apéndice proyección Financiera

TABLA No.4.17b

INGRESOS POR TARJETA GOLD E INTERNACIONAL				
2003	2004	2005	2006	2007
\$ 768.77	\$ 807.21	\$ 830.27	\$ 828.19	\$ 869.60

Elaboración: Autores

El último componente de los Ingresos por Membresía es la Bonificación por cuota, para lo cual establecemos la siguiente relación:

$$\text{Bonificación de cuota} = (\text{Ingresos por Tarjeta Clásica} * 15.5\%) + (\text{Ingresos por Tarjeta Gold e Internacional} * 15.5\%)$$

El resultado que produce la medición es:

TABLA No.4.18

BONIFICACIÓN DE CUOTA				
2003	2004	2005	2006	2007
\$ 317.76	\$ 329.92	\$ 342.51	\$ 360.62	\$ 394.91

Elaboración: Autores

Finalmente los resultados de Ingresos por Membresía para cada año del horizonte de planificación son:

TABLA No.4.19

INGRESOS POR AFILIACIONES Y RENOVACIONES				
2003	2004	2005	2006	2007
\$ 1,732.29	\$ 1,798.60	\$ 1,867.22	\$ 1,965.95	\$ 2,152.88

Elaboración: Autores

4.2.7 Obligaciones Financieras

Como se mencionó anteriormente representan más de un cuarto de los egresos totales, se calculan aplicando la tasa promedio de fondeo sobre la Monto Financiado:

$$\text{Intereses pagados por financiamiento} = (\text{Cartera Total Productiva}) * (\text{Tasa promedio de Fondeo})$$

Los resultados que obtuvimos son:

TABLA No.4.20

OBLIGACIONES FINANCIERAS				
2003	2004	2005	2006	2007
\$ 4.062,25	\$ 4.275,63	\$ 4.404,75	\$ 4.396,46	\$ 4.371,04

Elaboración: Autores

4.2.8 Cuentas Relacionadas en el Estado de P&G y Cuenta Provisiones

Con los porcentajes de dependencia provenientes del análisis del comportamiento histórico de las variables sobre los ingresos totales, se procede al cálculo distinguiendo la relación existente de las provisiones.

4.2.8.1 Cuentas Relacionadas

Si sabemos que los Ingresos Totales para cada año equivalen a⁷⁹:

TABLA No.4.21

INGRESOS TOTALES				
2003	2004	2005	2006	2007
\$ 20.426,74	\$ 22.195,70	\$ 22.906,14	\$ 24.013,02	\$ 25.298,05

Elaboración: Autores

Podemos determinar el monto correspondiente para cada uno de los rubros de egresos antes mencionados, el Cuadro No.4.4 presenta los resultados de la proyección sobre los ingresos totales, junto a la descripción se encuentra la relación constante para el horizonte de planificación, previamente determinada en la sección 4.1 (Descripción de la Metodología de Proyección) en el apartado Relación de las cuentas en el Estado de Resultados.

⁷⁹ Por el momento tomaremos únicamente el valor total, más adelante en la sección Resultados de la Proyección se presenta cada una de las cuentas consideradas en el cálculo de los Ingresos Totales anuales.

CUADRO No.4.4

PROYECCIÓN DE CUENTAS RELACIONADAS						
COMO % DE LOS INGRESOS TOTALES						
DESCRIPCIÓN	%	AÑO				
		2003	2004	2005	2006	2007
OBLIGACIONES CON EL PÚBLICO	9,00%	\$ 1.838,41	\$ 1.997,61	\$ 2.061,55	\$ 2.161,17	\$ 2.276,82
COMISIONES CAUSADAS	4,50%	\$ 919,20	\$ 998,81	\$ 1.030,78	\$ 1.080,59	\$ 1.138,41
GASTOS DE PERSONAL	18,00%	\$ 3.676,81	\$ 3.995,23	\$ 4.123,10	\$ 4.322,34	\$ 4.553,65
SERVICIOS VARIOS	10,00%	\$ 2.042,67	\$ 2.219,57	\$ 2.290,61	\$ 2.401,30	\$ 2.529,81
OTROS GASTOS	12,00%	\$ 2.451,21	\$ 2.663,48	\$ 2.748,74	\$ 2.881,56	\$ 3.035,77

Elaboración: Autores

4.2.8.2 Provisiones

Teniendo el valor de Cartera Neta para cada año de proyección, procedemos a calcular los valores de Provisiones respectivos

CUADRO No.4.5

PROYECCIÓN DE PROVISIONES					
COMO % DE LA CARTERA NETA 2,54%					
DESCRIPCIÓN	2003	2004	2005	2006	2007
CARTERA NETA	\$ 41.328,08	\$ 45.915,50	\$ 50.084,62	\$ 53.114,74	\$ 56.328,18
PROVISIONES	\$ 1.050,65	\$ 1.167,28	\$ 1.273,27	\$ 1.350,30	\$ 1.431,99

Elaboración: Autores

4.2.9 Rubros de Ingresos y Egresos anexados al crecimiento económico

En este apartado se omiten detalles sobre los cálculos, recordemos que la tasa es constante, y representa el promedio de crecimiento del PIB.

Comencemos con los Ingresos, obtuvimos:

CUADRO No.4.6

PROYECCIÓN INGRESOS RESTANTES						
RESPECTO AL PIB						
DESCRIPCIÓN	%	AÑO				
		2003	2004	2005	2006	2007
DEPÓSITOS	2,08%	\$ 39,99	\$ 40,82	\$ 41,66	\$ 42,53	\$ 43,41
INTERESES DESCUENTOS DE Y	2,08%	\$ 18,24	\$ 18,62	\$ 19,00	\$ 19,40	\$ 19,80
UTILIDADES FINANCIERAS	2,08%	\$ 394,35	\$ 402,53	\$ 410,89	\$ 419,41	\$ 428,12
OTROS INGRESOS OPERACIONALES	2,08%	\$ 1.365,12	\$ 1.393,44	\$ 1.422,36	\$ 1.451,87	\$ 1.482,00
OTROS INGRESOS	2,08%	\$ 447,71	\$ 457,00	\$ 466,48	\$ 476,16	\$ 486,04

Elaboración: Autores

Para los Egresos los montos resultantes son:

CUADRO No.4.7

PROYECCIÓN EGRESOS RESTANTES						
RESPECTO AL PIB						
DESCRIPCIÓN	%	AÑO				
		2003	2004	2005	2006	2007
PERDIDAS FINANCIERAS	2,08%	\$ 16,26	\$ 16,60	\$ 16,95	\$ 17,30	\$ 17,66
HONORARIOS	2,08%	\$ 520,04	\$ 530,83	\$ 541,85	\$ 553,09	\$ 564,57
IMPUESTOS, CONTRIBUCIONES Y MULTAS	2,08%	\$ 244,81	\$ 249,89	\$ 255,08	\$ 260,37	\$ 265,77
IMPUESTOS PARTICIPACION Y EMPLEADOS A	2,08%	\$ 1.066,74	\$ 1.088,87	\$ 1.111,47	\$ 1.134,53	\$ 1.158,07

Elaboración: Autores

4.3 Resultados de la Proyección

Al momento poseemos todas las variables necesarias para elaborar el Estado de Resultados Projectado, mismo que nos permite obtener los Flujos de Caja Libres para cada período que se presentan en el siguiente capítulo y que son parte del proceso para medir el Valor Financiero de la compañía en estudio. A continuación presentamos en resumen los resultados de las proyecciones calculadas durante este capítulo.

4.3.1 Resumen de Proyecciones

El Cuadro No.4.8 a continuación presenta las principales variables proyectadas, bajo la siguiente clasificación general: Cartera Neta (producto del Balance), Ingresos y Egresos (componentes del P&G)⁸⁰. Los Ingresos y Egresos se clasifican según metodología empleada.

Recordemos, la Cartera Neta se obtiene sustrayendo la Cartera de Pago al contado de la Cartera Total Productiva. Los Ingresos, con sus principales componentes (Comisiones Ganadas e Intereses de Cartera de créditos) los cuales requieren de parámetros de crecimiento objetivo⁸¹ y el cálculo de la Cartera Neta Ponderada, respectivamente.

Se presenta en forma separada a los valores proyectados del nivel de tarjetas general del nivel según tipo de tarjeta debido al enfoque inicial deseado sobre el producto tarjeta de crédito.

⁸⁰ Las cifras no incluidas forman parte de la presentación completa de la Metodología Detallada de Proyección (Apéndice Proyección)

⁸¹ Esta expectativa se fundamenta en las proyecciones sobre el crecimiento en el nivel de facturación

CUADRO No.4.8

RESUMEN DE PROYECCIONES					
PROYECCIONES	2003	2004	2005	2006	2007
CARTERA NETA	\$ 41.328,08	\$ 45.915,50	\$ 50.084,62	\$ 53.114,74	\$ 56.328,18
CARTERA TOTAL PRODUCTIVA	\$ 42.760,56	\$ 47.506,98	\$ 51.820,61	\$ 54.955,76	\$ 58.280,58
NÚMERO DE CUENTAS	101.091,04	111.200,14	120.096,15	126.100,96	132.406,01
NÚMERO DE TARJETAS	125.352,89	137.888,18	148.919,23	156.365,19	164.183,45
CARTERA PRODUCTIVA POR CUENTA	\$ 359,08	\$ 362,67	\$ 366,29	\$ 369,96	\$ 373,66
CARTERA DE PAGO AL CONTADO	\$ 1.432,48	\$ 1.591,48	\$ 1.735,99	\$ 1.841,02	\$ 1.952,40
INGRESOS					
COMISIONES GANADAS	\$ 8.166,70	\$ 8.942,73	\$ 9.317,81	\$ 10.291,28	\$ 10.291,28
INGRESOS GANADOS POR FINANCIAMIE	\$ 6.237,28	\$ 6.892,11	\$ 6.906,57	\$ 7.167,38	\$ 7.634,45
CARTERA NETA PONDERADA	\$ 37.801,68	\$ 43.075,66	\$ 47.631,49	\$ 51.195,60	\$ 54.531,78
INGRESOS POR MANEJO Y COBRANZA	\$ 2.025,08	\$ 2.249,86	\$ 2.454,15	\$ 2.602,62	\$ 2.760,08
INGRESOS POR AFILIACIONES Y RENOV	\$ 1.732,29	\$ 1.798,60	\$ 1.867,22	\$ 1.965,95	\$ 2.152,88
INGRESOS POR TARJETA CLÁSICA	\$ 1.281,28	\$ 1.321,32	\$ 1.379,46	\$ 1.498,38	\$ 1.678,18
NÚMERO DE TARJETAS CLÁSICA	80.080,00	88.088,00	95.135,04	99.891,79	104.886,38
INGRESOS POR TARJETA GOLD E INTERNACIONAL	\$ 768,77	\$ 807,21	\$ 830,27	\$ 828,19	\$ 869,60
NÚMERO DE TARJETAS INTER Y GOLD	17.472,00	19.219,20	20.756,74	21.794,57	22.884,30
BONIFICACIÓN DE CUOTA	\$ 317,76	\$ 329,92	\$ 342,51	\$ 360,62	\$ 394,91
INGRESOS ANEXADOS AL PIB					
DEPÓSITOS	\$ 39,99	\$ 40,82	\$ 41,66	\$ 42,53	\$ 43,41
INTERESES Y DESCUENTOS DE	\$ 18,24	\$ 18,62	\$ 19,00	\$ 19,40	\$ 19,80
INVERSIONES EN TÍTULOS VALORES					
UTILIDADES FINANCIERAS	\$ 394,35	\$ 402,53	\$ 410,89	\$ 419,41	\$ 428,12
OTROS INGRESOS OPERACIONALES	\$ 1.365,12	\$ 1.393,44	\$ 1.422,36	\$ 1.451,87	\$ 1.482,00
OTROS INGRESOS	\$ 447,71	\$ 457,00	\$ 466,48	\$ 476,16	\$ 486,04
EGRESOS					
OBLIGACIONES FINANCIERAS	\$ 4.062,25	\$ 4.275,63	\$ 4.404,75	\$ 4.396,46	\$ 4.371,04
PROVISIONES	\$ 1.050,65	\$ 1.167,28	\$ 1.273,27	\$ 1.350,30	\$ 1.431,99
EGRESOS COMO % DE LOS IT					
OBLIGACIONES CON EL PÚBLICO	\$ 1.838,41	\$ 1.997,61	\$ 2.061,55	\$ 2.161,17	\$ 2.276,82
COMISIONES CAUSADAS	\$ 919,20	\$ 998,81	\$ 1.030,78	\$ 1.080,59	\$ 1.138,41
GASTOS DE PERSONAL	\$ 3.676,81	\$ 3.995,23	\$ 4.123,10	\$ 4.322,34	\$ 4.553,65
SERVICIOS VARIOS	\$ 2.042,67	\$ 2.219,57	\$ 2.290,61	\$ 2.401,30	\$ 2.529,81
OTROS GASTOS	\$ 2.451,21	\$ 2.663,48	\$ 2.748,74	\$ 2.881,56	\$ 3.035,77
EGRESOS ANEXADOS AL PIB					
PERDIDAS FINANCIERAS	\$ 16,26	\$ 16,60	\$ 16,95	\$ 17,30	\$ 17,66
HONORARIOS	\$ 520,04	\$ 530,83	\$ 541,85	\$ 553,09	\$ 564,57
IMPUESTOS, CONTRIBUCIONES Y MULTAS	\$ 244,81	\$ 249,89	\$ 255,08	\$ 260,37	\$ 265,77
IMPUESTOS Y PARTICIPACION A EMPLEADOS	\$ 1.066,74	\$ 1.088,87	\$ 1.111,47	\$ 1.134,53	\$ 1.158,07

Elaboración: Autores

Las distintas variables, sin excepción alguna, presentan crecimiento año tras año. Las expectativas planteadas en el capítulo 3 (como parámetros de proyección) influyen directamente sobre los resultados, por otro lado la situación de cada cuenta debe analizarse según su relación porcentual como

parte integrante del flujo y no únicamente sobre montos fijos presentados en el período. Por lo tanto a continuación nos centramos en el estudio de la tendencia de los resultados netos del ejercicio en cada período.

4.3.2 Estado de Pérdidas y Ganancias Proyectado

El Cuadro No.4.9 presenta el Estado de Resultados Proyectado para cada año del horizonte de planificación. Ciertas cuentas se omitieron debido a las características del mercado⁸², por supuesto su omisión no altera el procedimiento debido a que eran cuentas con valores nulos, más un caso de cuenta totalmente ajena a la actividad y de carácter ocasional.

Por lo tanto el Estado de Resultados Proyectado luce distinto al compararlo con la presentación inicial sobre la situación financiera de la compañía y aún más del detalle de cuentas partícipes según catálogo de cuentas presentado al inicio de la sección Aplicación, en éste capítulo.

Inmediatamente después a la presentación a continuación se analizan los resultados, básicamente sobre las cuentas de resultado (es decir utilidad), para las mismas se elaboró un análisis de enfoque tendencial. Si sumamos esto a las conclusiones extraídas en el capítulo 2 y en la sección respectiva del Capítulo 3 (tendencial), podemos concluir que los resultados estimados se ajustan al comportamiento que se espera del sector y en específico de la compañía bajo estudio

⁸² Ver Apéndice Proyección

CUADRO No.4.9

ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO		2003	2004	2005	2006	2007
51	INTERESES Y DESCUENTOS GANADOS	6.295,50	6.951,54	6.967,23	7.229,31	7.697,66
5101	DEPÓSITOS	39,99	40,82	41,66	42,53	43,41
5103	INTERESES Y DESCUENTOS DE INVERSIONES EN TÍTULOS VALORES	18,24	18,62	19,00	19,40	19,80
5104	INTERESES DE CARTERA DE CRÉDITOS	6.237,28	6.892,11	6.906,57	7.167,38	7.634,45
52	COMISIONES GANADAS	8.166,70	8.942,73	9.317,81	9.867,69	10.291,28
5200	OTRAS	8.166,70	8.942,73	9.317,81	9.867,69	10.291,28
54	INGRESOS POR SERVICIOS	3.757,37	4.048,46	4.321,37	4.568,57	4.912,96
5403	AFLIACIONES Y RENOVACIONES	1.732,29	1.798,60	1.867,22	1.965,95	2.152,88
5404	MANEJO Y COBRANZAS	2.025,08	2.249,86	2.454,15	2.602,62	2.760,08
53	UTILIDADES FINANCIERAS	394,35	402,53	410,89	419,41	428,12
55	OTROS INGRESOS OPERACIONALES	1.365,12	1.393,44	1.422,36	1.451,87	1.482,00
56	OTROS INGRESOS	447,71	457,00	466,48	476,16	486,04
	TOTAL INGRESOS	20.427	22.196	22.906	24.013	25.298
41	INTERESES CAUSADOS	5.901	6.273	6.466	6.558	6.648
4101	OBLIGACIONES CON EL PÚBLICO	1.838,41	1.997,61	2.061,55	2.161,17	2.276,82
4103	OBLIGACIONES FINANCIERAS	4.062,25	4.275,63	4.404,75	4.396,46	4.371,04
42	COMISIONES CAUSADAS	919,20	998,81	1.030,78	1.080,59	1.138,41
43	PERDIDAS FINANCIERAS	16,26	16,60	16,95	17,30	17,66
44	PROVISIONES	1.050,65	1.167,28	1.273,27	1.350,30	1.431,99
45	GASTOS DE OPERACION	9,678	10,384	10,668	11,111	11,627
4501	GASTOS DE PERSONAL	3.676,81	3.995,23	4.123,10	4.322,34	4.553,65
4502	HONORARIOS	520,04	530,83	541,85	553,09	564,57
4503	SERVICIOS VARIOS	2.042,67	2.219,57	2.290,61	2.401,30	2.529,81
4504	IMPUESTOS, CONTRIBUCIONES Y MULTAS	244,81	249,89	255,08	260,37	265,77
4505	DEPRECIACIONES	350,69	333,16	316,50	300,67	285,64
4506	AMORTIZACIONES	392,06	392,06	392,06	392,06	392,06
4507	OTROS GASTOS	2.451,21	2.663,48	2.748,74	2.881,56	3.035,77
46	OTRAS PERDIDAS OPERACIONALES	-	-	-	-	-
47	OTROS GASTOS Y PERDIDAS	1.066,74	1.088,87	1.111,47	1.134,53	1.158,07
48	IMPUESTOS Y PARTICIPACION A EMPLEADOS	18.631,82	19.929,02	20.566,69	21.251,74	22.021,26
	TOTAL EGRESOS	1.794,92	2.266,69	2.339,44	2.761,28	3.276,80
	UTILIDAD/PERDIDA					

Comportamiento de los Rubros de Resultados.-

A continuación (Cuadro No.4.10) se presenta un análisis tendencial de los distintos márgenes de beneficios resultantes para cada período de proyección, incluida la base de proyección.

Los márgenes se obtienen de las siguientes operaciones:

Margen Neto de Intereses = Intereses y Descuentos Ganados – Intereses Causados

Margen Bruto Financiero = Margen Neto de Intereses + Comisiones Ganadas + Ingresos por Servicios – Comisiones Causadas + Utilidades Financieras – Pérdidas Financieras

Margen Neto Financiero = Margen Bruto Financiero – Provisiones

Margen de Intermediación = Margen Neto Financiero – Gastos de Operación

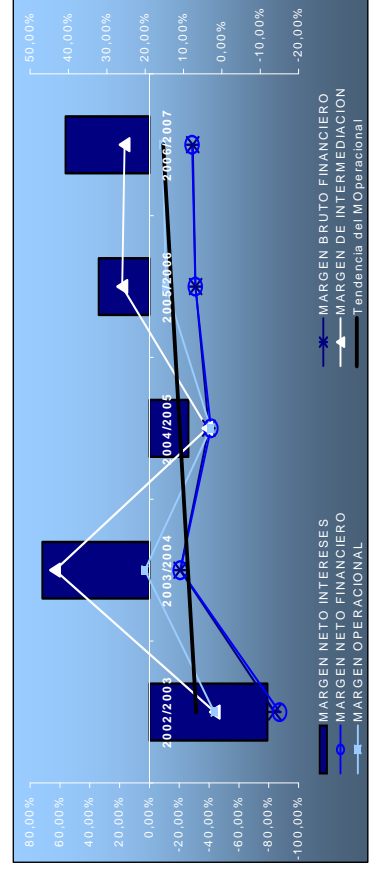
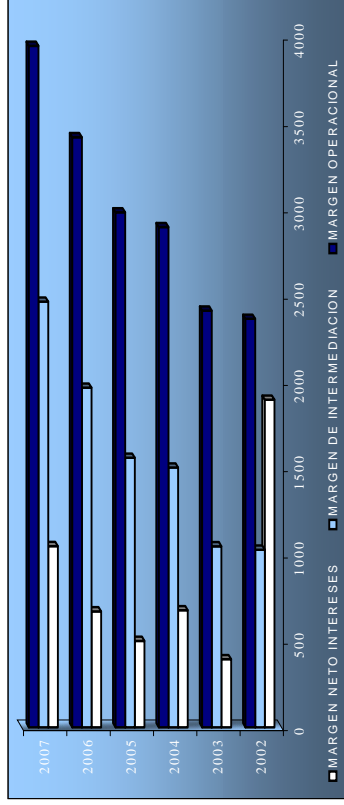
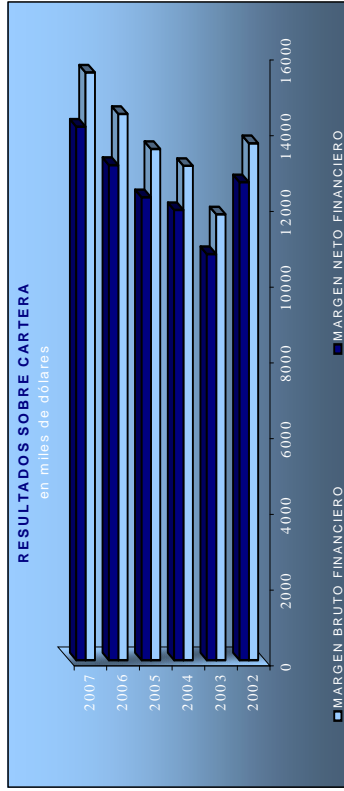
Margen Operacional = Margen de Intermediación + Otros Ingresos Operacionales – Otras Pérdidas Operacionales

Los márgenes financieros (Margen Bruto Financiero y Margen Neto Financiero) presentan cifras altamente superiores respecto a los demás rubros, esto debido a la inclusión de dos de las principales fuentes de ingreso de la compañía (y de hecho del sector) que en suma representan alrededor del 50% de los Ingresos Totales versus únicamente un adicional de aproximadamente 10% de los egresos totales. Para mejor apreciación se clasifica gráficamente según dependencia sobre la cartera.

CUADRO No.4.10

COMPORTAMIENTO DEL RESULTADO DEL NEGOCIO						
	en miles de dólares					
DESCRIPCIÓN	2002	2003	2004	2005	2006	2007
MARGEN NETO INTERESES	\$ 1.898,78	\$ 394,84	\$ 678,30	\$ 500,93	\$ 671,68	\$ 1.049,79
MARGEN BRUTO FINANCIERO	\$ 13.655,42	\$ 11.777,79	\$ 13.056,61	\$ 13.503,27	\$ 14.429,47	\$ 15.526,08
MARGEN NETO FINANCIERO	\$ 12.624,95	\$ 10.727,13	\$ 11.889,34	\$ 12.230,01	\$ 13.079,17	\$ 14.094,09
MARGEN DE INTERMEDIACION	\$ 1.029,49	\$ 1.048,84	\$ 1.505,12	\$ 1.562,07	\$ 1.967,77	\$ 2.466,83
MARGEN OPERACIONAL	\$ 2.366,86	\$ 2.413,95	\$ 2.898,56	\$ 2.984,43	\$ 3.419,65	\$ 3.948,83

VARIACIÓN ANUAL						
DESCRIPCIÓN	2002/2003	2003/2004	2004/2005	2005/2006	2006/2007	PROMEDIO
MARGEN NETO INTERESES	-79,21%	71,79%	-26,15%	34,09%	56,29%	11,36%
MARGEN BRUTO FINANCIERO	-13,75%	10,86%	3,42%	6,86%	7,60%	3,00%
MARGEN NETO FINANCIERO	-15,03%	10,83%	2,87%	6,94%	7,76%	2,87%
MARGEN DE INTERMEDIACION	1,88%	43,50%	3,78%	25,97%	25,36%	20,10%
MARGEN OPERACIONAL	1,99%	20,08%	2,96%	14,58%	15,47%	11,02%



Debido a la fuerte tendencia a la baja de las tasas de interés del mercado el Margen Neto de Intereses presenta tasas de variación anual extremadamente elevadas.

El Margen de Intermediación (MI) es el rubro que presenta mayor variación constante y positiva, las razones las tenemos en el siguiente cuadro:

CUADRO No.4.11

CAUSALES SOBRE LOS RESULTADOS DEL MÁRGEN DE INTERMEDIACIÓN					
DESCRIPCIÓN	2002/2003	2003/2004	2004/2005	2005/2006	2006/2007
MARGEN NETO FINANCIERO	-15,03%	10,83%	2,87%	6,94%	7,76%
TOTAL INGRESOS	-9,54%	8,66%	3,20%	4,83%	5,35%
GASTOS DE OPERACION	-16,53%	7,29%	2,73%	4,16%	4,64%
MARGEN DE INTERMEDIACION	1,88%	43,50%	3,78%	25,97%	25,36%

Elaboración: Autores

MI es igual a Margen Neto Financiero (MNF) menos Gastos Operativos (GO), ante menor crecimiento anual de GO sobre el respectivo valor del MNF, la variación en neto es favorable. Por otro lado los Ingresos Totales tienen tasa de crecimiento promedio de 2.5% contra 0.46% de los gastos de operación⁸³. Finalmente a continuación se revisa el comportamiento de las utilidades netas de la compañía, bajo igual enfoque al usado recientemente, incluyendo la razón de rentabilidad utilizada como parámetro de proyección, Margen Operacional / Comisiones Ganadas.

Obsérvese que a pesar de la adopción de la estrategia de seguidor frente a VISA las utilidades netas presentan un constante comportamiento al alza, y en cuanto al ciclo de crecimiento se espera que se estabilice entre el año 2009 y el 2010⁸⁴.

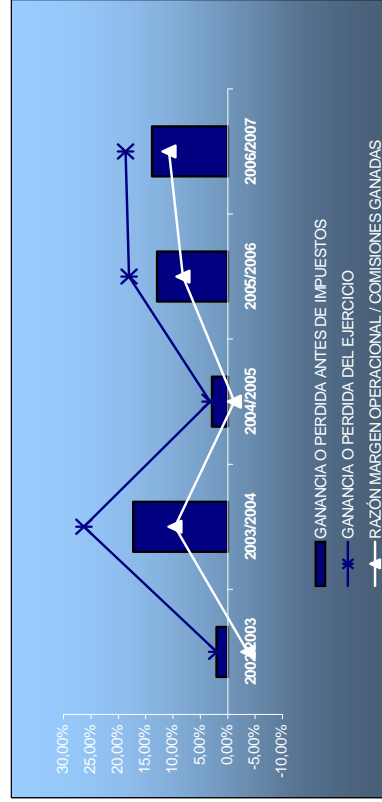
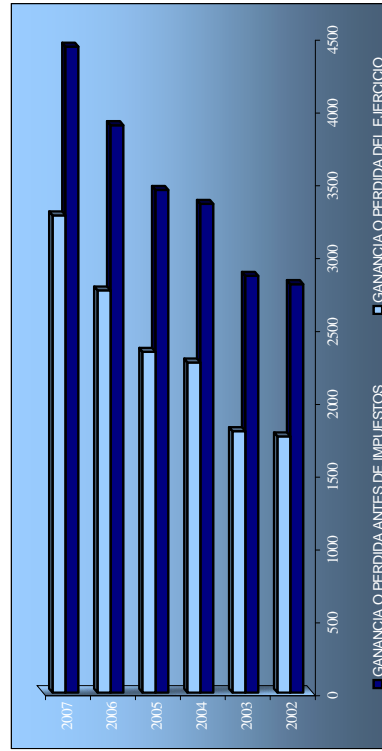
⁸³ Nótese que a pesar de la relación aplicada en la proyección sobre ciertos Gastos Operativos (% sobre los Ingresos Totales), éstos mantienen comportamiento independiente en el grado necesario

⁸⁴ No es conveniente extender la proyección hasta ésta fecha con propósito de encontrar la fase de estabilidad, un período de planeación mayor a 5 años no supera la relación Costo / Beneficio

CUADRO No.4.12

COMPORTAMIENTO DEL RESULTADO DEL NEGOCIO -2-						
DESCRIPCIÓN	2002	2003	2004	2005	2006	2007
GANANCIA O PERDIDA ANTES DE IMPUESTOS	\$ 2.804,51	\$ 2.861,66	\$ 3.355,56	\$ 3.450,91	\$ 3.895,80	\$ 4.434,87
GANANCIA O PERDIDA DEL EJERCICIO	\$ 1.759,46	\$ 1.794,92	\$ 2.266,69	\$ 2.339,44	\$ 2.761,28	\$ 3.276,80
RAZÓN MARGEN OPERACIONAL / COMISIONES GANADAS	0,31	0,30	0,32	0,32	0,35	0,38

VARIACION ANUAL						
DESCRIPCIÓN	2002/2003	2003/2004	2004/2005	2005/2006	2006/2007	PROMEDIO
GANANCIA O PERDIDA ANTES DE IMPUESTOS	2,04%	17,26%	2,84%	12,89%	13,84%	9,77%
GANANCIA O PERDIDA DEL EJERCICIO	2,02%	26,28%	3,21%	18,03%	18,67%	13,64%
RAZÓN MARGEN OPERACIONAL / COMISIONES GANADAS	-3,68%	9,66%	-1,18%	8,20%	10,72%	4,74%



Capítulo 5

VALORACIÓN DE LA INSTITUCIÓN CREDITICIA

Si bien los estados financieros básicos son una importante fuente de información⁸⁵, ante la necesidad de efectuar una valoración adecuada de la situación presente de la compañía y de los flujos de beneficio neto esperados es necesario incluir en el estudio una descripción de las estrategias ha implementarse, de la estructura administrativa y de los eslabones de la cadena de valor; y por supuesto anexarlos con el entorno externo en el que se desarrolla la compañía⁸⁶. Consideramos que de esta forma conseguiremos nuestro objetivo principal, ya que un simple análisis de los posibles resultados de las decisiones ha implementar a futuro no mide el verdadero potencial que tiene la compañía para incrementar su valor⁸⁷, además mediante el seguimiento del estudio tras dichas decisiones entenderemos la verdadera base estructural de la compañía y podremos evaluar su potencial de cambio y su dependencia ante las variables externas (de las cuales obtuvimos conclusiones en análisis previos).

Por lo tanto esta sección recoge los elementos de las secciones revisadas, los “valoriza” teniendo en cuenta implicaciones teóricas y se complementa con la conclusión resultante de los apéndices respectivos, en los cuales se revisa aspectos de Competencia y de Estrategia General. El presente capítulo describe el uso del Método de Rendimiento de Valoración y con el

⁸⁵ Por supuesto luego de ser debidamente analizados bajo un enfoque básico general de solvencia y crecimiento, que distinga el usuario del análisis al momento de su interpretación. Metodología que ha sido nuestro objetivo implementar y basándonos en esto se desarrolló los capítulos anteriores.

⁸⁶ Para el caso en estudio, desatacamos la participación de la banca privada en las operaciones de MASTERCARD.

⁸⁷ Esto debido a que es posible que la implementación de cambios durante el horizonte de planificación transforme bruscamente una posición que podría considerarse actualmente desfavorable

propósito de cubrir los diversos usuarios, ya antes mencionados, usa diversos escenarios al definir el flujo y descuento adecuados.

5.1 Implicaciones Teóricas

Las empresas se valoran continuamente, ya sea porque están inmersas en un proceso de adquisición, fusión o escisión, o porque algún accionista o participe así lo desea o porque un potencial acreedor lo solicite, etc.

“La Valoración es un proceso, nunca la aplicación directa de una fórmula matemática⁸⁸”

Cuando se valora una compañía siempre hay un grado de subjetividad que viene proporcionado por quién contrata a la persona encargada de la valoración (comprador, vendedor, intermediario, etc.). El método más utilizado⁸⁹ consiste en calcular el valor actual de la totalidad de los flujos de caja libres, que se supone proporcionará la empresa, descontados al costo de oportunidad del capital que está ajustado al riesgo sistemático del activo a valorar, mismo que utilizamos en el presente trabajo.

Si el objetivo de todo negocio es crear riqueza, es decir valor económico, lo primero que debe interesar a cualquier persona involucrada en el mismo, tanto desde el interior como desde el exterior, es saber cuánto vale y cómo se mide ese valor y qué se está haciendo para cumplir el objetivo para el que se monto el negocio. Toda valoración debe contrastarse con los resultados, en la medida en que una valoración es una opinión sobre el futuro, la

⁸⁸ Francisco J. López Lubián, Walter de Luna Butz. “Valoración de empresas en al práctica” Serie McGraw-Hill de Management.

⁸⁹ Otros alternativas son: Ratios, Opciones Reales, Múltiplos Comparables, etc.

principal prueba sobre el realismo de la misma se fundamenta en la capacidad que existe de llevar a cabo el escenario elegido.

En valoración no basta conocer la metodología teórica aplicada, sino que es imprescindible conocer el funcionamiento interno de la empresa, las características del sector en que opera y la evolución futura de la economía en general.

5.2 Descripción de la Metodología de Valoración

Tradicionalmente la valoración de empresas ha distinguido dos formas o modelos de valorar: el basado en los elementos que conforman el negocio, y el basado en las rentas previsibles.

El primero de ellos, Métodos analíticos de valoración (MAV), considera los elementos tangibles individualizados de la empresa, asignando a cada uno un valor y posteriormente se le agrega el valor intangible correspondiente al capital intelectual.

$$V_0 = V(AT)_0 + V(AI)_0$$

El segundo, Métodos de rendimiento de valoración (MRV), considera la empresa como un todo enfocado a la obtención de rentas, las cuales deben recoger tanto la utilización de los elementos tangibles como intangibles, *por lo que no requiere agregación de ningún tipo.*

La práctica ha desarrollado determinados métodos de valoración, Métodos prácticos o mixtos de valoración (MPV), se establece normalmente por

actualización de rentas diferenciales (RD). Se trata de *métodos tomados de la experiencia, que combinan los dos precedentes intentando, en alguna medida, llegar a una ponderación de los mismos bajo un principio de prudencia*. La siguiente ecuación refleja estos criterios:

$$V_s = V(AT)_o + \frac{RD}{i}$$

Cualquiera de los tres grupos de métodos tiene como fuente de datos principal, el ámbito interno de la empresa, fundamentalmente datos contables⁹⁰

El método utilizado en este trabajo es el Método de Rendimiento de Valoración, *la empresa es un todo armónico con independencia de los elementos particulares que la componen cuyo valor viene determinado por la suma actualizada de las rentas futuras*. Es conveniente valorar la empresa a partir de los flujos de renta generados por el conjunto de capitales económicos ya que las rentas son el resumen valorado de los capitales físico e intelectual.

En el proceso el tipo de renta utilizada puede ser: el resultado (RTDO), los dividendos (DIV) o los flujos de tesorería (FT), éstos últimos recogen el impacto de la inversión a lo largo del tiempo y es el seleccionado para el presente trabajo.

⁹⁰ Para mayor detalle respecto a los métodos de valoración mencionados ver Apéndice de Valoración

Valoración por actualización de FT.-

Parte de un concepto contable tradicional: *el valor de un negocio (VG) es la suma del valor de las deuda (RA) y los recursos propios ajustados (RP')*.

$$VG = RA + RP'$$

Como lo que se desea valorar es la empresa para sus propietarios:

$$RP' = VG - RA$$

El valor del negocio (VG) y el valor de la deuda (RA) deben ser determinados por actualización de los flujos de tesorería y no directamente del balance⁹¹, por lo tanto:

$$VE_o = VG_o - RA_o$$

(VE) valor de mercado de la empresa para los propietarios

El VG de un negocio se forma a través de dos componentes:

$$VG_o = \sum_{j=1}^n \frac{FTO_t}{(1+k_{qj})^j} + \frac{VG_n}{(1+k_{on})^n}$$

1. Valor actual de los FT procedentes de la actividad que desarrolla la empresa durante un período de previsión (FTO).
2. Valor residual que se espera de la empresa al final del período de previsión (VGn), convenientemente actualizado al momento presente, el momento de la valoración.

El valor de los RA se determina por actualización de las corrientes financieras que a ella se asocian durante el período de previsión: intereses

⁹¹ A diferencia del método NBC (Valor Neto Contable Corregido, al respecto revisar Apéndice de Valoración)

(GF), incrementos de la deuda y deuda esperada al final de período de previsión (RAn)⁹².

$$RA_0 = \sum_{j=1}^n \frac{CF'_j}{(1+ki'_j)} - \sum_{j=1}^n \frac{\Delta RAc_j}{(1+ki'_j)} + \frac{RAc_{n-d}}{(1+ki'_n)^n}$$

FT procedentes de la actividad de la empresa.-

Para calcular los FTO deben considerarse dos posibilidades:

1. Que dispongamos de información directa de la empresa, apoyada en las manifestaciones de la dirección (método directo de cálculo).
2. Que nos basemos directamente en los datos ofrecidos en las memorias de las empresas por no tener el apoyo de la dirección (método relacional de cálculo).

Este trabajo utiliza una mezcla de las posibilidades antes señaladas, al utilizar los datos históricos de la empresa y aplicar el respectivo cálculo, y a la vez incorporando las expectativas y planificación de la dirección como elemento de consistencia para la obtención de los resultados estimados.

Estimación de la Tasa de descuento.-

La tasa de descuento a utilizar por este método es el coste medio ponderado de capital (CMPC o ko). Determinar esta tasa requiere conocer el coste de la deuda (ki) y de los recursos propios (ke)⁹³

⁹² No obstante, gran parte de los especialistas y empresas dedicadas a la valoración adoptan el criterio de considerar que la deuda es conocida al final del período de previsión o es estimada directamente es decir sin recurrir a ésta expresión. Por lo tanto consideramos que es mejor calcular el valor sobre una deuda igual al valor libros

⁹³ Y adicionalmente mantener la estructura de capital constante

$$k_0 = k'_i \cdot \frac{RAC}{RAC + RP} + k_e \cdot \frac{RP}{RAC + RP}$$

O lo que es igual:

$$k_0 = k'_i \cdot \frac{e}{e+1} + k_e \cdot \frac{1}{e+1} = \frac{k_i \cdot e + k_e}{e+1}$$

El k_i debe ser calculado después de impuestos (k'_i)

El valor residual del negocio.-

Se trata del valor que se espera que tendrá la empresa una vez finalizado el período de proyección. Valor terminal o residual que engloba el valor de todos los FCL hasta el infinito existentes a partir del último FCL estimado detalladamente.

Hay varios métodos para calcular el valor terminal pero podemos resumirlos en el mostrado a continuación⁹⁴:

$$VT = \frac{FCL_n (1+g)}{k_0 - g}$$

donde FCL_n indica el último flujo de caja libre estimado detalladamente, k_0 es el coste medio ponderado del capital que se estima existirá en el momento n , y g es la tasa media de crecimiento anual y acumulativa estimada de los FCL a partir del momento n . La clave de esta fórmula estriba en la correcta estimación del FCL_{n+1} que es consistente con la tasa de crecimiento

⁹⁴ Pueden verse otros métodos de cálculo del valor terminal en Mascareñas (2000b) y en Copeland, Koller y Murrin (2000)

prevista, por ello, es importante resaltar que la tasa media de crecimiento anual y acumulativa a utilizar aquí es igual a:

$$g = b \times \text{ROI}$$

Donde b representa a la tasa de reinversión, el ROI o rendimiento sobre el capital invertido⁹⁵, a largo plazo, que es una buena medida de la generación de ingresos de la empresa y de su capacidad para convertirlos en flujos de caja, se calcula dividiendo el beneficio operativo después de impuestos (pero sin detraerle los intereses de las deudas) entre el valor del capital invertido.

Las empresas, en general, obtienen altos ROI sí:

- a) Sus productos son insustituibles y están legalmente protegidos
- b) La marca es importante y la elasticidad-precio de la demanda es rígida (los consumidores son poco sensibles a las variaciones del precio)
- c) Un producto es más valioso para los clientes cuanto más gente lo utilice.

En este análisis es importante darse cuenta de que la tasa crecimiento medio del período de estabilidad, g, no puede superar a la tasa media de crecimiento hasta el infinito de la economía del país en el que se encuentre radicada la empresa a valorar (la tasa de crecimiento de su PIB, por ejemplo)

5.3 Valoración Financiera

Mide los resultados financieros que se espera obtenga la compañía durante el horizonte de planificación, descontados a la tasa de descuento apropiada (según tipo de usuario).

⁹⁵Normalmente denominado ROI (*return on investment*), ROIC (*return on invested capital*) e inclusive ROA (*return on assets*) siempre que los activos se refieran sólo al negocio analizado.

5.3.1 Determinación del Flujo Pertinente

El siguiente cuadro detalla los elementos requeridos para determinar los flujos de caja líquidos que genera la compañía. Al resultado del ejercicio se incorpora los gastos asumidos amortización (constantes) y por depreciación (disminuyen al 5%)⁹⁶. El flujo necesario de capital de trabajo y el monto percibido por endeudamiento se determinan en la proyección del balance (ver Apéndice Proyección Financiera).

CUADRO No.5.1

DETERMINACIÓN DEL FCL					
en miles de dólares					
DESCRIPCIÓN	2003	2004	2005	2006	2007
Utilidad Neta	\$ 1.794,92	\$ 2.266,69	\$ 2.339,44	\$ 2.761,28	\$ 3.276,80
+ Depreciaciones	\$ 350,69	\$ 333,16	\$ 316,50	\$ 300,67	\$ 285,64
+ Amortizaciones	\$ 392,06	\$ 392,06	\$ 392,06	\$ 392,06	\$ 392,06
= Flujo de Caja Bruto	\$ 2.537,67	\$ 2.991,90	\$ 3.048,00	\$ 3.454,01	\$ 3.954,49
- Inversiones en Activos Fijos	-\$ 240,09	-\$ 228,08	-\$ 216,68	-\$ 205,85	-\$ 195,55
- Inversiones en Capital de Trabajo	\$ 5.492,59	\$ 6.005,84	\$ 6.572,21	\$ 7.196,93	\$ 7.885,74
+ Capacidad de Deuda	\$ 4.523,91	\$ 4.976,30	\$ 5.473,93	\$ 6.021,33	\$ 6.623,46
+ Previsión para Incobrables	\$ 1.050,65	\$ 1.167,28	\$ 1.273,27	\$ 1.350,30	\$ 1.431,99
= Flujo de Caja Libre MASTERCARD	\$ 2.859,74	\$ 3.357,73	\$ 3.439,67	\$ 3.834,55	\$ 4.319,76

Elaboración: Autores

Los FCL son una herramienta de análisis de gran importancia al establecer análisis de crédito y de inversión (accionistas) y forman de hecho parte de la presentación objetivo para un grupo de usuarios (además de ser parte del cálculo de Valor Residual), no obstante el MRV requiere de FTO (que de ahora en adelante denominaremos Flujos de Actividades de Operación o FAO), estos se determinan mediante la sumatoria de los siguientes rubros:

⁹⁶ Debido a los parámetros de proyección establecidos sobre el Balance General (ver Apéndice Proyección)

CUADRO No.5.2*

DETERMINACIÓN DEL FLUJO DE ACTIVIDADES DE OPERACIÓN					
DESCRIPCIÓN	2003	2004	2005	2006	2007
Utilidad Neta	\$ 1.794,92	\$ 2.266,69	\$ 2.339,44	\$ 2.761,28	\$ 3.276,80
- Variación en Cuentas por Pagar	\$ 1.144,19	\$ 1.258,61	\$ 1.384,47	\$ 1.522,91	\$ 1.675,20
+ Variación Fondos Obtenidos Tarjetahabientes	\$ 4.157,70	\$ 6.029,73	\$ 6.093,54	\$ 4.694,33	\$ 4.715,56
= Flujo de Actividades de Operación	\$ 4.808,43	\$ 7.037,81	\$ 7.048,52	\$ 5.932,70	\$ 6.317,15

Elaboración: Autores

En resumen los resultados para la compañía, analizada en conjunto son:

TABLA No.5.1

VALOR ACTUAL*	
Flujo de Caja Libre	\$ 9.932,14
Flujo de Actividades de Operación	\$ 24.675,96
*Medido al 31/12/2003	
Valor Actual FAO (2002)	\$ 21.901,48

Elaboración: Autores

5.3.2 Determinación de la tasa de descuento pertinente

Es necesario entonces establecer la k_e y k_o requeridas para la valoración financiera, al respecto utilizamos una tasa libre de riesgo tomada de los Bonos del Tesoro, el rendimiento promedio del mercado bursátil norteamericano y el Beta de MASTERCARD International⁹⁷. Posteriormente convertimos el k_e de USA en k_e de Ecuador sumando el indicador EMBI.

Así, lo mencionado anteriormente nos permitió obtener el CAPM de la compañía, aplicando la siguiente fórmula:

$$K_p = r_f + [E(R_m) - r_f] \times \beta_p$$

Parámetros utilizados:

⁹⁷ Todos los datos se ajustan a los requisitos del período base de evaluación (2002)

**CUADRO No.5.3
PARÁMETROS TASA DE RENDIMIENTO PATRIMONIAL**

DESCRIPCIÓN	VALOR
Beta MC International	1,38
Rf (Tresury Bonds 5 years)	3,62%
E(Rm) Index S&P500	16,92%
EMBI Ecuador	14,38%

Elaboración: Autores

Tasa $k_e = k_p$ resultante: **36,37%**

Para obtener la tasa de la compañía total, utilizamos el costo promedio ponderado del capital (WACC).

$$k_0 = k_i \cdot \frac{e}{e+1} + k_e \cdot \frac{1}{e+1} = \frac{k_i \cdot e + k_e}{e+1}$$

Para lo cual nos valimos de los siguientes parámetros⁹⁸:

**CUADRO No.5.4
PARÁMETROS TASA DE RENDIMIENTO EMPRESA**

Descripción	Estructura de Capital	%
Capital + P'	13,87%	36,37%
Deuda	86,13%	11,80%

P' = Pasivos que constituyen los fondos no considerables como deuda

Elaboración: Autores

Donde para costo de la deuda k_i se utiliza un ponderado de las diversas fuentes de recursos no propios, incluida la tasa de deuda a largo plazo de la Banca Privada. Por otro lado el capital y la deuda se redistribuyen según la aplicación de los fondos, ajustándose a las características del sector. La tasa de descuento resultante es **12,67%**

⁹⁸ Tasa Impositiva se asume constante 25%

5.3.3 Resultados de la Valoración

Recordemos que lo que se desea obtener es:

$$RP' = VG - RA$$

Como mencionamos anteriormente el valor de la deuda (RA) será el equivalente al valor libros, para el caso US\$ 43.665,59 (Pasivos al 2002). Por otro lado para el valor del negocio debemos inicialmente obtener el Valor Residual, para el hecho usamos $b = 0,27$ (antes mencionado en la proyección financiera⁹⁹). El ROI se obtiene dividiendo el beneficio operativo después de impuestos (pero sin descontarle los intereses de la deuda) entre el valor del capital invertido¹⁰⁰, el resultado obtenido es 0,0757. Lo cual conduce a $g = 2,05\%$, por lo tanto si aplicamos la siguiente formulación:

$$VT = \frac{FCL_n (1 + g)}{k_o - g}$$

El Valor Residual o Terminal es *US\$ 41.495,84* (en miles)

Por lo tanto el Valor Financiero Total de la empresa en miles de dólares es:

CUADRO No.5.5¹⁰¹

DESCRIPCIÓN	MONTO
VALOR NEGOCIO	\$ 66.171,80
DEUDA EN To	\$ 43.665,59
VALOR EMPRESA*	\$ 22.506,21

*Medido al 31/12/2003
Elaboración: Autores

⁹⁹ Ver Apéndice Proyección Financiera

¹⁰⁰ Para detalle sobre el cálculo, ver Apéndice Proyección

¹⁰¹ Valor de la compañía (31/12/2002) US \$ 19.975,69

5.4 Valor Total de la Compañía

Valorar es emitir una opinión, un juicio de valor que siempre es subjetivo, en consecuencia no existe un valor absoluto y único para una realidad económica, aunque sea un valor razonable.

Para valorar correctamente una realidad económica hay que conocer esa realidad, una valoración correctamente realizada permite identificar los elementos subjetivos empleados para emitir esa opinión y en el caso de desacuerdo establecer un diálogo razonable sobre temas concretos. *Toda valoración debe contrastarse con los resultados.*

Los siguientes elementos fueron considerados en el proceso de valoración:

FIGURA No.5.1
COMPONENTES DEL PROCESO DE VALORACIÓN

Aspectos de tipo técnico	Aspectos de Negocio	Aspectos de Negociación
Método de Rendimiento de Valoración	Análisis del Sector	Procesos de formación de precio y tarifas
Limitaciones del método	Análisis del Entorno	Balance de poder FODA
	Análisis de Riesgos Operativos Legales Sectoriales Financieros	Determinación de la estrategia de crecimiento
Conceptual: VAN Variables empleadas: Beta Patrimonial, ki, prima por riesgo	Equipo Directivo	

Elaboración: Autores

La guía presentada a través de todo el trabajo tiene como propósito aportar con los fundamentos necesarios sobre los diversos aspectos no financieros o técnicos inmiscuidos necesariamente en la valoración de la compañía, convirtiéndose de esta manera en un instrumento de referencia práctica para todos los profesionales que desarrollan ésta actividad.

Distinguimos entre los diferentes tipos de usuarios, los accionistas como grupo mayormente involucrado en riesgo requiere descontar los flujos percibidos en el transcurso del HP, según política de dividendos establecida. Por otro lado las compañías o capitales en expansión que buscan examinar el potencial de la compañía en conjunto, en caso de adquisición fusión o evaluación del mercado ante la decisión de ingresar como un competidor.

La situación del administrador financiero que se inclina hacia un análisis comparativo de los parámetros utilizados por su grupo versus los presentados por este trabajo, mientras la alta directiva puede discutir la diferencia entre los valores presentados por su administración encargada y los resultados aquí expuestos.

Finalmente el grupo de deudores, que en el caso de las instituciones financieras se diferencia por su actividad de intermediación, tiene como producto el análisis de liquidez, eficiencia y demás comparativos con el sector para determinar la conveniencia de la opción.

Nuestro propósito inicial fue establecer un punto de equilibrio entre la Valoración en Libros y el Valor subjetivo que refleja el mercado. Por lo tanto nuestro proceder fue el establecimiento de parámetros y estimaciones bajo un enfoque técnico, no obstante y como es debido, incluimos el complemento estratégico que permite acoplar las especificaciones técnicas a la realidad del mercado y sobretodo de la compañía. En consecuencia obtuvimos el valor monetario previamente presentado, al cual denominamos Valor Financiero.

No obstante, como mencionamos en el objetivo principal, la valoración va más allá de una aplicación técnica (a pesar de que el resultado tome en cuenta la probabilidad de las estimaciones frente al escenario existente) y está sumamente afectada por aspectos de carácter subjetivo. Es decir los cálculos presentados no incluyen a cabalidad elementos como los activos intangibles y crecimiento abrupto del mercado, que de una u otra forma intervienen sobre la tendencia registrada llevando las estimaciones a un nivel superior de partida (de hecho éstos factores pueden llevar a cero el Valor de la compañía en un período relativamente corto). Adicionalmente nuestras estimaciones se determinaron bajo expectativas moderadas con el propósito de linealizar el comportamiento de los resultados.

En conclusión, nuestro punto de vista es que el Valor Financiero se encuentra subestimado frente al potencial de la compañía. Las inyecciones de capital (ante las perspectivas favorables del sector) y la incorporación de

estrategias administrativas (frente a la estructura organizativa ineficiente) durante el horizonte de planificación provocarán seguramente un crecimiento exponencial de los flujos netos producidos. La condición macroeconómica y el desfase cada vez más evidente frente a la globalización llevará a ingresos brutos cada vez mayores que superarán el costo que presente la competencia futura, en éste aspecto MASTERCARD podrá sacar provecho al posicionamiento actual y la forma en la que distribuye su servicio al consumidor final (convenios) avizora un arrastre a favor frente a la recuperación de otros sectores (banca privada)

Damos por hecho que a medida que transcurran los períodos proyectados las estimaciones presentarán un sesgo fruto de la implementación de medidas adecuadas, esto definitivamente lo intuirá el mercado y lo reflejará en una prima a favor sobre el precio de la compañía, complementándose de esta manera el Valor Total de la misma. Al respecto podemos citar la información sobre tarjetahabientes que posee la compañía debido a la actividad que realiza (base de datos), que se considera sumamente atractiva para diversas instituciones del mercado local.

Para nosotros el Valor justo o razonable que debió servir de referencia para efectuar la negociación es *US\$ 19.975.691,83*, al no estar presente un mercado abierto para el capital participativo de las acciones utilizamos como comparativo el valor acordado por los accionistas de la compañía (el cual no necesariamente es representativo del precio al cual puede ser transado en la

venta de acciones) *US\$ 17.954.545,45*¹⁰². Es importante enfatizar que la comparación adecuada debe realizarse entre el Valor Justo obtenido del proceso técnico y el Valor de mercado que se obtiene de la cotización de las acciones en un mercado abierto y sin restricciones entre partes bien informadas. Al respecto mantenemos la conclusión previa, nos vemos forzados a subestimar el verdadero valor de la compañía y los accionistas deberían reflejar esta situación en caso de presentarse efectivamente la transacción de las acciones en el mercado.

El comparativo nos permite extraer dos conclusiones:

- El 44% de los accionistas de la compañía (con 33% de grupo mayoritario, 2 firmas) recibieron montos subvalorados por acción. Mismos que debido a nuestras limitaciones no presentamos, no obstante podemos aseverar que la subvaloración es mucho mayor a la presentada en el Cuadro 5.6.
- A *US\$ 2.021.146,37* asciende la subvaloración de la negociación y que a su vez se convierte en sobrevaloración del proceso (si tomamos como válida la sustitución del valor de mercado por el valor negociado)

CUADRO No.5.6

COMPARATIVO	
OBJETIVO SECUNDARIO	
V_justo	\$ 19.975.691,83
V_negociado*	\$ 17.954.545,45
DIFERENCIA**	-\$ 2.021.146,37

*Cancelado a finales de dic 2002

**Subvaloración de crecimiento

Elaboración: Autores

¹⁰² Valor aproximado, fuente diario "El Universo"

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Conclusiones:

1. Consideramos que el Valor Financiero se encuentra subestimado frente al potencial de la compañía que seguramente (bajo parámetros de reinversión y capitalización activa y oportuna) presentará crecimiento exponencial. Además la forma en que MASTERCARD distribuye su servicio al consumidor final avizora un arrastre a favor frente a la recuperación de otros sectores.
2. La crisis bancaria de 1999, de la cual se han realizado cuantiosos estudios¹⁰³ fue el shock necesario para que el país de la importancia debida a éste pilar de la economía, sin embargo éste cambio se ha dado únicamente a nivel regulatorio sin presentarse hasta la fecha reformas estructurales que dinamicen el sector¹⁰⁴. Es este hecho (crisis 99) uno de los factores principales sobre las expectativas del comportamiento futuro del sector bajo estudio.
3. El sector financiero en general tiende a la baja en las tasas de interés manejadas, con presión a disminuir el spread en los próximos años¹⁰⁵, es importante destacar la participación de las instituciones públicas como regulador directo del spread permitido en el mercado.
4. Los ingresos de mayor peso en el sector objetivo son los Ingresos por cartera de crédito y las Comisiones Ganadas (que concentran

¹⁰³ Importantes aportes de profesionales de la ESPOL son: "Crisis Financieras y el papel de la Banca Central: un enfoque teórico" (González Manuel, María Granda y José Lima); "Análisis Estadístico y Financiero de la Banca ecuatoriana en la última década" (Iliana Vaca); "La Gestión y supervisión de la Banca Privada ecuatoriana" (Juan Domínguez, Johanna Freire, Ornella Noboa)

¹⁰⁴ Pero éste es material para un trabajo distinto al presente y que sin lugar a duda representa un considerable reto y una gran oportunidad a la vez para los aspirantes al título

¹⁰⁵ De hecho en el presente ésta reducción es notoria e incrementa en proporción

alrededor del 70% de los Ingresos Totales), seguidos por los Ingresos por Servicios (afiliaciones y renovaciones) con lo cual en conjunto abarcan alrededor del 90% del total de ingresos. De lado de los Egresos, los Intereses Causados bordean el 30% del total de gastos, mientras los Gastos Operativos fácilmente supera el 50% de los Egresos Totales con dominio de Gastos de Personal.

5. Las cifras presentadas por la compañía y por el mercado objetivo en general permiten establecer expectativas altamente favorables sobre la proyección de beneficios esperados. Los datos analizados, además de demostrar que la compañía se beneficia proporcionalmente del incremento en los niveles de facturación y de la cartera total de clientes, revelan que MASTERCARD ha mejorado considerablemente su participación en el mercado.
6. La compañía enfrenta serios problemas para controlar los montos exigidos por Gastos de Personal. Esta es una oportunidad¹⁰⁶ para los inversionistas interesados en adquirir la compañía. Sin embargo actualmente PACIFICARD¹⁰⁷ bordea iguales porcentajes de participación sobre los Gastos Totales del rubro en cuestión (19%). Tomando en cuenta las actividades de la compañía¹⁰⁸, ésta posee un considerable balance entre las mismas (medidas en participación de costos) con porcentajes que rodean el 30% para todas las actividades a excepción de Adquirente con 15%.
7. En el mercado objetivo, en nivel de endeudamiento, MASTERCARD se encuentra muy por debajo del líder VISA, esto nos llevó a establecer una estrategia de seguidor como la apropiada para la

¹⁰⁶ De mediano plazo, debido al comportamiento "costo semifijo" de las remuneraciones por términos legales

¹⁰⁷ Compañía que posee a MASTERCARD como una importante fuente de ingresos en sus operaciones, legalmente desde 28 de abril de 2003.

¹⁰⁸ Adquirente, Operador, Emisor y Procesador, según clasificación presentada en el Capítulo 2

operación durante el horizonte de planificación. En cuanto a tarjetahabientes, VISA domina el mercado internacional, mismo que posee alta expectativa de crecimiento, y en el cual MASTERCARD tiene una importante participación.

8. El comportamiento del número de tarjetas emitidas expone alta dispersión para VISA, sin dejar de lado la característica estacionalidad del sector (mayor movimiento en el último trimestre del año), frente al comportamiento estable de MASTERCARD.
9. La inclusión de parámetros sobre el proceso de proyección provenientes de los dirigentes de la compañía, dieron al trabajo el complemento subjetivo requerido sobre las expectativas de beneficios. Consideramos que todo trabajo realizado debe satisfacer inicialmente la prueba Costo/Beneficio antes de ser aplicado, además toda proyección debe contemplar el grado de ajuste real, de la compañía o activo en cuestión, a las expectativas razonablemente y técnicamente fundamentadas.
10. El esquema de proyección aplicado cubre de forma exigente más del 90% de los rubros de Ingresos Totales al momento de establecer expectativas sobre su comportamiento, dejando el porcentaje restante encadenado al comportamiento agregado de la economía. Del lado de los egresos, debido a la ineficiencia presentada por la compañía en cuanto al comportamiento de los Gastos de Personal (rubro mayoritario en Gastos Totales) y la fuerte restricción respecto al cambio mediano sobre el mismo, optamos relacionar un 60% de los egresos al comportamiento de los Ingresos durante el horizonte de planificación (5 años). Los resultados (FCL proyectados y Valoración Financiera satisfacen las expectativas de los involucrados en el sector que fueron consultados.

Recomendaciones:

Compañía:

1. Extensión Línea de crédito para los diferentes productos (Tarjetas).
2. Reingeniería Orgánico Funcional.
3. Someter a estudio el rubro actual de comisión a establecimientos.
4. Análisis del producto (diseño: privilegios, precio).
5. Ajuste de ingresos por Cargos Operativos a la situación del mercado.

Compradores:

1. Alta expectativa de crecimiento en el mercado.
2. Requerimiento inmediato de capital fresco
3. Cartera pendiente Banco del Pacífico (accionista mayoritario)

Interesados en extender el estudio:

1. Existe fuerte limitación en la recolección de la información requerida para la proyección, un análisis de perspectivas más estricto agregaría proyecciones sobre el nivel de facturación (que influye directamente sobre las comisiones ganadas) bajo la dependencia del nivel de la línea de crédito por cuenta más variables que midan el efecto de la tasa de financiamiento (modelo econométrico), lamentablemente la información por cuenta (para el sector) no pudo ser recolectada por severos inconvenientes.
2. El trabajo realizado no incluye Análisis de Fuerzas Competitivas (AFC), se incluyó directamente la visión o metas de la directiva. El AFC debe ser una extensión al presente trabajo, en busca de alternativas par incrementar el Valor Económico de la Compañía.

APÉNDICES Y ANEXOS

ANEXO INFORME FINANCIERO

El siguiente es el "Informe Anual del Gerente Financiero por el Año 2002" entregado a los accionistas, el cuál incluye el análisis de los resultados presentados hasta junio del 2002 mediante comparación de las metas (presupuesto) y los valores reales en periodicidad mensual. Debido a la naturaleza de la tesis optamos por el enfoque financiero, enfoque que presenta el texto a continuación.

INFORME ANUAL DEL GERENTE FINANCIERO POR EL AÑO 2002

Mastercard del Ecuador S.A.

GUAYAQUIL, ENERO 03 DE 2003

Comenzamos el año 2002 con buenos augurios especialmente por el crecimiento esperado de nuestra facturación y de nuestra cartera, así como por la posibilidad de obtener nuevos fondos a través del proceso de titularización de flujos del exterior que estaba por concluir. Sin embargo, algunos hechos marcaron los resultados de los primeros meses, los cuales detallo a continuación:

1. La renuncia del gerente general de la compañía, creó incertidumbre sobre las alternativas que tomarían nuestros accionistas y marcó un compás de espera en las principales actividades de la empresa.
2. La anunciada decisión de nuestro accionista principal , Banco del Pacífico, de vender su participación accionarial.

La primera decisión tuvo su impacto en los meses de Febrero, Marzo y en la mitad de Abril, donde los resultados esperados fueron inferiores a lo presupuestado. La segunda decisión nos impactó en la venta de la titularización, la cual, por 8 millones de dólares ha sido colocada en un 77.5% pero luego de cuatro meses de gestión, afectando la disminución de costos financieros proyectados.

Sin embargo, de lo mencionado, los resultados del primer semestre son buenos y esperamos en el segundo semestre, cumplir con las cifras presentadas en nuestro presupuesto aprobado por el directorio de la compañía en el mes de Noviembre del año anterior.

A continuación revisaremos las principales cuentas de nuestros estados financieros y sus resultados:

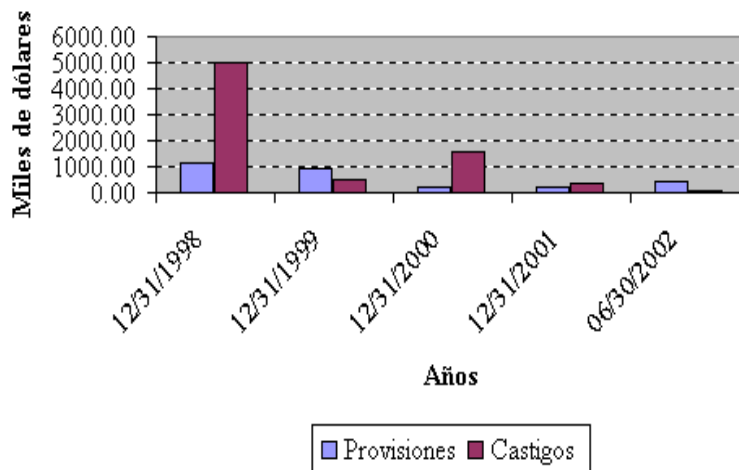
Cartera

La cartera mantiene su crecimiento en promedio de 1,400 mil dólares por mes, con lo cual a Junio hemos superado el presupuesto y en este rubro podremos terminar el año con por lo menos 50 millones de dólares, un incremento del 11% con relación a lo planificado. Por otra parte, hemos logrado mantener buenos niveles de cobranza, que al sumarse con el crecimiento de la cartera total, llevaron los indicadores de gestión a niveles aceptables comparándolos con otras instituciones del sistema financiero.

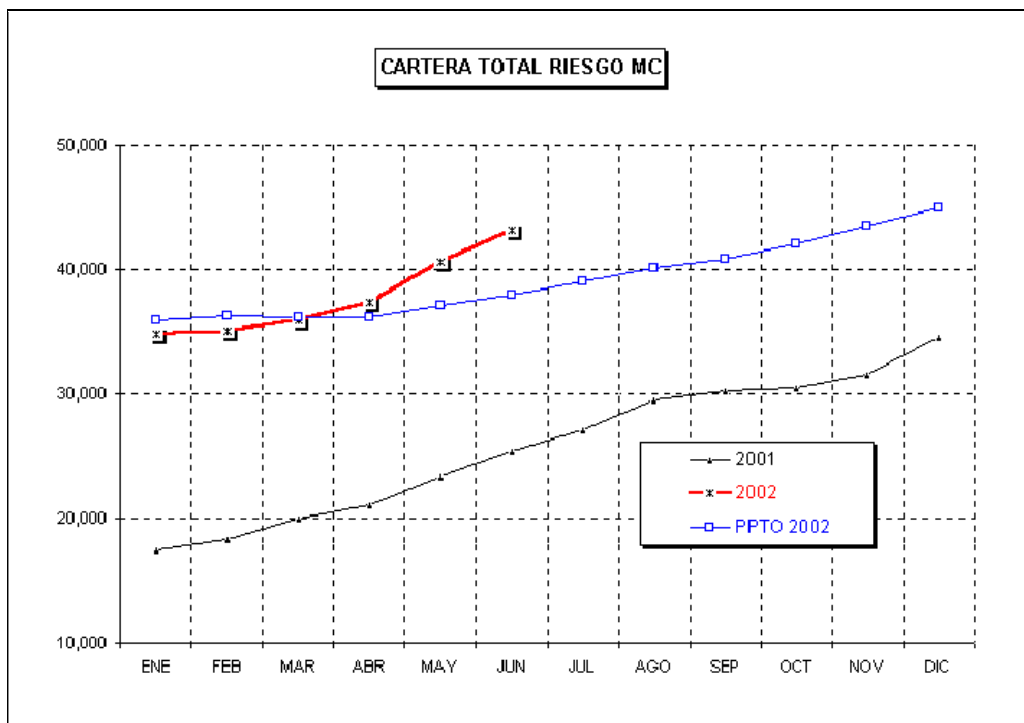
Realizamos en el mes de abril, incrementos automáticos de cupos a nuestros clientes con calificación A, en función de su historial de compras y pagos, de manera de motivar un mayor uso y una mejor facturación. En relación a las provisiones de cartera, aumentamos los niveles mínimos de provisión exigidos por el organismo de control, de manera de generar un excedente que nos permita cubrir potenciales incrementos de cartera vencida en los próximos meses.

Provisiones	Año1998	Año1999	Año2000	Año2001	Año 2002
Dólares (en miles)	1135	928	227	221	385
Castigos					
Dólares (en miles)	477	989	5003	388	50

PROVISIONES Y CASTIGOS



Al 30 de Junio la Cartera es de 43,173 miles de dólares, un 13.6% superior a lo presupuestado. En este logro es importante mencionar el significativo crecimiento de nuestra facturación durante el mes de mayo y junio al realizarse el mundial de fútbol en Corea y Japón y Mastercard ser una de las marcas auspiciadoras de dicho evento.



Para el segundo semestre del 2002, continuaremos con nuestra gestión de cobranza enfocándonos en los niveles de vencido de treinta días que son los que podrían ocasionarnos dificultades en los meses subsiguientes. Mantenemos de igual manera el control de nuestros clientes con la revisión mensual y actualización que realizamos a su situación en la central de riesgos y en nuestra calificación interna de socios.

Comercial

La facturación acumulada a Junio presenta un crecimiento sobre el año anterior de un 49%, porcentaje muy superior a la inflación esperada anual del 12%, lo cual demuestra que el sector de tarjetas de crédito continúa expandiéndose. La preferencia que se percibe en los clientes es consumir utilizando los créditos diferidos a plazos mayores (6 meses o un año), lo cual contrasta con lo que ocurría en periodos anteriores. Si consideramos que nos desenvolvemos en un negocio estacional en el cual el 60% de las ventas totales se las realiza en el segundo semestre, podremos observar que alcanzar la facturación presupuestada para el año 2002 no será imposible ya que a Junio ya hemos logrado un 52% de la meta.

En el segundo semestre seremos muy activos en aprovechar las vacaciones que toman en el mes de agosto, nuestros clientes de la sierra. Para lo cual, les estaremos ofreciendo diferentes alternativas de financiamiento tanto en diferidos con intereses como en el producto diferido sin intereses, para la adquisición de sus boletos de viaje y el uso de su tarjeta en el exterior. Posteriormente, en el último trimestre presentaremos nuestras campañas promocionales en jugueterías, almacenes de ropa y accesorios en general. Para este segundo semestre intentaremos conseguir una mayor lealtad de nuestros clientes ofreciéndoles la acumulación de puntos por sus consumos. Profundizaremos en el sistema de CRM Customer Relationship Management que queremos implementar para lograr que los clientes actualmente inactivos o con bajos niveles de facturación mejoren su desempeño.

Ante la amenaza que significa el ingreso de Banco del Austro como nuevo adquirente de la marca Mastercard, mantendremos nuestra estrecha relación y nivel de servicio con los establecimientos para evitar entrar en una pelea de comisiones que nos pueda afectar nuestro nivel de ingresos.

En pocas semanas más nos llamaremos Credicard S.A. lo que nos puede permitir, emitir nuevas marcas de tarjetas de crédito, está sería una decisión estratégica que debería ser definida por nuestros accionistas y que de concretarse, podría significar ingresos adicionales para los últimos meses del semestre.

FACTURACION

	<i>ENE</i>	<i>FEB</i>	<i>MAR</i>	<i>ABR</i>	<i>MAY</i>	<i>JUN</i>	<i>JUL</i>	<i>AGO</i>	<i>SEP</i>	<i>OCT</i>	<i>NOV</i>	<i>DIC</i>	<i>ACUM.</i>
2001	7,338	6,175	8,567	8,025	9,478	9,007	10,290	10,869	9,421	10,503	10,560	12,979	113,212
2002	11,344	9,656	11,045	12,711	14,810	12,865							72,430
PPTO 2002	9,800	8,976	11,007	10,665	11,480	11,155	11,837	12,519	11,464	12,434	12,882	15,200	139,418

Datos en miles de dólares. No incluye extranjeros en el país.

Las cuentas vigentes continúan creciendo, dado que mantenemos nuestra fuerza de ventas en actividad, enfocándola a mejorar la calidad de los prospectos y buscando que la ponderación entre socios clásicos versus los inter y gold cambie, de manera que los socios más

facturadores se incrementen. Al mes de junio la composición es 80% clásicos y 20% inter y gold, nuestra meta es terminar el año con 75% y 25%.

CUENTAS

	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC
2001	47,489	48,114	49,342	51,131	53,629	56,471	59,017	61,658	63,890	65,195	66,136	67,267
2002	67,943	68,448	69,100	70,096	71,289	72,614						
PPTO 2002	66,690	67,391	68,105	68,834	69,576	70,332	71,103	71,889	72,690	73,506	74,338	75,186

El presupuesto para el año 2002 será alcanzado máximo en el mes de septiembre por lo que terminaremos el año con aproximadamente 79,000 cuentas que con respecto al inicio del año significará un incremento del 18%.

Estamos evaluando incrementar el costo de la tarjeta clásica en 5 dólares adicionales, lo que significarían mayores ingresos para el segundo semestre. La decisión dependerá de las condiciones de mercado y de los niveles establecidos por nuestra competencia.

Tecnología

Continuamos con nuestra preocupación por automatizar la mayoría de nuestros procesos y de esa manera hacerlos más eficientes. Estamos implementando un call center a nivel nacional lo que nos permitirá liberar la estructura existente en Quito y brindar un servicio más homogéneo y eficaz. Realizamos la actualización del plan contable de cuentas exigida por la Superintendencia de Bancos sin ningún contratiempo.

Nos encontramos desarrollando un sistema de captaciones para brindar un mejor servicio a los clientes ya que con el que contamos tiene muchas falencias que obligan a realizar cotidianamente muchos requerimientos adicionales por parte de los usuarios.

El desarrollo de nuestra intranet nos ha permitido realizar ciertas tareas de manera más ágil y transparente como por ejemplo, el acceso a los pedidos hacia proveeduría y la actualización de la información de los empleados en la base de datos de la empresa.

Hemos establecido que nuestra página Web sea en ciertos servicios dinámica y no estática dado que los clientes exigen acceder a páginas que presenten información actualizada y no se muestren datos ingresados muchos meses atrás.

Financiero - Administrativo

Una de las mayores dificultades que atravesamos en el primer semestre, fue que el crecimiento de nuestras captaciones no estuvo acorde con el crecimiento ya mostrado de la cartera, lo cual nos produjo mayores costos financieros que los presupuestados dado que la tasa pasiva ponderada no disminuyó como lo habíamos planificado y nos vimos en la necesidad de acudir a nuestro accionista principal como alternativa de fondeo. Sin embargo, las captaciones crecieron y esperamos lo hagan con mayor empuje en el segundo semestre, para ello hemos fortalecido las estructuras de captaciones tanto en Guayaquil como en Quito.

Además, consideramos que los buenos resultados obtenidos por nuestro principal accionista coadyuvará para que exista una mayor apertura a depositar los fondos en nuestra institución. También tenemos dos procesos de colocación de títulos en el mercado de valores, el uno ya aprobado por la superintendencia de Bancos y el otro en trámite. El aprobado es una emisión de obligaciones con garantía general por 8 millones de dólares a un año plazo y el otro es una titularización de cartera por 15 millones de dólares a dos años plazo y con pagos de capital y de interés trimestrales.

CAPTACIONES DEL PUBLICO

	<i>ENE</i>	<i>FEB</i>	<i>MAR</i>	<i>ABR</i>	<i>MAY</i>	<i>JUN</i>	<i>JUL</i>	<i>AGO</i>	<i>SEP</i>	<i>OCT</i>	<i>NOV</i>	<i>DIC</i>
2001	12,221	12,281	11,906	11,798	11,689	16,000	15,487	14,077	13,504	14,036	15,384	15,217
2002*	18,911	17,987	18,818	18,499	19,464	23,577						
PPTO 2002	16,184	16,725	17,222	17,762	18,855	19,907	21,018	22,194	23,016	24,306	25,669	27,108

* Incluye Titularización

Es necesario para el segundo semestre, disminuir el costo financiero de nuestros pasivos por lo que es urgente buscar otras fuentes de financiamiento de menor costo como las mencionadas anteriormente. También, contaremos con una nueva oficina en planta baja que permitirá brindar un mejor servicio a nuestros clientes inversionistas.

Además de bajar el costo financiero, continuaremos con nuestras campañas para disminuir los costos administrativos, a través del uso apropiado del teléfono y de la energía eléctrica.

Gastos de Personal y de Operación

Este primer semestre estos dos rubros han sido otra de nuestras debilidades si los comparamos contra lo presupuestado, veamos las cifras:

	REAL	PRESUPUESTADO	DIFERENCIA
43GASTOS DE PERSONAL	1,808,108	1,513,059	295,049
4301Remuneraciones	1,047,147	1,330,969	(283,822)
4308Otros gastos del personal	760,961	182,090	578,871
	0	0	0
GASTOS DE			
44OPERACION	2,997,808	2,535,424	462,384
4401Servicios a terceros	1,422,049	1,142,359	279,690
Impuestos y			
4402contribuciones	162,448	96,512	65,935
4403Otros egresos	1,412,959	1,289,052	123,907
4404Perdidas	352	7,500	(7,148)

Algunas razones:

Para el caso de gastos de personal, se cometió un error en la elaboración del presupuesto del año 2002 pues no se consideró gasto en capacitación, lo cual nos produjo una diferencia de \$45,598, sin embargo observamos que la línea de remuneraciones tiene un valor real menor al presupuestado en 283 mil dólares, la razón de esto es por no haber incrementado el sueldo en el mes de marzo como estaba previsto. Además, que separamos de la empresa a cuatro funcionarios de nivel alto en la sucursal de Quito y no hemos reemplazado sus cargos ni pensamos hacerlo. En este tema, está pendiente la definición del responsable de dicha sucursal.

Adicionalmente se incrementó el gasto de comisiones por volumen de ventas y por la campaña de captaciones.

Para el caso de gastos de operación, los principales incrementos se produjeron en los siguientes gastos:

1. Datafast, el cual creció de un presupuesto de 35 mil dólares mensuales al de uno de 70 mil dólares.
2. Publicidad, incremento de \$100,000 por campaña de captaciones la misma que no estaba contemplada en el presupuesto
3. Reliquidación del impuesto a la renta del año 2001 por \$53,000
4. Seguro de desgravamen a tarjetahabientes por \$40,000
5. Comunicaciones \$70,000.
6. Honorarios a Profesionales por el manejo del Fideicomiso por \$15,000 y asesoría legal por los temas tributarios de la compañía a Profile
7. Listas negras \$68,000 no presupuestados

Utilidades

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
			61	77	230	202						
Acumulado	106	111	173	250	480	682						
Presupuesto	164	133	138	134	168	169	202	244	199	246	275	248

Ppto.

Miles de Dólares Acum. \$ 2,320

Las utilidades acumuladas a Junio fueron de 682 mil dólares, una diferencia de 224 mil dólares contra presupuesto. Esta diferencia podrá ser cubierta en un máximo de tres meses, sin contar que estamos prontos a solucionar un valor por cobrar de Banco de Préstamos en saneamiento por 120 mil dólares. Las utilidades brutas a finales del año serán de por lo menos 2,320 mil dólares lo que representará una rentabilidad sobre patrimonio del 33% y que luego de descontar la participación de empleados y la tasa impositiva obtendremos una rentabilidad neta de 22%.

ANEXO AGENCIA DE GARANTÍA DE DEPÓSITOS

ACRECIANCIAS PENDIENTES DE PAGO (DÓLARES)
AL 31 DE ENERO DEL 2003

FECHA	TOTAL PRIMARIOS	TOTAL SECUNDARIOS	TOTAL POR PAGAR	COMERCIO EXTERIOR (*)	NO GARANTIZADO POR CENTRAL DE RIESGO	ACRECIANCIAS REGISTRADAS EN OTRAS INSTITUCIONES (**)							TOTAL GARANTIA	
						AGD	BANCOS ABIERTOS	BANCOS CERRADOS	BNF	CFN	FILANBANCO	PACIFICO		TOTAL
DIC 01	192.458.892	40.073.709	232.532.601	nd	29.031.194	9.469.810	9.643.543	42.846.442	60	329.286.794	28.755.542	12.959.790	432.961.982	694.525.767
EN 02	175.177.358	38.662.595	213.839.953	nd	26.358.368	20.254.523	9.786.785	45.666.687	60	339.833.560	22.828.876	26.392.133	464.762.624	704.960.946
FEB	168.451.037	49.959.992	218.411.028	nd	26.203.960	10.048.752	6.626.381	44.270.273	0	339.810.508	22.767.124	15.983.790	439.508.826	684.121.815
MAR	160.681.290	41.435.001	202.116.291	nd	70.605.610	10.152.079	9.041.598	45.112.990	0	343.757.099	22.710.861	7.659.250	438.433.876	711.155.777
AB	167.279.819	42.568.398	209.848.217	nd	59.384.718	10.057.643	9.431.525	46.320.882	0	345.599.293	22.383.148	2.595.853	436.388.344	705.621.279
MAY	142.764.586	59.836.408	202.600.993	25.436.031	54.838.677	10.257.061	22.379.075	46.052.386	0	347.126.636	7.037.545	1.317.710	434.170.413	717.046.116
JUN	135.507.202	52.220.831	187.728.033	27.939.986	54.121.029	10.296.885	23.016.999	46.798.677	0	350.620.055	6.962.735	1.612.637	439.307.788	709.096.836
JUL	134.182.177	50.231.456	184.413.632	27.939.986	57.112.115	10.396.932	22.694.584	46.652.738	0	352.814.264	6.712.735	956.492	440.227.745	709.693.479
AG	142.931.666	49.509.924	192.441.589	56.559.995	54.986.885	11.520.557	17.511.124	52.659.954	0	368.047.727	6.658.737	592.747	456.990.845	760.979.315
SEP	117.329.436	40.746.081	158.075.517	66.179.721	60.519.704	11.582.439	22.218.647	53.121.629	0	368.651.877	6.658.737	628.856	462.862.185	747.637.126
OCT	102.917.271	40.751.685	143.668.956	108.719.897	48.150.572	11.579.325	26.548.637	54.151.932	0	368.649.552	6.658.737	692.666	468.280.849	768.820.273
NOV	121.579.284	25.847.392	147.426.676	107.644.719	55.342.732	11.518.650	10.349.714	48.514.785	17.094.275	374.920.406	6.551.286	541.794	469.490.910	779.905.037
DIC	116.443.472	31.217.798	147.661.271	107.644.721	51.815.882	11.553.650	10.487.267	46.353.334	16.600.069	375.086.790	6.551.887	1.322.261	467.955.258	775.077.131
EN 03	114.013.079	27.151.223	141.164.302	105.307.541	50.900.264	14.161.371	10.557.079	48.792.015	16.599.069	375.086.790	6.512.621	774.583	472.483.527	769.855.635

(*) Corresponde a un saldo por pagar a los acreedores del convenio Barclays, el mismo que fue subrogado al Ministerio de Economía y Finanzas mediante Convenio TMA (Trade Maintenance Agreement). Desde el mes de agosto el rubro se incrementa por la emisión de certificados subrogados al MEF por el Convenio TRA (Trade Restructuring Agreement).

(**) Corresponde a las siguientes instituciones: AGD, bancos abiertos, bancos cerrados, CFN, Filanbanco y Pacífico.

FUENTE: Unidad de Pagos/ FIs en saneamiento

ESTADO DE JUICIO	REPORTE DE JUICIOS DE COACTIVAS AL 31 DE ENERO DEL 2003											
	31-OCT-02	30-NOV-02	NOV-02 - OCT-02	VARIACION	31-DIC-02	VALOR	CANTIDAD	31-DIC-02	VALOR	CANTIDAD	31-EN-03	VALOR
ARCHIVO	650	66.560.683	77.252.688	6%	728	90.302.629	737	86.988.421	1%	-4%		
REMATÉ	66	94.356.594	108.427.343	11%	80	108.515.772	80	117.038.390	8%	8%		
EMBARGO	193	102.478.753	116.409.356	-8%	181	117.374.843	198	113.823.441	7%	-3%		
CITACIÓ	1184	445.163.004	461.154.159	4%	1.234	462.377.878	1.421	532.171.365	15%	15%		
TOTAL	2095	708.561.035	763.243.546	4%	2227	778.771.122	2442	838.823.621	10%	9%		

ARCHIVO: Es aquel juicio que tiene terminado su proceso, ya sea por cancelación total o reconstrucción y valores recuperados por remates.
 REMATE: se lo considera como remate, desde que se ordena el avalúo del bien, hasta que se lo adjudica.
 EMBARGO: se lo considera desde que se ordena el embargo hasta que se ordena el avalúo.
 CITACION: son las que no tienen secuestro o embargo.

Bienes en Proceso de Dación en Pago - Inmuebles

Tipo de Inmueble	Terreno	Casa Habitación	Terreno de Habitación	Terreno Solar Edificaciones	Conjunto Habitacional "Las Vestas"	Terreros	TOTAL
Precio Referencial	\$437.000	\$91.200	\$800.000	\$28.800	\$133.000	\$704.607	\$2.389.107

MONTOS DE ACREENCIAS PAGADAS							
AL 31 DE ENERO DEL 2003							
DOLARES							
IFI	1999	2000	Enero a	Julio a	2002	Ene-03	TOTAL
			Jun-01	Dic-01			
AMERCA	-	-	-	-	1.428.981,63	219.651,03	1.648.632,66
AZUAY	51.122.690,00	443.360,30	16.793,40	88.204,88	22,88	256,77	51.671.328,23
BANCOMEX	-	5.650.104,78	877.781,73	4.253.108,82	3.741.300,82	16.236,98	14.538.533,13
CREDITO	6.422.000,00	2.966.824,45	701.582,04	1.872.991,78	3.722.234,83	2.476.202,29	18.161.835,39
ECUACAMBIO	-	-	-	951.943,65	447.146,76	552.980,29	1.952.070,70
FINAGRO	16.639.289,00	346.415,81	3.500,00	-	45.568,85	-	17.034.773,66
FINANCORP	27.456.895,00	139.146,38	9.510,42	95.186,72	3.833,56	10.168,15	27.714.740,23
FINIBER	-	-	69.649,00	81.139,06	20.000,00	-	170.788,06
MUT. PREV y SEG.	5.300.000,00	-	-	-	-	-	5.300.000,00
NECMAN CORP	-	-	25.469,83	-	3.855,76	-	29.325,59
OCCIDENTE	9.299.724,00	19.937,51	3.500,00	1.207,82	-	-	9.324.369,33
POPULAR	-	12.697.169,29	2.508.974,22	723.856,15	20.452.987,89	755.041,16	37.138.028,71
PRESTAMOS	-	10.276.148,76	2.966.505,87	37.852.014,05	15.972.542,12	912.176,87	67.979.387,67
PROGRESO	165.355.000,00	214.219.677,19	31.287.401,00	29.216.329,95	47.880.660,44	999.704,22	488.958.772,80
SOLBANCO	-	8.796.586,97	1.710.969,09	2.703.103,68	2.174.029,03	57.334,04	15.442.022,81
TUNGURAHUA	33.764.184,00	1.051.125,99	242.087,79	59.709,99	1.291.178,80	16.643,05	36.424.929,62
UNION	8.886.000,00	3.571.838,83	977.026,50	6.401.407,15	14.813.931,89	-	34.650.204,37
VALORFINSA	-	1.652,04	386.391,18	260.855,86	249.509,23	-	898.408,31
TOTALES	324.245.782,00	260.179.988,30	41.787.142,07	84.561.059,56	112.247.784,49	6.016.394,85	829.038.151,27

FUENTE: Unidad de Pagos/ IFIs en saneamiento

NOTA: A PARTIR DEL MES DE OCTUBRE /2002 SE REPORTA LA INFORMACION DEL PAGO DE GARANTIA DEL AÑO 2000 PROPORCIONADA POR EL DEPARTAMENTO DE CONTABILIDAD

Comparativo entre Aporte en efectivo de IFI's Vs. Pago de Garantía					
DESCRIPCIÓN	1999	2000	2001	2002	Total
FUENTES					
Aportes 6.5 por mil	24.396.350,58	21.056.605,06	24.671.287,32	20.563.998,21	90.688.241,17
USOS					
Pago de garantía	10.202.204,90	18.313.310,71	34.069.269,90	33.525.621,15	96.110.406,66
Relación Pago de garantía/Aporte 6.5 por mil	41,82%	86,97%	138,09%	163,03%	105,98%

(*) Desde enero 2002 las IFIs puede aportar hasta el 50% en bonos de su aporte del 6.5 por mil.

ANEXO SITUACIÓN FINANCIERA

CUADRO No.1

ESTADO DE SITUACION CONSOLIDADO				
MASTERCARD ECUADOR S.A.				
MILES DE DÓLARES				
DESCRIPCIÓN COMÚN	2000	2001	DESCRIPCIÓN VIGENTE	2002
1 ACTIVO			1 ACTIVO	
11 FONDOS DISPONIBLES	2.288	4.223	11 FONDOS DISPONIBLES	6.982
12 FONDOS INTERBANCARIOS VENDIDOS	0	0	12 OPERACIONES INTERBANCARIAS	0
13 INVERSIONES	673	648	13 INVERSIONES	1.148
14 CART. CRED. Y CONT. ARREND. MERCANTIL	10.968	18.274	14 CARTERA DE CREDITOS	11.487
15 DEUDORES POR ACEPTACIONES	0	0	15 DEUDORES POR ACEPTACIONES	0
16 CUENTAS POR COBRAR	1.151	1.638	16 CUENTAS POR COBRAR	3.215
17 BIENES ARREND. MERC. Y ADJ. POR PAGO	0	0	17 BIENES REALIZABLES, ADJUD POR PAGO DE ARREN MERC Y NO UTILI POR LA INSTITUCION	0
18 ACTIVO FIJO	4.405	4.627	18 PROPIEDADES Y EQUIPO	4.802
19 OTROS ACTIVOS	934	754	19 OTROS ACTIVOS	24.892
TOTAL ACTIVO	20.419	30.165	TOTAL ACTIVO	52.525
2 PASIVO			2 PASIVO	
24 DEPOSITOS A PLAZO	10.093	12.923	21 OBLIGACIONES CON EL PUBLICO	28.124
22 FONDOS INTERBANCARIOS COMPRADOS	0	0	22 OPERACIONES INTERBANCARIAS	0
23 OBLIGACIONES INMEDIATAS	1.661	4.563	23 OBLIGACIONES INMEDIATAS	0
25 ACEPTACIONES EN CIRCULACION	0	0	24 ACEPTACIONES EN CIRCULACION	0
26 CUENTAS POR PAGAR	1.976	2.789	25 CUENTAS POR PAGAR	11.442
27 CRED. FAVOR BCOS Y OTRAS INST FINANCI	61	1.613	26 OBLIGACIONES FINANCIERAS	83
28 VALORES EN CIRC. Y OTRAS OBLIGACIONES	0	0	27 VALORES EN CIRCULACION	0
29 OTROS PASIVOS	691	1.304	28 OBLIGACIONES CONVERTIBLES EN ACCIONES Y APORTES PARA FUTURA CAPITALIZACION	0
TOTAL PASIVO	14.483	23.192	TOTAL PASIVO	43.666
3 PATRIMONIO			3 PATRIMONIO	
31 CAPITAL PAGADO	934	1.632	31 CAPITAL SOCIAL	2.565
32 RESERVAS	4.478	4.255	33 RESERVAS	4.182
33 CAPITAL SOCIAL	0	0	32 PRIMA O DESCUENTO EN COLOCACION DE ACCIONES	0
34 CAPITAL SUSCRITO NO PAGADO	0	0	34 OTROS APORTES PATRIMONIALES	0
35 APORTES PATRIMONIALES	0	0	35 SUPERAVIT POR VALUACIONES	304
36 PARTIDAS DE CONSOLIDACION	0	0	36 RESULTADOS	1.808
38 RESULTADOS	524	1.085		
TOTAL PATRIMONIO	5.936	6.972	TOTAL PATRIMONIO	8.859
6 CUENTAS CONTINGENTES	46.669	56.378	6 CUENTAS CONTINGENTES	29.698
61 DEUDORAS	0	0	61 DEUDORAS	0
62 ACREEDORAS	46.669	56.378	62 ACREEDORAS	29.698
63 DEUDORAS - OPERAC. EN DIVISAS A FUTURO	0	0		
64 ACREEDORAS OPERAC. EN DIVISAS A FUTURO	0	0		
7 CUENTAS DE ORDEN	16.908	20.175	7 CUENTAS DE ORDEN	40.172
71 DEUDORAS	15.329	19.580	71 DEUDORAS	39.003
74 ACREEDORAS	1.579	595	74 ACREEDORAS	1.169

Fuente: Estado de situación remitido por las entidades / Sistema de Administración de Balances

Elaboración: Autores

Nota: Cotización 19.858 transforamción año 2000

ANEXO LEGAL

Debido a ser un sector fundamental en la Economía de un país, poseer un flujo de operación que no se limita frente a barreras geográficas o físicas y al grave riesgo que podría ocasionar una actitud concentradora monopólica, el sector financiero se encuentra fuertemente regulado por normas internacionales y de visión local que sin lugar a duda delimitan el campo de operación para la inversión enfocada a él. Por esta razón el presente apartado pretende ser un esquema resumido del cuerpo legal al cuál se somete la compañía en estudio, de imprescindible conocimiento para los inversionistas y administradores interesados en el mercado en cuestión.

RÉGIMEN MONETARIO Y FINANCIERO¹⁰⁹

- Ley General de Instituciones del Sistema Financiero
- Reglamento General a la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero

Según la Ley de Régimen Monetario y Banco del Estado (Art. 30) el sistema financiero comprende el Banco Central, las Instituciones del Sistema Financiero público y las Instituciones del Sistema Financiero Privado, Entidades reguladas por la Superintendencia de Bancos, y aquellas que corresponden al contenido de dicha Ley.

Son Instituciones del sistema financiero privado¹¹⁰:

- Instituciones Financieras
- Instituciones de Servicios Financieros
- Instituciones de Servicios Auxiliares

Según el Reglamento General a la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero (Art. 2) son instituciones financieras privadas: Bancos, Sociedades Financieras, Asociaciones Mutualistas de Ahorro y Crédito para la vivienda, y Cooperativas de Ahorro y Crédito que realizan intermediación financiera con el público.

DEFINICIONES:

Todos los conceptos que se presentan en el presente apartado y la respectiva conexión con el texto (Capítulo 1) corresponden a una recopilación del texto Legal y de diferentes Diccionarios Económicos y Diccionarios de Administración y Finanzas.

¹⁰⁹ Cuerpo Legal conformado además de las Normas Concordantes (no revisadas en el apartado)

¹¹⁰ Se mencionan los integrantes de cada grupo más adelante en el apartado sobre la Ley General de Instituciones Financieras

Grupos Financieros.- legalmente se identifican dos tipos:

El primero con una sociedad controladora que posea un banco o una sociedad financiera, compañía de seguros y reaseguros, sociedades de servicios financieros o auxiliares previstos en la Ley, instituciones previstas en la Ley del Mercado de Valores. Ésta entidad controladora deberá poseer al menos el 51% de acciones, cada una con derecho a voto.

El segundo, un banco o sociedad financiera que posea compañía de seguros y reaseguros, sociedades de servicios financieros o auxiliares previstos en la Ley, instituciones previstas en la Ley del Mercado de Valores.

Salvo lo previsto por la ley, el grupo financiero no podrá conformarse por más de uno de las instituciones antes mencionadas.

Instituciones Financieras.- Establecimiento bancario o entidad que de algún modo tenga en el crédito su función habitual, actúa de intermediario en el mercado financiero recogiendo las sumas que exceden las necesidades inmediatas de los ahorradores para destinarlas a quienes precisan fondos para invertirlos. Su actividad consiste en captar o intermediar fondos del público e invertirlos en activos como títulos valores, depósitos bancarios, etc. Puede tratarse de bancos, cajas de ahorro, cooperativas de ahorro y crédito, fondos de inversión, entidades de leasing, factoring, etc.

Sociedades Financieras.- Se considera sociedad financiera a cualquier institución no bancaria que concede préstamos a los individuos o a las empresas.

Bancos y las Sociedades Financieras o las corporaciones de inversión y desarrollo.-

Estas tienen una característica en común, ser intermediarios financieros. Sin embargo por naturaleza los bancos realizan ciertas actividades no ejecutables por las sociedades financieras, recibir recursos del público en depósitos a la vista y conceder créditos en cuenta corriente. Si bien las sociedades financieras también se encargan de controlar y regular operaciones de crédito su base son los depósitos a plazo (obligaciones exigibles a un período no menor a 30 días)

Banca.- Conjunto de entidades que tienen por objetivo básico facilitar directa o indirectamente la financiación de las distintas actividades económicas mediante recursos propios o de los que obtienen de terceros.

Banca Privada.- Dirigida por la iniciativa privada y, salvo alguna excepción, es el tipo de banca predominante en los sistemas capitalistas en los que juega un papel fundamental con gran influencia económica y política. La tendencia de la banca privada es una creciente diversificación en su campo de operaciones.

Mutualistas.- Las asociaciones mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda se conceptúan como instituciones de derecho privado con finalidad social y sin fines de lucro. Realizan como actividad propia la captación de recursos del público para destinarlos al financiamiento de la vivienda, de la construcción y al bienestar familiar de sus asociados. Están exonerados de todo impuesto, tasa o contribución con excepción del Impuesto a la Renta (Ley sobre el Banco Ecuatoriano de la Vivienda Art. 47, Ley de Régimen Tributario Interno Art. 9)

Compañía de Seguros.- Designación que se da a la empresa o sociedad dedicada a la práctica del seguro. Modalidad de entidad aseguradora que contrariamente a las mutualistas y cooperativas de seguros (asociaciones sin fines de lucro) tiene carácter de sociedad anónima con un objeto social de asegurar riesgos y el objetivo de obtener beneficios y repartirlos entre sus accionistas. Organización a la que se le permite, de acuerdo con las leyes, actuar como aseguradora.

Cooperativas de Ahorro y Crédito.- Sociedad cooperativa que recibe los ahorros de sus socios y utiliza sus fondos para financiar préstamos concedidos a sus miembros. Según la Ley de Cooperativas (Art. 1) las cooperativas son sociedades de derecho privado que no persiguen finalidad de lucro, formadas por personas naturales o jurídicas y tiene como objetivo la planificación y realización de actividades o trabajos de beneficio social o colectivo, al igual que las mutualistas solo podrán recibir depósitos monetarios a la vista previo el cumplimiento de las disposiciones que dicte la junta bancaria.

Compañías Emisoras y Administradoras de Tarjetas de Crédito.-

Compañías Emisoras de Tarjetas de Crédito.- Sociedades anónimas que prestan servicios de carácter financiero, mediante la emisión, administración, financiamiento o mercadeo de tarjetas de crédito, de pago y de afinidad de circulación general, en moneda nacional o extranjera así como tarjetas de crédito o de pago en circulación restringida previa autorización de la Superintendencia de Bancos.

Compañías Administradoras de Tarjetas de Crédito.- U operadoras de tarjetas de crédito son sociedades autorizadas a operar como tales que convienen con una entidad emisora para realizar cualesquiera de las operaciones que efectúen éstas a excepción de la emisión. La Ley expresamente dispone que las compañías emisoras y administradoras de tarjetas de crédito pueden captar recursos del público.

Actividades y Operaciones de las Compañías Emisoras y Administradoras de Tarjetas de Crédito:

Las operaciones que realizan con tarjetas de crédito, en general las instituciones financieras y, en particular, las compañías emisoras y administradoras de tarjetas de crédito, consiste en la emisión y/o administración de tarjetas de crédito cuyos usuarios, los tarjetahabientes, las utilizan como instrumentos de pago.

Tarjeta de Crédito.- Documento emitido por una institución financiera o de servicios financieros autorizada por la Superintendencia de Bancos, que le permita a su titular usuario, disponer de una línea de crédito concedida por el emisor, adquirir bienes o servicios en establecimientos que, mediante un contrato, se afilian a un sistema, comprometiéndose por ello a realizar tales ventas o servicios. La tarjeta puede ser de circulación general o restringida, la primera puede ser utilizada en más de un establecimiento comercial, la segunda tiene por propósito ser utilizada, exclusivamente, por los clientes de un determinado establecimiento comercial.

Tarjeta de Pago o de Cargo.- Es aquella en virtud de la cual el tarjetahabiente adquiere algún bien u obtiene algún servicio, sin que a la fecha de su pago pueda acceder a línea de crédito alguna. Al igual que las tarjetas de crédito pueden ser de circulación general o restringida.

Tarjeta de afinidad.- Es la tarjeta de crédito que es de circulación general y que tiene por objeto promover una actividad determinada, mediante la asignación de un beneficio a favor de la entidad con quien mantiene el contrato de afinidad.

Las operaciones de emisión y administración de tarjetas de crédito, de pago o de afinidad, de circulación general o restringida, incluyen la organización, el proceso de afiliación, la emisión de las tarjetas, la concesión del crédito, la recepción de pagos que se realicen a los establecimientos afiliados; y las demás actividades conexas o complementarias. En caso de emisión y administración de tarjetas de crédito pueden ser efectuadas por una sola institución autorizada o por diferentes instituciones, previo convenio.

Las operaciones de otorgar crédito que realizan las compañías se llevan a cabo de dos maneras:

- Al rembolsar los consumos del cliente a los establecimientos comerciales contra la presentación de facturas o comprobantes debidamente suscritos
- Al entregar dinero en efectivo al tarjetahabiente mediante la presentación de la tarjeta ante la propia empresa o ante una institución financiera

La línea de crédito (concedida por la institución emisora) puede adoptar dos formas:

Crédito Rotativo o Corriente.- Línea de crédito con condiciones predeterminadas, para los desembolsos a los establecimientos afiliados se presentan las notas de cargo que constituyen utilización de la línea de crédito.

Crédito Diferido.- Acuerdo entre el emisor o administrador de tarjetas y el establecimiento afiliado, a través del cual el establecimiento acepta el pago diferido de un bien o de un

servicio por parte del tarjetahabiente, descontando esa cartera con el emisor, que a su vez administra el crédito hasta su cancelación total.

Compañías Emisoras.- Realizan por propia emisión o por concesión de marca:

- Emisión y Promoción de la tarjeta
- Calificación y aprobación de solicitudes de los tarjetahabientes y de afiliación de establecimientos
- Concesión de líneas de crédito, ya sea por utilización de la tarjeta de crédito en establecimientos comerciales o por la entrega de dinero en efectivo
- Cobro a los tarjetahabientes y pago a los establecimientos
- Recepción de fondos de sus tarjetahabientes con el objetivo de realizar cargos a sus futuros consumos
- Demás actividades que en estricto sentido se relacionen con el objeto de las compañías emisoras o administradoras de tarjetas de crédito

Compañías Administradoras.- Operan como tales a través del convenio con una entidad emisora, para realizar las actividades detalladas anteriormente, a excepción de la emisión de tarjetas de crédito.

Beneficios.-

La compañía recibe por parte del usuario un valor por el costo anual de tarjeta y por parte del proveedor de los bienes y servicios una comisión que fluctúa sobre la base de los márgenes que le produce la negociación de los bienes y servicios. A más de rendimientos producidos por los intereses a cobrarse, se prohíbe expresamente el cobro de intereses sobre intereses. Las compañías además de estos rubros deberán retener a terceros los impuestos, tasas y contribuciones que señale la Ley. En crédito rotativo pueden cobrar intereses en forma directa, con tasa fija o reajutable. En caso de ser reajutable se pactará un margen por encima o por debajo de una de las tasas referenciales publicadas por el Banco Central (el reajuste se efectuará cada trimestre calendario, utilizando la tasa referencial publicada en el Banco Central, el lunes previo al inicio del correspondiente trimestre)

En crédito diferido, la tasa de interés será fija durante el período de vida de la operación

Obligaciones de las Compañías Emisoras y Administradoras de Tarjetas de Crédito:

El reglamento que rige las actividades de emisión y operación de las tarjetas de crédito, entre las obligaciones especiales a las que están sujetas las compañías o los bancos o sociedades financieras en su caso, establece las siguientes¹¹¹:

- Celebrar con el tarjetahabiente el acuerdo de emisión de tarjeta y apertura de crédito
- Emitir tarjetas de crédito con el carácter de intransferibles
- Poner en conocimiento de la Superintendencia, los modelos y cualquier modificación de los acuerdos que celebren con los tarjetahabientes y con los establecimientos afiliados
- Remitir a la Superintendencia de Bancos y Reaseguros los balances mensuales, copias certificadas de las juntas generales de accionistas; nombramientos de directores, representantes legales y auditores; nómina de las personas a las que hubieren cancelado las tarjetas de crédito; y, detalle mensual del número de afiliados, monto total de líneas de crédito concedidas y monto total del crédito utilizado
- Presentar a la Superintendencia cuando lo requiera, los manuales de control interno
- En el caso de empresas extranjeras de emisión o administración de tarjetas de crédito, existe la prohibición expresa de realizar la promoción de afiliaciones de tarjetahabientes en el país, por sí mismas o por medio de sus representantes a cualquier título, sin embargo las tarjetas de crédito de circulación general emitidas en el exterior podrán ser utilizadas en el Ecuador

LEY GENERAL DE INSTITUCIONES DEL SISTEMA FINANCIERO¹¹²

ARTÍCULO 1.- Esta Ley regula la creación, organización, actividades, funcionamiento y extinción de las instituciones del sistema financiero privado, así como la organización y funciones de la Superintendencia de Bancos, entidad encargada de la supervisión y control del sistema financiero, en todo lo cual se tiene presente la protección de los intereses del público.

¹¹¹ De carácter resumido, para mayor detalle revisar Régimen Financiero y Monetario TOMO I (Pág. 31)

¹¹² Codificación de La Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, publicada por el H. Congreso Nacional el 10 de enero del 2001

Las instituciones financieras públicas, las compañías de seguros y de reaseguros se rigen por sus propias leyes en lo relativo a su creación, actividades, funcionamiento y organización. Se someterán a esta Ley en lo relacionado a la aplicación de normas de solvencia y prudencia financiera y al control y vigilancia que realizará la Superintendencia dentro del marco legal que regula a estas instituciones en todo cuanto fuere aplicable según su naturaleza jurídica.

Las asociaciones mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda, las cooperativas de ahorro y crédito que realizan intermediación financiera con el público, así como las instituciones de servicios financieros, entendiéndose por éstas a los almacenes generales de depósito, compañías de arrendamiento mercantil, compañías emisoras o administradoras de tarjetas de crédito, casas de cambio, corporaciones de garantía y retrogarantía, corporaciones de desarrollo de mercado secundario de hipotecas, que deberán tener como objeto social exclusivo la realización de esas actividades, quedarán sometidas a la aplicación de normas de solvencia y prudencia financiera y al control que realizará la Superintendencia dentro del marco legal que regula a dichas instituciones, en base a las normas que expida para el efecto.

Las instituciones de servicios auxiliares del sistema financiero, tales como: transporte de especies monetarias y de valores, servicios de cobranza, cajeros automáticos, servicios contables y de computación, fomento a las exportaciones e inmobiliarias propietarias de bienes destinados exclusivamente a uso de oficinas de una sociedad controladora o institución financiera; y, otras que fuesen calificadas por la Superintendencia de Bancos, sin perjuicio del control que corresponde a la Superintendencia de Compañías, serán vigiladas por la Superintendencia de Bancos y ésta dictará normas de carácter general aplicables a este tipo de instituciones.

La sociedad controladora de un grupo financiero y las instituciones financieras se someterán al cumplimiento de las normas de la Ley de Mercado de Valores, en lo referente al registro y a la oferta pública de valores, pero su control y supervisión será ejercido exclusivamente por la Superintendencia de Bancos.

ARTÍCULO 2.- Para los propósitos de esta Ley, son instituciones financieras privadas los bancos, las sociedades financieras o corporaciones de inversión y desarrollo, las asociaciones mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda y las cooperativas de ahorro y crédito que realizan intermediación financiera con el público.

ARTÍCULO 3.- La Superintendencia autorizará la constitución de las instituciones del sistema financiero privado. Estas instituciones se constituirán bajo la forma de una compañía anónima.

ARTÍCULO 5.- Las acciones de las instituciones del sistema financiero privado deberán ser nominativas. En el contrato social podrá estipularse que el capital se divide en varias clases de acciones, con derechos especiales para cada clase, sin que pueda excluirse a ningún accionista de la participación en las utilidades.

En el Estatuto Social se determinará el valor nominal de las acciones que podrá ser de cien o múltiplo de cien.

ARTÍCULO 6.- Al momento de constituirse deberá establecerse en el Estatuto Social el capital autorizado, hasta cuyo monto podrá la institución del sistema financiero privado aceptar suscripciones y emitir acciones. El capital suscrito, al tiempo de la constitución, no podrá ser menor del cincuenta por ciento (50%) del capital autorizado y por lo menos la mitad del capital suscrito deberá pagarse antes del inicio de las operaciones.

Los aportes de capital deberán pagarse totalmente en dinero efectivo, salvo que la Superintendencia autorice que se capitalicen obligaciones por compensación de créditos.

ARTÍCULO 7.- Las instituciones del sistema financiero no podrán otorgar ni emitir acciones o bonos para remunerar servicios.

ARTÍCULO 16.- Las instituciones del sistema financiero privado, una vez establecidas, requerirán autorización de la Superintendencia para reformar su Estatuto Social, fusionarse con otras sociedades, escindirse y traspasar la totalidad de sus activos.

ARTÍCULO 17.- La asociación, esto es, la unión de dos o más instituciones financieras que se encontraren en actual funcionamiento, sin que cada una de las instituciones asociadas pierda su identidad y personería jurídica, podrá hacerse previa autorización de la Superintendencia en los siguientes casos:

- a) Para la ampliación o atención de servicios específicos;
- b) Para superar deficiencias de patrimonio técnico de alguna de las instituciones que se asocie, en cuyo caso el convenio de asociación deberá concluir con un programa de fusión; y,
- c) Como un mecanismo de aproximación a un programa de fusión.

El convenio de asociación deberá incluir la determinación de la institución financiera que hará cabeza de la asociación, así como las normas que la rijan y la responsabilidad de cada una de ellas frente a los riesgos que asuman.

El convenio de asociación a que se refiere el literal a), permitirá a la institución financiera que haga cabeza de la asociación, invertir directamente o a través de sus subsidiarias en el país o en el extranjero, un porcentaje no mayor al cuarenta y nueve por ciento (49%) en el capital pagado de la entidad receptora, inversión que solamente podrá mantenerse mientras dure el convenio de asociación.

ARTÍCULO 22.- Una institución financiera extranjera que opere en el Ecuador como institución del sistema financiero privado, gozará de los mismos derechos y obligaciones, estará sujeta a las mismas leyes y se regirá por las mismas normas y reglamentos aplicados a las instituciones financieras nacionales.

ARTÍCULO 28.- En la Junta General de Accionistas, cada acción pagada dará derecho a un voto. Los accionistas podrán conferir poder o carta poder para votar en ella.

La transferencia de acciones emitidas por las instituciones financieras, comporta la de todos los derechos inherentes a ellas.

El derecho preferente para la suscripción de acciones en un aumento de capital, así como para recibir el certificado de preferencia, será ejercido por los accionistas que aparezcan registrados como tales, en el Libro de Acciones y Accionistas, a la fecha en la que se publique por la prensa el llamado al ejercicio de este derecho.

ARTÍCULO 37.- El monto mínimo de capital pagado para constituir una institución financiera sujeta a esta Ley será:

- a) Para los bancos: US \$ 2.628.940;
- b) Para las sociedades financieras o corporaciones de inversión y desarrollo: US \$ 1.314.470; y,
- c) La Superintendencia fijará el monto de capital mínimo con el que deban iniciar sus actividades las instituciones de servicios financieros y las demás entidades sujetas a su control, incluyendo a las sociedades controladoras.

ARTÍCULO 47. - Con el objeto de preservar su solvencia, las instituciones del sistema financiero deberán mantener, en todo tiempo, el conjunto de relaciones técnicas que establezca la Junta Bancaria mediante resolución de carácter general, siguiendo los estándares internacionales, especialmente los establecidos por el Comité de Basilea. En particular, deberán mantener una relación entre su patrimonio técnico y la suma ponderada

de sus activos y contingentes no inferior al 9%. No obstante, el Superintendente de Bancos previo informe favorable de la Junta Bancaria podrá aumentar dicho porcentaje.

ARTÍCULO 50.- El patrimonio técnico constituido, de acuerdo a lo previsto en el artículo 48 no podrá ser inferior al cuatro por ciento (4%) de los activos totales, incluidos los contingentes.

ARTÍCULO 77.- Las instituciones del sistema financiero estarán obligadas a dar todas las facilidades para que la Superintendencia cumpla sus funciones y deberán dar acceso a su contabilidad, libros, correspondencia, archivos o documentos justificativos de sus operaciones al Superintendente o a sus delegados.

ARTÍCULO 78.- Las instituciones financieras se someterán en todo momento a las normas contables dictadas por la Superintendencia, independientemente de la aplicación de las disposiciones tributarias.

Las instituciones financieras remitirán en forma mensual a la Superintendencia los estados de situación, pérdidas y ganancias, estado de cambios en la posición financiera y la posición de patrimonio técnico. Los formatos, el alcance y la periodicidad de la información que deban proporcionar las instituciones financieras, serán determinados por la Superintendencia.

Las instituciones financieras publicarán para circulación nacional, los estados de situación, pérdidas y ganancias, posición de patrimonio técnico e indicadores de liquidez, solvencia, eficiencia y rentabilidad, que muestren su situación y la del grupo financiero, de conformidad con las normas establecidas por la Superintendencia de Bancos, al cierre de cada ejercicio al 31 de diciembre, y por lo menos cuatro veces al año, en las fechas que determine la Superintendencia.

La publicación correspondiente a los estados financieros al 31 de diciembre de cada año, deberá contener adicionalmente la opinión de los auditores externos y todas las notas explicativas que complementen la información comprendida en su dictamen.

ARTÍCULO 84.- Toda institución del sistema financiero, tendrá un auditor interno y un auditor externo, calificados en cuanto a su idoneidad y experiencia por la Superintendencia. Respecto del segundo, la Superintendencia llevará el registro correspondiente.

Los auditores internos y externos serán nombrados en cualquier tiempo por la Junta General de Accionistas. En caso de ausencia definitiva, comprobada, la Junta General de Accionistas procederá a designar su reemplazo, dentro del plazo de treinta días de producida ésta.

El Auditor Interno será removido en cualquier tiempo por la Junta General de Accionistas. El Auditor Externo, para ser removido, tiene que ponerse en conocimiento del Superintendente de Bancos, quien escuchando al Auditor y documentadamente, resolverá lo pertinente en 20 días.

ARTÍCULO 88.- Los depósitos y demás captaciones de cualquier índole que se realicen en las instituciones del sistema financiero, estarán sujetos a sigilo bancario, por lo cual las instituciones financieras receptoras de los depósitos y captaciones, sus administradores, funcionarios y empleados no podrán proporcionar información relativa a dichas operaciones sino a su titular o a quien lo represente legalmente.

ARTÍCULO 95.- La Superintendencia establecerá un sistema de registro, denominado Central de Riesgos, que permita contar con información individualizada debidamente consolidada y clasificada sobre los deudores principales de las instituciones del sistema financiero ecuatoriano, incluyendo los casos en que éstas actúen en su nombre por cuenta de una institución bancaria o financiera del exterior.

ARTÍCULO 129.- En todo caso que una institución del sistema financiero, a juicio de la Junta Bancaria, hubiere visto deteriorada su situación económico – financiera o fuere sometida a reestructuración, saneamiento o liquidación forzosa, el Superintendente de Bancos analizará si dicha situación obedece, total o parcialmente, a la concesión de operaciones activas o contingentes a favor de accionistas que posean más del 3% del capital social de la institución o que hayan sobrepasado los límites legales. De ser este el caso, solicitará de inmediato al juez competente que dicte las medidas cautelares respecto de los bienes de las personas naturales o jurídicas beneficiarias de tales operaciones, así como de los bienes de los miembros del directorio o del organismo que haga sus veces, de quienes ostenten la representación legal y de los funcionarios responsables de las áreas que hayan intervenido en la aprobación e instrumentación de tales operaciones. Para los efectos previstos se considerarán funcionarios aquellas personas que ya sea en relación de dependencia o bien como apoderados, asesores, o a través de la prestación de servicios tengan a su cargo, individual o conjuntamente, la aprobación e instrumentación de las operaciones activas o contingentes de la institución financiera.

El Juez competente dictará las medidas cautelares solicitadas dentro las 24 horas siguientes a la recepción de la petición. El Superintendente de Bancos al mismo tiempo en que solicite las medidas cautelares referidas, dispondrá que las autoridades de migración impidan la salida del país de las personas indicadas en el inciso precedente.

El Superintendente de Bancos deberá realizar las peticiones antes indicadas, dentro de las 72 horas de puestos en su conocimiento los hechos que las fundamentan.

El Superintendente de Bancos deberá establecer el plazo máximo de 10 días desde la fecha de la declaración de reestructuración, saneamiento o liquidación, si hay indicios de infracciones penales.

Todo accionista, administrador o funcionario con representación legal de una institución financiera, respecto del que se haya establecido indicios de dolo o culpa grave, no podrá ser administrador o funcionario de una institución financiera en el futuro, mientras se establezca su responsabilidad o en el caso de que ésta se confirme.

ARTÍCULO 175.- Son atribuciones de la Junta Bancaria las siguientes:

- a) Formular la política de control y supervisión del sistema financiero, aprobar las modificaciones del nivel requerido de patrimonio técnico y las ponderaciones de los activos de riesgo y pronunciarse sobre el establecimiento y liquidación de las instituciones financieras, así como de la remoción de sus administradores;
- b) Resolver los casos no consultados en esta Ley, así como las dudas en cuanto al carácter bancario y financiero de las operaciones y actividades que realicen las instituciones financieras y dictar las resoluciones de carácter general para la aplicación de esta Ley;
- c) Determinar las operaciones y servicios no señalados expresamente en esta Ley que sean compatibles con las actividades de las instituciones financieras;
- d) Resolver los recursos de revisión de orden administrativo planteados ante este órgano;
- e) Aprobar el presupuesto y la escala de remuneraciones del personal de la Superintendencia; y,
- f) Conocer la memoria que elabore el Superintendente en forma previa a su remisión al Congreso Nacional.

ARTÍCULO 199.- Las instituciones de servicios financieros no podrán captar recursos del público, excepto cuando se trate de la emisión de obligaciones en los términos de la Ley de Mercado de Valores y se someterán a las normas que prevé esta Ley sobre creación, organización, funcionamiento y extinción de las instituciones del sistema financiero privado.

Esta disposición no comprende a las empresas de arrendamiento mercantil ni a las empresas de emisión o administración de tarjetas de crédito.

ARTÍCULO 201.- Las remuneraciones por servicios activos, pasivos o de cualquier otra naturaleza que presten las instituciones financieras serán libremente fijadas por las partes intervinientes.

ARTÍCULO 218.- Se prohíbe la congelación de depósitos en los bancos, administradoras de fondos y demás instituciones financieras.

CATÁLOGO ÚNICO DE CUENTAS

El Catálogo Único de Cuentas, será de uso obligatorio para las siguientes instituciones del sistema financiero:

- Bancos privados (BP),
- Sociedades financieras (SF),
- Corporación Financiera Nacional (CFN),
- Banco Ecuatoriano de la Vivienda (BEV),
- Asociaciones mutualistas de ahorro y crédito para la vivienda (MUT),
- Banco del Estado (BEDE),
- Instituto Ecuatoriano de Crédito Educativo y Becas (IECE),
- Casas de cambio (CC),
- Almacenes generales de depósito (ALM)
- Compañías emisoras o administradoras de tarjetas de crédito (TC),
- Sistema de garantía crediticia (SGC),
- Compañías de arrendamiento mercantil (AM),
- Cooperativas de ahorro y crédito que realizan intermediación financiera con el público (COO),
- Fondo de Solidaridad (FOSE)
- Banco Nacional de Fomento (BNF)
- Corporaciones de desarrollo de mercado secundario de hipotecas (TH)

Las instituciones del sistema financiero no podrán utilizar cuentas diferentes a las establecidas en el Catálogo Único de Cuentas sin autorización previa de la Superintendencia de Bancos y Seguros. Sin embargo, podrán abrir las subcuentas auxiliares necesarias para el mejor registro y control de sus operaciones. Para el efecto, podrán adicionar dígitos a las subcuentas de los últimos niveles indicados en el catálogo

El catálogo único de cuentas constituye un instrumento para armonizar y unificar el sistema contable del sector financiero, con el propósito de mejorar el control de las actividades y así

minimizar el riesgo sistémico y el deterioro de la confianza pública. Para su elaboración fueron observados principios de contabilidad generalmente aceptados en el ámbito internacional y específicamente en el Ecuador. Contiene el detalle de cuentas, adecuadamente ordenadas y codificadas para el registro de las operaciones efectuadas por las instituciones que permite suministrar, en forma homogénea y oportuna, información confiable de la situación económico - financiera de dichas instituciones.

Los nombres de las diferentes cuentas, corresponden con los términos técnicos del negocio financiero, con el tipo de operación, con su desagregación por vencimiento o por tipo de institución, para efectos de facilitar la implementación de metodologías de evaluación de riesgos, con su clasificación dentro de los elementos de los estados financieros, en armonía con las disposiciones de la Codificación de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero y la Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros y de la Junta Bancaria.

El marco conceptual contempla definiciones básicas que consideran el entorno dentro del cual se predicen las cualidades de la información contable y los objetivos que deba satisfacer según Normas Ecuatorianas de Contabilidad - N.E.C., así como lo planteado en las Normas Internacionales de Contabilidad - N.I.C.

En el caso específico de las compañías emisoras y administradoras de tarjetas de crédito, las principales cuentas y campos contables no inmiscuidos en su operación son:

- Las cuentas de cartera de créditos. Únicamente otorga créditos de consumo
- Arrendamiento de bienes
- Inversiones en acciones y participaciones
- Aceptaciones en circulación
- Obligaciones con entidades financieras del Sector Público
- Intereses y Comisiones recibidas por anticipado
- Ingresos por servicios. Que no comprendan, afiliaciones y renovaciones o manejo y cobranza

APÉNDICE ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Al realizar la proyección de los flujos libres de la compañía bajo estudio es necesario poseer una guía sobre el comportamiento a futuro de la economía como un todo, por supuesto las cifras macroeconómicas son herramientas adecuadas para el hecho. Por esto en la segunda sección del presente apartado analizamos la economía ecuatoriana desde un enfoque interno y externo, sectorizando al sector financiero y monetario y al sector público (por su trascendencia en la consecución de los objetivos macroeconómicos), además de necesarias clasificaciones para el análisis. No obstante, a la fecha poseemos datos reales sobre la economía ecuatoriana en el año 2003¹¹³ (primer año de proyección) que nos llevan a un análisis coyuntural, muy útil para la elaboración de las conclusiones finales.

Por otro lado la intención principal del Análisis Macroeconómico es establecer expectativas adecuadas sobre el comportamiento de la economía nacional para el año 2003¹¹⁴, para el hecho será sumamente útil hacer uso de fuentes externas, *privadas* que nos provean de un enfoque independiente de la estructura pública y a la vez de un criterio especializado. Por consiguiente a continuación presentamos previsiones de carácter global e interno.

PERSPECTIVA MACROECONÓMICA 2003

Perspectiva de la Economía Mundial 2002-2003.-

Según proyecto Link¹¹⁵ para el 2003 se espera una tasa de crecimiento del Producto Mundial Bruto (PMB) de 2.9%. “La economía mundial se caracteriza por un escaso crecimiento del producto, inflación leve, empleo estancado, bajas tasas de interés, resultados fiscales desalentadores, comercio internacional inestable y asimétrico, mercados de capitales deprimidos y variados rendimientos económicos en los distintos países y regiones”

PRODUCTO BRUTO MUNDIAL Y REGIONAL		
DESCRIPCIÓN	2003	2004
PBM	2,9	3,5
ponderado por ppa (paridad de poder de compra)	3,2	3,9
Economías de mercado desarrolladas	2,3	3,0
Economías en transición	4,0	5,0
América Latina y el Caribe	2,8	4,0
Precio del petróleo (Brent \$/barril)	26,0	26,7

Nota: PBM cambio porcentual anual

¹¹³ Esto debido al objetivo secundario del trabajo, contrastar las proyecciones con la situación real y ser un instrumento comparativo de los montos manejados para la adquisición de la compañía en el año 2003

¹¹⁴ Por supuesto aquí asumimos que no conocemos la situación más allá de finales del 2002

¹¹⁵ Programa de investigación auspiciado por el departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas que integra en un solo modelo econométrico global 78 modelos de países y regiones

Perspectivas para el Ecuador del 2003.-

Revista Gestión edición enero 2003: “Las contradicciones ideológicas, la inexperiencia partidista y de gestión pública, la falta de definición de la política económica a seguir y la ausencia de un plan de gobierno, que ha entrado a gestarse tardíamente, serán un lastre para la conducción económica durante el 2003”

GOBIERNO CENTRAL:	
DÉFICIT FISCAL Y BRECHA DE FINANCIAMIENTO	
DESCRIPCIÓN	2003
INGRESOS TOTALES	4724
TRADICIONALES	2852
PETROLEROS	1355
POR EXPORTACIONES	900
VENTA INTERNA COMBUSTIBLES	455
TRANSFERENCIAS CORRIENTES	7
INGRESOS DE CAPITAL	110
ENTIDADES Y ORGANISMOS	400
GASTOS TOTALES	5294
Gastos Corrientes	3844
d/c intereses	966
d/c sueldos y salarios	2100
Gastos de Capital	1450
RESULTADO GLOBAL	-570
FINANCIAMIENTO	570
Superávit Primario	396
Financiamiento interno y externo	-346
Desembolsos	1004
Amortizaciones	1350
BRECHA FINANCIERA	-916
INGRESOS + DESEMBOLSOS	5728
Gastos+Amortizaciones+Brecha Financiera	5728

Fuente: Revista GESTIÓN #101

Nota: Estimaciones de Multiplika en consulta con especialistas fiscales

En el 2003 se espera un modesto incremento de la producción petrolera de Petroecuador, el Banco Central estima que la producción total crecerá de 145 a 153.4 millones de barriles, contando con el incremento de las empresas privadas a través del OCP. El Ecuador en el 2003 enfrenta atrasos pendientes de pago en el 2002 por USD 722 millones. Los pagos de capital e intereses de la deuda externa e interna, para el 2003, superan los 2.3 mil millones. El elevado servicio de la deuda restringirá la inversión del gobierno, la fortaleza seguirán siendo las remesas de los emigrantes. (Fuente: Investigación de Multiplika / GESTIÓN #103)

Perspectivas sobre las principales variables	
DESCRIPCIÓN	2003
Inflación (fin del período)	6% - 7.5%
Tipo de cambio real (fin del período) 1994=100	86 - 87
Tasas de interés en dólares	
Pasiva nominal (fin del período)	4% - 7%
Activa nominal (fin del período)	12% - 18.5%
Margen Nominal (promedio)	8% - 11.5%
Tasa máxima convencional	18% - 27.7%
Sector Fiscal	
Déficit presupuestario potencial (en % del PIB)	-2.2% - 3%
Superávit primario (en % del PIB)	
PIB corriente	
Crecimiento del PIB real (mill.sucres de 1975)	-0.7% - 2%
PIB corriente (en millones de dólares)	24.512
Sector Externo	
Balanza Comercial (en millones de dólares)	-890
Déficit/Superávit Cuenta Corriente (en % del PIB)	-4%
Variación RILD (+es pérdida)(millones de USD)	-20
Transferencias Unilaterales (millones de USD)	1.400

Fuente: Revista GESTIÓN #101

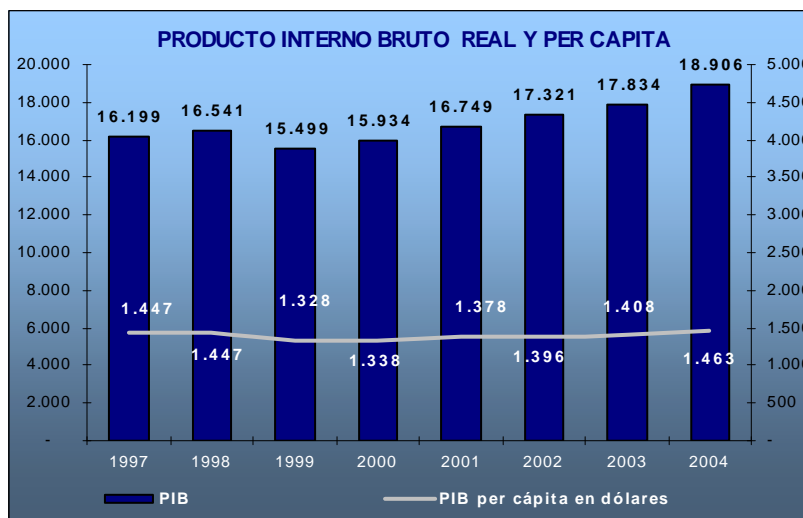
Nota: Estimaciones de Multiplica en consulta con especialistas fiscales

ANÁLISIS MACROECONÓMICO COYUNTURAL

La economía ecuatoriana presenta signos de recuperación en sus principales indicadores económicos, crecimiento de la economía sustentado en el área petrolera (La finalización de la construcción del Oleoducto de Crudos Pesados indujo a un mayor dinamismo en la producción petrolera), otros factores son la reducción de los aranceles a un grupo de bienes de capital y de materias primas, así como la tendencia decreciente en la inflación generando la reducción de los costos de producción y estabilidad en la capacidad de compra de los agentes económicos.

A. ACTIVIDAD ECONÓMICA

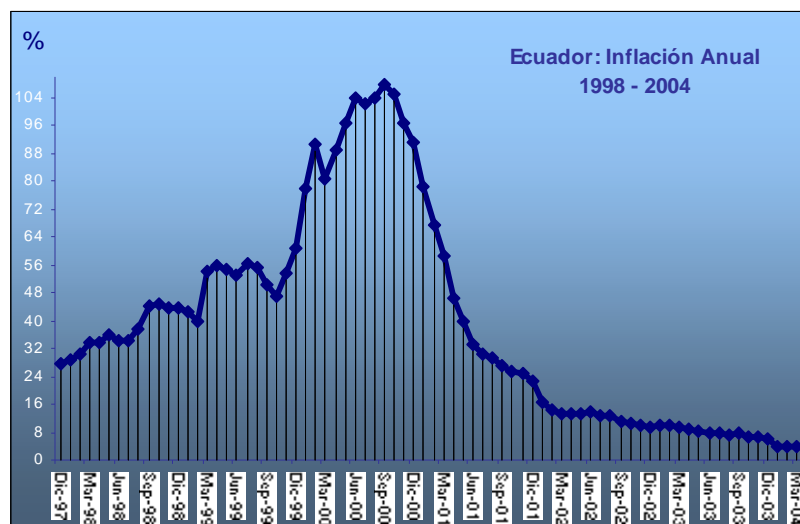
Si bien la evolución de la economía ha sido positiva. El nivel de confianza de los empresarios, el dinamismo de la inversión y el consumo privado no se recuperan. La economía se encuentra en un proceso de recuperación, sustentado básicamente en la producción petrolera.



Fuente: Banco Central del Ecuador/Boletín Mensual

Inflación

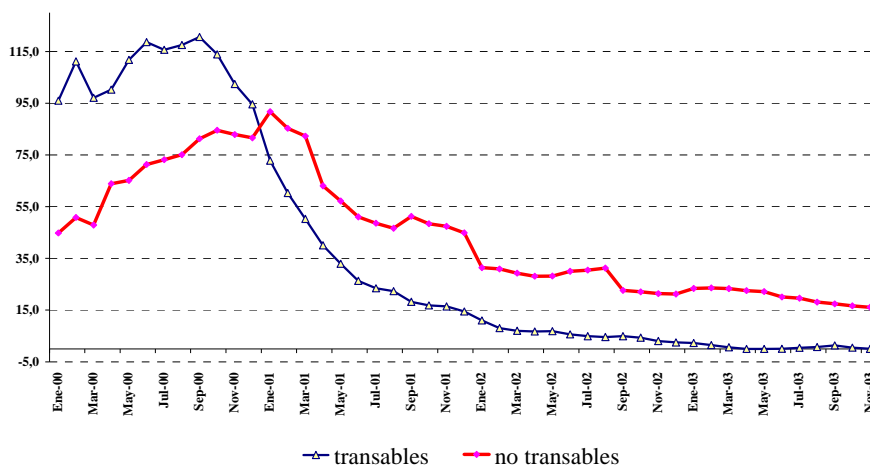
Como se observa en el siguiente gráfico, la tendencia decreciente de la inflación es notoria.



Fuente: Página web del Instituto Ecuatoriano de Estadísticas y Censos

En el siguiente gráfico, las cifras de los tres últimos años muestran que la evolución de los precios de los bienes y servicios clasificados como transables tiene tendencia a la baja al igual que la tendencia de los precios de los bys no transables también es hacia la baja.

Variación anual de los bienes transables y no transables

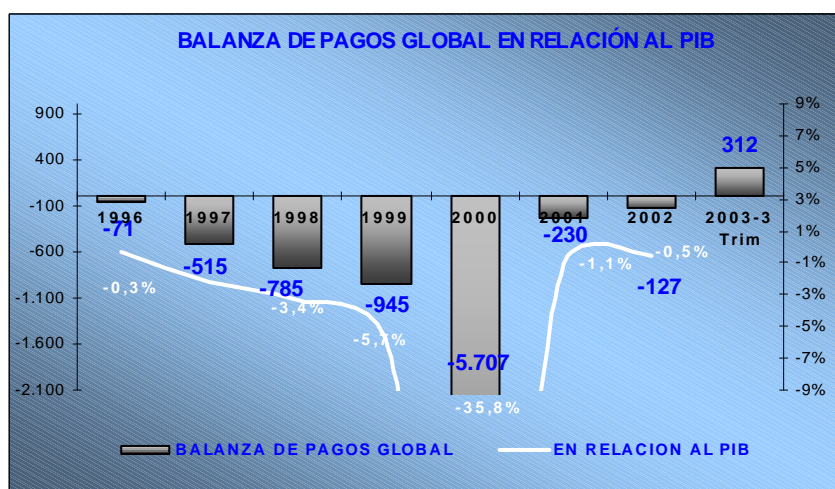


Fuente: Banco Central del Ecuador

Sector Externo

La evolución del sector externo refleja un alto dinamismo tanto de las exportaciones petroleras como de las no petroleras. Los recursos provenientes de las transferencias unilaterales, principalmente aquellos originados en las remesas, permitieron compensar, en gran medida, el déficit alcanzado en la balanza de servicios.

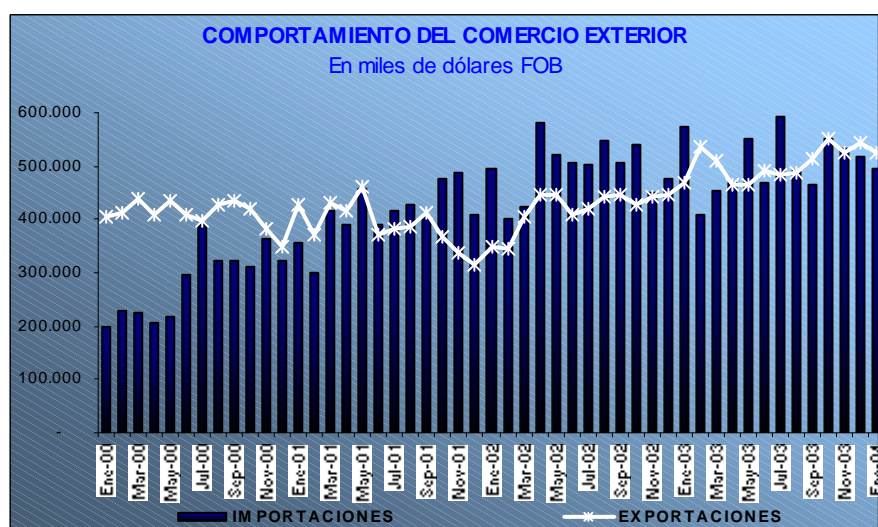
Balanza de Pagos Global = Saldo en cuenta corriente + Cuenta de Capital y Financiera



Fuente: Banco Central del Ecuador/Boletín Mensual

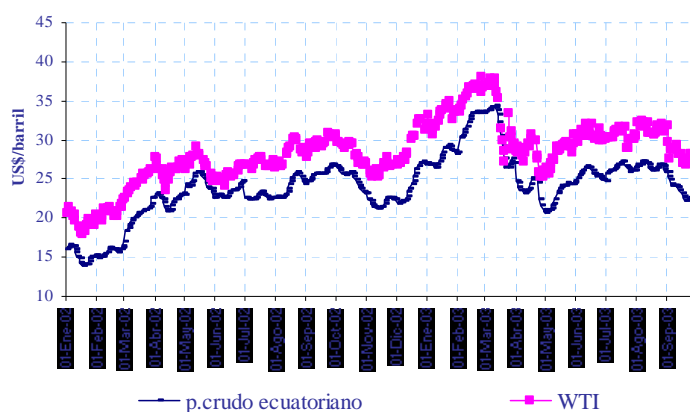
Balanza Comercial¹¹⁶

La reducción del nivel de inflación, entre otros factores, ha contribuido a mejorar ligeramente el índice de competitividad global¹¹⁷ con lo que las exportaciones no petroleras han mantenido un desempeño positivo. Este comportamiento unido a la favorable coyuntura originada en el alto precio del petróleo en el mercado internacional y a una reducción de las importaciones, que obedece principalmente a menores demandas de materias primas para el área de la construcción y de bienes de capital en el rubro “equipos de transporte” asociadas a la culminación de la construcción del proyecto OCP; permiten una tendencia a la baja en el déficit.



Fuente: Banco Central del Ecuador/Boletín Mensual

Evolución del precio del petróleo

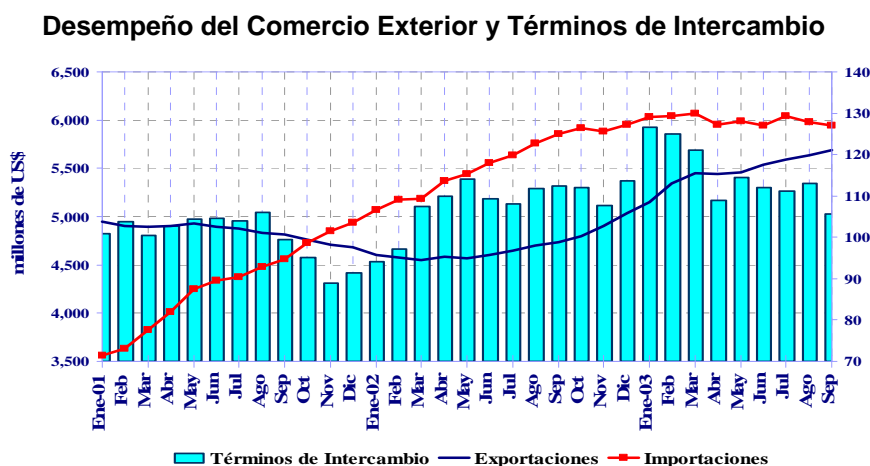


Fuente: Banco Central del Ecuador

¹¹⁶ Incluye comercio “no registrado” tanto para las exportaciones como para las importaciones.

¹¹⁷ Índice elaborado por el Banco Central del Ecuador. En el primer trimestre de 2003 este índice se ubica en 189.9 mientras que el segundo trimestre se incrementó ligeramente a 196.2.

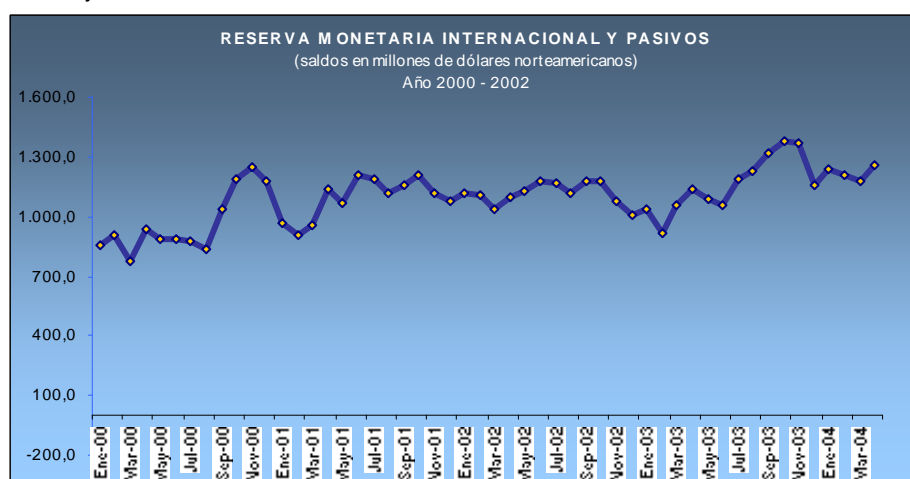
La balanza comercial no petrolera refleja una disminución en su déficit, lo cual ha sido una constante desde el año 2003. Las exportaciones de productos tradicionales¹¹⁸ muestran una tendencia creciente. Por su parte, los productos no tradicionales también registraron un gran dinamismo en sus exportaciones, los productos que generaron mayores ingresos fueron los enlatados de pescado y flores naturales



Fuente: Banco Central del Ecuador

Reserva de Libre Disponibilidad (RILD)

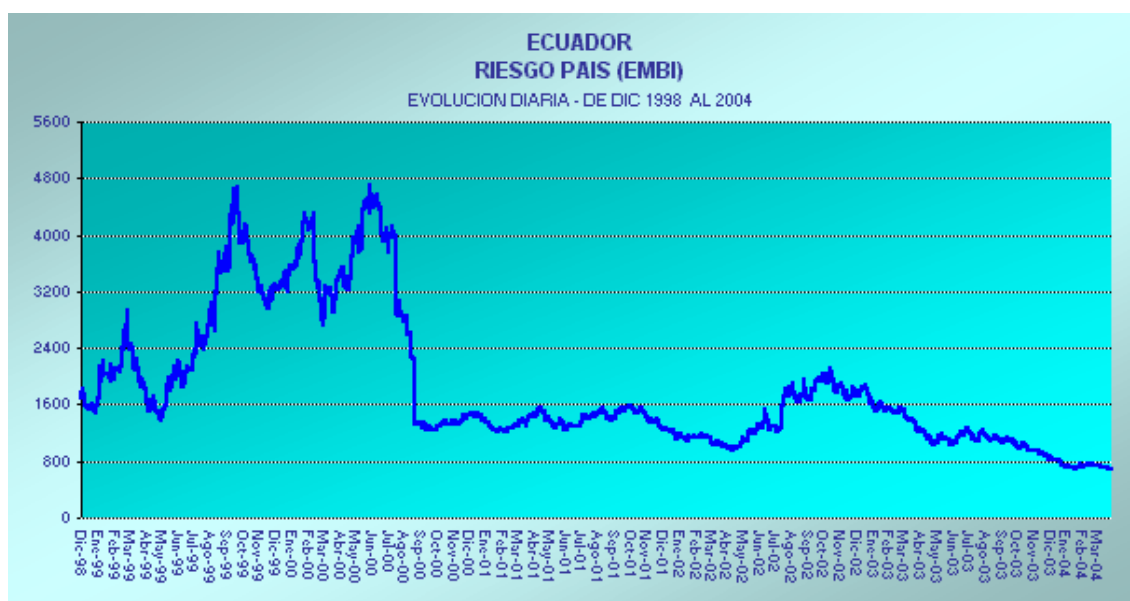
Sin duda, este incremento se sustenta en el elevado precio del petróleo en el mercado internacional, en los desembolsos externos canalizados hacia el sector público, y de otro lado, en los movimientos realizados al interior de la economía y que afectan directamente a los depósitos del SPNF en el BCE, así como a los depósitos del sistema financiero por concepto de encaje.



¹¹⁸ En este grupo se encuentran las exportaciones de banano, camarón, café y elaborados; cacao y elaborados, atún y pescado.

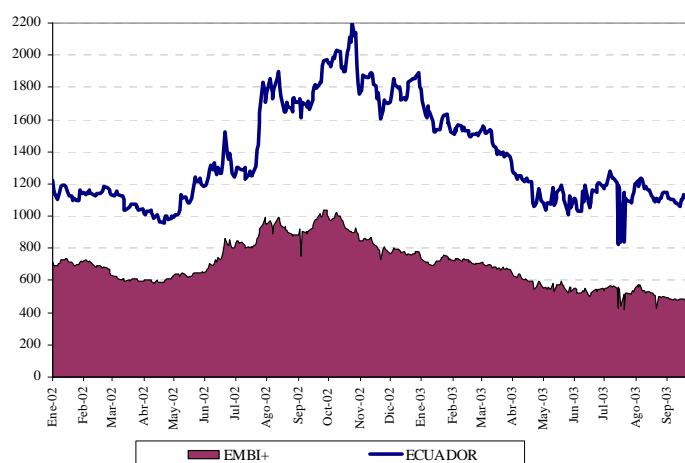
Evolución del EMBI (Emerging Market Bond Index)

La percepción de riesgo por parte de los inversionistas extranjeros muestra en general una tendencia decreciente con un comportamiento volátil que estuvo determinado por factores positivos y negativos. Entre los factores positivos, se puede mencionar la ratificación del Acuerdo con el FMI y los anuncios de licitaciones petroleras en el país con miras a atraer la inversión extranjera. Estos hechos favorables estuvieron contrarrestados con hechos como la devolución del Proyecto de Reforma a la Ley de Servicio Civil y Carrera Administrativa y el incremento del presupuesto del Gobierno Central registraría para el año 2004.



Fuente: Banco Central del Ecuador

Evolución del EMBI



Fuente: JP Morgan

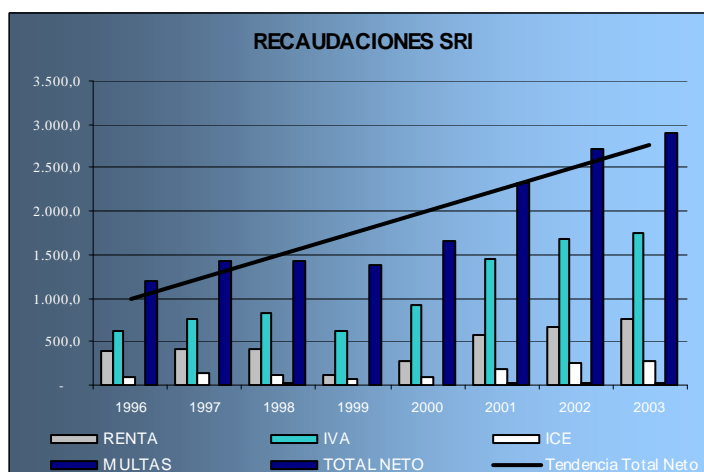
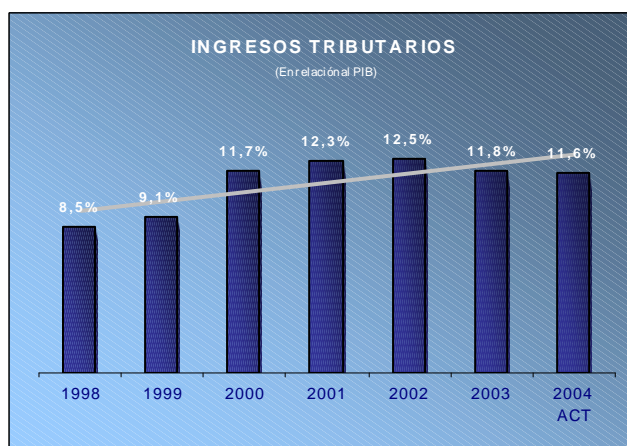
B. SECTOR PÚBLICO

Las Finanzas Públicas ecuatorianas registran problemas de orden estructural. Así, las cifras observadas reiteran la dificultad para generar nuevas fuentes de ingresos permanentes, pues el incremento de los ingresos se sustenta básicamente en:

- i. Elevado precio internacional de venta de petróleo;
- ii. Ingreso por contribuciones a la Seguridad Social; y,
- iii. Marginalmente, en el incremento del porcentaje de la retención del impuesto a la renta.

Por el lado del gasto, se observa una persistente inflexibilidad, agravado por la expansión del gasto corriente que se compensa con la contracción del gasto de inversión y de capital.

Las dificultades para financiar las operaciones del Gobierno Central y la permanente iliquidez de la caja fiscal impiden eliminar la deuda flotante y cumplir con la totalidad del gasto presupuestado. En este sentido, es importante destacar que los ajustes de gasto del Gobierno Central operados por la Tesorería de la Nación cuenten con el respaldo de las correspondientes Resoluciones Ministeriales.



Existen consideraciones esenciales por emprender, el BCE determina los siguientes:

- Precautelar la sostenibilidad fiscal mediante el cumplimiento de las reglas macrofiscales dispuestas en la Ley Orgánica de Responsabilidad, Estabilización y Transparencia Fiscal , y de las disposiciones relativas a la transparencia, durante todo el proceso presupuestario.
- Facilitar el incremento permanente de las recaudaciones tributarias mediante la aplicación de una reforma que implique un sistema tributario simple y ágil, de sencillo acceso a los contribuyentes y fácil control para los organismos de administración y control tributario. Decisiones relativas a la reducción de las preasignaciones vigentes, eliminación de escudos fiscales, fortalecimiento de la política arancelaria y de comercio exterior, constituyen mecanismos que facilitarán la eficiencia de la política fiscal.
- Sustentar adecuadamente ex ante, todo proyecto de ley en un estudio técnico, que cuantifique el costo-beneficio de su aprobación por parte del Congreso Nacional. Esto transparentará de modo integral cada propuesta y evitará oportunamente la aprobación de leyes que implican sacrificio fiscal no compensado o generen inseguridad jurídica, que perjudican las cuentas fiscales y el riesgo país.
- Sustentar el redimensionamiento del Estado Ecuatoriano en estudios previos que de modo técnico expresen sus verdaderos requerimientos y disponibilidades, para mejorar la eficiencia de la producción de los bienes y servicios públicos, así como la eficiencia de la asignación de recursos.
- Proteger el cumplimiento de gasto de inversión y social previsto en el Programa Económico y en el Presupuesto, sin descuidar la calidad de dicho gasto. Esto es fundamental vista su progresiva contracción frente a la expansión del gasto corriente.
- Restituir una Unidad Técnica Interinstitucional de Endeudamiento como una expresión de transparencia fiscal. Esta Unidad debería coordinar de modo integral la política de endeudamiento público, a fin de racionalizar y optimizar los recursos provenientes de la deuda en el marco de las metas establecidas en la Ley de Responsabilidad Fiscal.
- Aplicar las disposiciones de transparencia fiscal contenidas en la mencionada ley, mediante la exigencia a todas las instituciones públicas para que cumplan efectivamente con tales principios a través de la publicación y difusión de información completa y oportuna de las operaciones efectivas y devengadas.
- Coadyuvar la repotenciación de Petroecuador e implementar la apertura petrolera, tanto a la inversión como a la comercialización en el mercado interno, en términos que mejoren los actuales niveles de ingresos petroleros para el Estado Ecuatoriano y el crecimiento de la economía.

- Sustentar la reducción y eliminación del subsidio al gas doméstico complementado con una óptima focalización de este, hacia los sectores de menores ingresos, a fin de evitar costos adicionales para el Estado.

Un ambiente político inestable como el ecuatoriano requiere que el analista centre su atención en el seguimiento adecuado que el gobierno de turno brinde a este tipo de medidas¹¹⁹, por lo tanto nuevamente juega un papel primordial la incertidumbre y el adecuado establecimiento de expectativas.

C. SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

La banca privada sigue manteniendo una política de altos niveles de liquidez, que se basa en la ausencia de una efectiva red de seguridad financiera, básicamente por la falta de un prestamista de última instancia. Esto ha exigido a los bancos a acumular reservas de liquidez que les permitan cubrirse ante eventuales riesgos, sacrificando de esta forma su capacidad de otorgar mayores niveles de financiamiento a los sectores productivos y cumplir con su rol de intermediación financiera.

Por supuesto ésta medida fue tomada por la asociación de bancos privados luego de sufrir la crisis bancaria del 99¹²⁰, que entre sus causales tuvo un fenómeno natural en 1997, el fenómeno del Niño, éste causó inundaciones e interminables lluvias, destruyó la costa ecuatoriana. Los daños sumaron 13.4% del PIB (2651 millones de dólares), el sector social fue afectado con el uno por ciento, la infraestructura con un 4.2%, y el sector productivo con un 6.5%. Los servicios de emergencia también causaron costos altos.

Los daños más grandes¹²¹ en el sector productivo eran en las empresas de pesca y en el sector agrario (1020 millones de dólares), además de empresas de transporte y comunicación. Según reportes 286 personas murieron 162 resultaron heridas, 36 desaparecieron. 4899 casas fueron destruidas. Un gran número de instituciones sanitarias, como el sistema de agua potable y del alcantarillado fueron destruidas.

Los productos más afectados fueron la caña de azúcar (273 millones de dólares), la soya (146 millones de dólares) y el arroz (145 millones de dólares). Las camarónicas no fueron afectadas directamente, pero las lluvias interminables aumentaron la cantidad del agua dulce en las piscinas. La calidad del camarón sufrió.

Muchas empresas de la costa no pudieron pagar sus deudas por las grandes pérdidas. *Especialmente los bancos de la costa resultaron afectados.* El valor de la cartera vencida subió. La crisis económica empezó a expandirse.

¹¹⁹ Nos centramos en estas medidas debido a que el instituto fuente es el organismo público encargado del procesamiento y análisis de la información a nivel macro, por supuesto el interesado debe tomar en cuenta la opinión de agentes especializados privados y contrarrestar la versión.

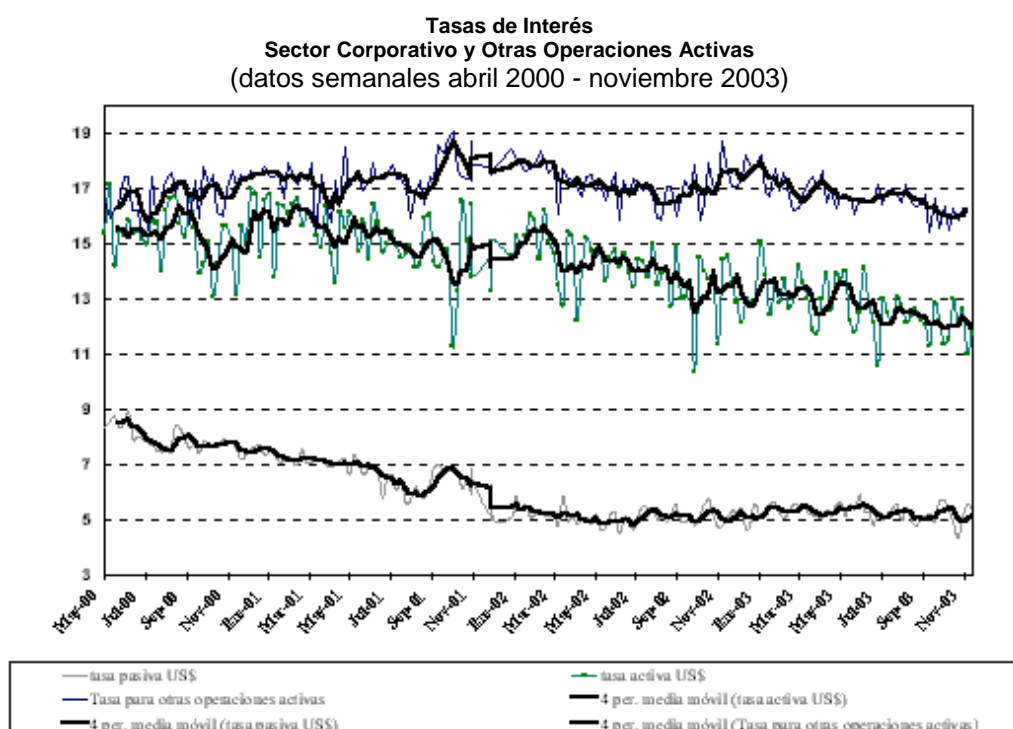
¹²⁰ A la cual nos referimos en el capítulo 1

¹²¹ Ver "La crisis bancaria en el Ecuador" Ruth Plitman Pauker

Volviendo al análisis, se destaca que durante el 2003, dentro de los depósitos se aprecia un cambio positivo de la preferencia del público por los depósitos a plazo, ya que durante los años 2001 y 2002 primó la preferencia por los depósitos a la vista. El destino principal de los recursos de la banca privada fue el crédito. Sin embargo, en los bancos cerrados todavía quedan depósitos por devolverse, cuya participación es de aproximadamente 11% frente al total. Este comportamiento de la banca privada por mantenerse líquida, se explica además por las actuales condiciones de financiamiento del Fondo de Liquidez y debido a que los niveles de reservas mantenidos como encaje en el BCE se presentarían débiles en caso de afrontar el efecto de una eventual corrida sistémica.

Tasas de Interés

En el siguiente gráfico se describe la evolución de las tasas activas¹²² y pasivas¹²³ referenciales y las tasas para otras operaciones activas¹²⁴, con una frecuencia semanal desde abril de 2000. Debido a la alta volatilidad de las series se graficó líneas de tendencia a través de “promedios móviles” en cuatro períodos¹²⁵.



¹²² Igual al promedio ponderado semanal de las tasas de operaciones de crédito de entre 84 y 91 días, otorgadas por todos los bancos privados, al sector corporativo. El sector corporativo se encuentra conformado por aquellas empresas que superan los 5 millones de dólares en ventas anuales y por lo tanto, está constituido por empresas de tamaño grande.

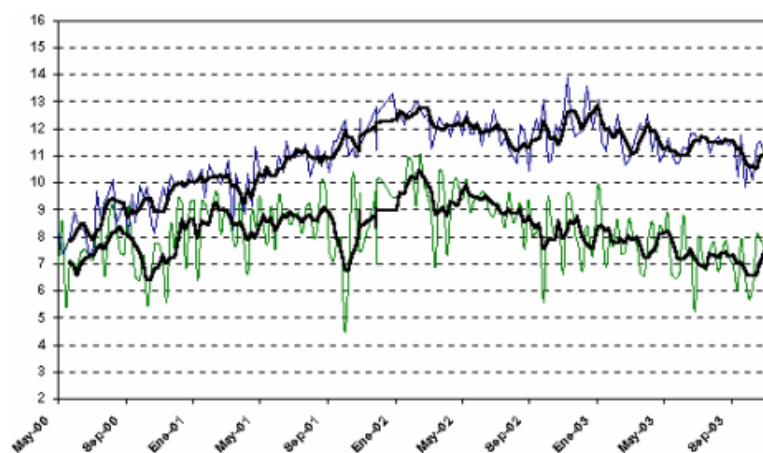
¹²³ Igual a la tasa nominal promedio ponderada semanal de todos los depósitos a plazo de los bancos privados, captados a plazos de entre 84 y 91 días.

¹²⁴ Igual al promedio ponderado semanal de las tasas de operaciones de crédito, otorgadas por todos los bancos privados, al sector no corporativo

¹²⁵ Este método consiste en que en cada período se consigna el dato correspondiente al promedio de los últimos cuatro períodos (en este caso, de las últimas cuatro semanas). Matemáticamente, significa que el dato de

La tasa al sector corporativo (empresas con ventas mayores a US\$ 5 millones anuales) ha sido menor. Sin embargo, las empresas de menor tamaño, así como las actividades de consumo y vivienda, no han tenido disminuciones en el costo del crédito.

Spread de Tasas
Sector Corporativo y Otras Operaciones Activas
 (datos semanales abril 2000 - noviembre 2003)



Fuente: Banco Central del Ecuador

La tendencia del spread de tasas de interés referenciales es descendente. Los bancos continúan con una política de mantener importantes montos como inversiones en el exterior a pesar de bajos rendimientos, lo cual ha afectado el margen de intermediación financiera sobre los créditos concedidos domésticamente, lo que no contribuye a una mayor reducción de las tasas de interés.

APÉNDICE PROYECCIÓN FINANCIERA

Este trabajo presenta una compañía integrante del sector de tarjetas de crédito, MASTERCARD del Ecuador S.A. con el objetivo de llevar a cabo un proceso de análisis y proyección adecuado que permita satisfacer las necesidades de los diversos usuarios: inversionistas, acreedores, administradores financieros y alta directiva. Para el hecho nos enfocamos en un análisis técnico que clasifica a la institución e identifica a sus principales competidores y mercado potencial para la extensión de su actividad.

A continuación extendemos la presentación de las proyecciones más relevantes, que por propósitos de enfoque a los resultados no fueron detalladas en el texto.

La tasa de crecimiento sostenible puede desarrollarse bajo supuestos de un modelo estable, donde el futuro es exactamente como el pasado del balance general y de las razones de desempeño; o puede prescindir de esta hipótesis y alejarse de un estado estable, donde las variables cambian de un año a otro. El grupo total de variables utilizadas queda de la siguiente manera:

Eo	= Capital inicial
CGo	= Comisiones Ganadas en el año anterior
b	= Tasa de Retención de Utilidades "Objetivo"
MO / CG	= Razón de Margen Operacional / Comisiones Ganadas "Objetivo"
D / E	= Razón Deuda a Capital "Objetivo"
A / CG	= Razón de Activos a Comisiones Ganadas "Objetivo"
NE	= Emisión de Capital
Div	= Cantidad Absoluta de dividendos anuales "Objetivo"

La fórmula para el estado estable es:

$$SGR = \frac{b * (1+(D/E))*(MO/CG)}{(A/CG) - (b * (1+(D/E))*(MO/CG))}$$

Ambos métodos se presentan en la siguiente tabla:

CUADRO No.1

PROYECCIÓN COMISIONES GANADAS					
Tasa de crecimiento sostenible en:	2003	2004	2005	2006	2007
Estado Estable	8,00%	8,38%	8,46%	8,64%	8,72%
Variables cambian año a año	5,89%	9,50%	4,19%	5,90%	4,29%
Tasa de crecimiento seleccionada	5,89%	9,50%	4,19%	5,90%	4,29%
Datos 2002					
Total Activo	\$ 52.525,03			Componentes de la Deuda	\$ 45.239,13
Deuda	\$ 45.239,13			CUENTAS POR PAGAR	\$ 11.441,87
Capital	\$ 7.051,23			OBLIGACIONES FINANCIERAS	\$ 82,51
Comisiones Ganadas	\$ 7.712,61			OTROS PASIVOS	\$ 4.016,96
Margen Operacional/Comisiones Ganadas	0,31			CUENTAS CONTINGENTES	\$ 29.697,79
Deuda/Capital	6,42				
Activos/Comisiones Ganadas	6,81				
PARÁMETROS AÑO A AÑO					
DESCRIPCIÓN	2003	2004	2005	2006	2007
Capital Inicial	\$ 7.051,23	\$ 7.403,80	\$ 7.773,99	\$ 8.162,69	\$ 8.570,82
Comisiones Ganadas en al año anterior	\$ 7.712,61	\$ 8.166,70	\$ 8.942,73	\$ 9.317,81	\$ 9.867,69
Tasa de retención de utilidades "objetivo"	0,270	0,270	0,270	0,270	0,270
Razón Margen Operacional / Comisiones Ganadas "objetivo"	0,311	0,316	0,321	0,326	0,331
Razón Deuda a Capital "objetivo"	6,000	6,090	6,181	6,274	6,368
Razón de Activos a CG "objetivo"	7,950	7,830	7,980	8,040	8,200
Emisión de Capital	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00
Cantidad Absoluta de dividendos anuales "objetivo"	\$ 320,00	\$ 355,00	\$ 410,00	\$ 470,00	\$ 520,00

En detalle:

El Estado Estable requiere definir las siguientes variables:

- Tasa de Retención de Utilidades "Objetivo"
- Razón Margen Operacional / Comisiones Ganadas "Objetivo"
- Razón Deuda a Capital "Objetivo"
- Razón de Activos a Comisiones Ganadas "Objetivo"

Donde:

La razón de Activos a Comisiones Ganadas es una medida de eficiencia de la operación, como medida relativa de la eficiencia utilizamos la razón Margen Operacional sobre Comisiones Ganadas. La tasa de retención de utilidades y la razón de deuda se determinan de acuerdo con la teoría y la práctica de los dividendos y de la estructura de capital.

En cambio al permitir el desequilibrio a través del tiempo se requiere definir las siguientes variables:

- Capital Inicial
- Comisiones Ganadas en al año anterior
- Razón Margen Operacional / Comisiones Ganadas "objetivo"

- Razón Deuda a Capital "objetivo"
- Razón de Activos a CG "objetivo"
- Emisión de Capital
- Cantidad Absoluta de dividendos anuales "objetivo"

Donde,

Emisión de Capital es monto del nuevo capital captado y expresamos la política de dividendos en términos de cantidad absoluta, según la compañía desee pagarlos

En ambos casos:

La deuda es ajustada al tipo de institución, no utilizamos el total de los pasivos debido a que estaríamos incluyendo las obligaciones con el público que incluyen los depósitos a la vista y los depósitos a plazo (como montos relevantes) que distorsionarían el análisis de la razón de deuda. Los componentes de la deuda y sus respectivos montos también se detallan en el cuadro anterior.

Por lo tanto los resultados correspondientes a las dos alternativas son:

CUADRO No.2

COMISIONES GANADAS					
Alternativa	2003	2004	2005	2006	2007
Opción A	\$ 8.329,41	\$ 9.027,17	\$ 9.790,55	\$ 10.636,87	\$ 11.564,41
Opción B	\$ 8.166,70	\$ 8.942,73	\$ 9.317,81	\$ 9.867,69	\$ 10.291,28

*Donde: Opción A = Estado Estable
Opción B = Variables cambian año tras año

Se seleccionó la Opción B por ajustarse a la estrategia y permitir incluir parámetros de crecimiento que aumenten la participación de mercado en el horizonte de planificación a pesar de presentar un monto menor que la Opción A.

Cartera Neta

El siguiente cuadro presenta el proceso de proyección de la Cartera Neta, como se mencionó en el texto la Cartera Neta es la base directa de cálculo de los Cargos Operativos e indirecta de los Ingresos por Financiamiento.

CUADRO No.3

AÑO	Cartera Neta	Cartera Total Productiva	Cartera de pago al contado	Número de tarjetas proyectadas	Cartera Productiva por tarjeta	Cartera Productiva x cuenta	Total Ctas
2002	\$ 36.534,72	\$ 37.801,06	\$ 1.266,34	111,92	\$ 337,74	\$ 355,52	90.259,86
2003	\$ 41.328,08	\$ 42.760,56	\$ 1.432,48	125,35	\$ 341,12	\$ 359,08	101.091,04
2004	\$ 45.915,50	\$ 47.506,98	\$ 1.591,48	137,89	\$ 344,53	\$ 362,67	111.200,14
2005	\$ 50.084,62	\$ 51.820,61	\$ 1.735,99	148,92	\$ 347,98	\$ 366,29	120.096,15
2006	\$ 53.114,74	\$ 54.955,76	\$ 1.841,02	156,37	\$ 351,46	\$ 369,96	126.100,96
2007	\$ 56.328,18	\$ 58.280,58	\$ 1.952,40	164,18	\$ 354,97	\$ 373,66	132.406,01

En detalle:

La columna Total de Cuentas presenta los valores proyectados según tasas ajustadas a un resultado promedio planificado para el horizonte de planificación, se posee el valor de la Cartera Productiva por tarjeta (gracias al registro de la compañía) para el año 2002 éste nos permite obtener el valor de la Cartera Productiva por cuenta (CPC) para el mismo año mediante la división Cartera Total Productiva / Total de cuentas (debido a que la Cartera Total Productiva = # de tarjetas proyectadas * Cartera Productiva por tarjeta¹²⁶).

Para los años de proyección incrementamos el monto de la CPC estableciendo una tasa de "Incremento en productividad por cuenta" igual a 1%, esto como parte de los objetivos de crecimiento de la compañía. Con el valor anual proyectado de CPC calculamos la Cartera Productiva por tarjeta que nos permite extender la proyección al resto de los registros.

Cartera Neta Ponderada

Para el cálculo de los Ingresos por Financiamiento se requiere modificar el valor de Cartera Neta para que el mismo registre valores estables, es decir, ponderamos su resultado para que dependa en un 35% del registro de Cartera Neta Ponderada (CNP) del período anterior. Poseemos el registro de CNP del año 2002 lo que nos permite extender la proyección según la fórmula:

$$\text{Cartera Neta Ponderada}(n) = ((\text{Cartera Neta Ponderada}(n-1)) * 35\%) + (\text{Cartera Neta} * 65\%)$$

Ingresos por Membresía

Ingresos por Membresía = (Ingresos por Tarjeta Clásica) + (Ingresos por Tarjeta Gold e Internacional) – (Bonificación de cuota)

Para este rubro detallaremos el proceso realizado para proyectar el número de tarjetas (que es el mismo para tipo de tarjeta clásica y tipo de tarjeta gold o internacional)

¹²⁶ El número de tarjetas por período se obtiene mediante relación 1.24 tarjetas por cuenta, mencionada previamente en el contenido (Sección 4.2.2)

a. Número de tarjetas

Ya que poseemos los registros del año 2002 y de años anteriores para el número de tarjetas emitidas dejamos de lado la relación de 1.24 tarjetas por cuenta y, como fue el objetivo inicial, centramos el análisis sobre el producto principal enlazando los ingresos para cada tipo de tarjeta según su particular comportamiento histórico. Para el hecho primero obtenemos la relación “# de tarjetas por cuenta del período anterior” y ese resultado lo multiplicamos por el número de cuentas proyectadas para el período, por lo tanto utilizamos la siguiente fórmula:

$$\text{Número Tarjetas (n)} = \left[\frac{\text{Número de Tarjetas (n-1)}}{\text{Número de Cuentas Compañía(n-1)}} \right] * \text{Número de Cuentas Compañía(n)}$$

Una vez establecidos los valores de número de tarjetas por año calculamos los Ingresos para cada tipo multiplicando por el precio estimado.

Rubros de Ingresos y Egresos anexados al crecimiento económico

Se determinó la tasa de crecimiento promedio para el horizonte de planificación aplicando promedio simple a la tasa de variación anual presentada por el PIB desde 1993-2001, el siguiente cuadro presenta los valores por año según cálculos del BCE¹²⁷

CUADRO No.4

1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
4,70%	1,70%	2,40%	4,10%	2,10%	-6,30%	2,80%	5,10%

Fuente: Banco Central del Ecuador / Dirección General de Estudios

PROYECCIÓN DEL ESTADO DE SITUACIÓN

Una vez determinado el monto estimado de cartera total productiva para cada período del horizonte de planificación, con el propósito de obtener los FCL proyectamos la situación de cada rubro del estado de situación general, bajo el siguiente procedimiento:

1. Si sabemos que la cartera total se conforma de la rotación de recursos de la cuenta 62 (Cuentas Contingentes Acreedoras) y del registro de la 14 (Cartera de Créditos), al establecer como meta anual la disminución en 20% de la participación de la

¹²⁷ Tomado de publicación Información Estadística Mensual (Boletín) “Oferta y utilización de Bienes y Servicios”

cuenta 14 (con el propósito de incrementar altamente los contingentes) determinamos el monto requerido cada año del HP para mantener la cartera estimada.

2. Luego de extraer los resultados del período se establece una tasa de crecimiento del 1.5% sobre el capital propio invertido, esto permite el obtener de las reservas requeridas.
3. El crecimiento de 10% de la Deuda, que en el 2002 sumó US\$ 45.239,13, permite determinar el monto de varios rubros del pasivo (luego de fijar constante su representación sobre la Deuda, ver Cuadro No.5) además de las obligaciones con el público. Para mantener el WACC como tasa de descuento para cada período calculamos el monto de Activos correspondiente al nuevo nivel de Deuda (estructura de capital constante)
4. Activos:
 - a. 85% de los depósitos se utilizan como capital de trabajo de cartera
 - b. Las Inversiones incrementan a una tasa del 50% anual, con el propósito de cambiar su representación sobre los activos del actual 2% a un porcentaje mayor al 10 en el 2007.
 - c. Por el contrario para Cuentas por Cobrar, Activos Fijos y Otros Activos se establece decremento anual de 2, 5 y 15% respectivamente. No obstante los Otros Activos caen inicialmente un 55% (cambiando su relación de 48% a 7% sobre los activos del 2002 al 2007) con el propósito de obtener recursos para lograr el incremento deseado de las inversiones.

CUADRO No.5*

%	DESCRIPCIÓN	2002	2003	2004	2005	2006	2007
25,29%	CUENTAS POR PAGAR	\$ 11.441,87	\$ 12.586,06	\$ 13.844,67	\$ 15.229,13	\$ 16.752,05	\$ 18.427,25
0,18%	OBLIGACIONES FINANCIERAS	\$ 82,51	\$ 90,76	\$ 99,84	\$ 109,82	\$ 120,81	\$ 132,89
-	OTROS PASIVOS	\$ 4.016,96	\$ 3.866,84	\$ 1.768,06	\$ 453,87	\$ 684,29	\$ 1.343,86
-	CUENTAS CONTINGENTES	\$ 29.697,79	\$ 33.219,38	\$ 39.026,78	\$ 44.420,45	\$ 48.677,46	\$ 52.954,08

*Las Cuentas Contingentes se obtienen en primer numeral del procedimiento

Los Otros Pasivos completan el pasivo requerido para la actividad estimada bajo estructura de capital constante

DETERMINACIÓN DEL FCL

Para determinar la Capacidad de Deuda se obtiene el crecimiento (en monto) de los totales del Cuadro No.5. El Capital de Trabajo requiere:

CUADRO No.6

DESCRIPCIÓN	2003	2004	2005	2006	2007
VAR_Fondos Disponibles	-\$ 6.820,39	\$ 2.823,93	\$ 2.671,42	\$ 3.666,22	\$ 3.015,20
VAR_Inversiones	\$ 573,88	\$ 860,82	\$ 1.291,23	\$ 1.936,84	\$ 2.905,26
VAR_Cartera	\$ 25.493,87	\$ 4.064,29	\$ 4.099,47	\$ 2.868,32	\$ 3.056,44
VAR_CxC	-\$ 64,30	-\$ 63,01	-\$ 61,75	-\$ 60,52	-\$ 59,31
VAR_Otros Activos	-\$ 13.690,47	-\$ 1.680,19	-\$ 1.428,16	-\$ 1.213,94	-\$ 1.031,85
Variación en Capital de Trabajo	\$ 5.492,59	\$ 6.005,84	\$ 6.572,21	\$ 7.196,93	\$ 7.885,74

SOBRE LOS RESULTADOS DE LA PROYECCIÓN DEL P&G

Las siguientes cuentas no forman parte del cuadro presentado en el texto sobre el Estado de pérdidas y Ganancias proyectado, a pesar de ser parte de la presentación realizada por la compañía a la Superintendencia de Bancos, esto se debe a que su comportamiento histórico reflejó valores nulos (ésta aclaración la realizamos debido a que podría malinterpretarse inicialmente el omitir estas cuentas en el P&G 2002 reportado por la compañía, mismo que se presenta tal como se muestra en información abierta al público) por supuesto la situación de estas cuentas guarda fuerte dependencia sobre la normativa del Catálogo Único de cuentas (ver Anexo Legal)

5102	Operaciones Interbancarias
5190	Otros Intereses y Descuentos
5201	Cartera de Créditos
4102	Operaciones Interbancarias
4104	Valores en Circulación y Obligaciones Convertibles en Acciones
4105	Otros Intereses
46	Otras Perdidas Operacionales
47	Otros Gastos y Perdidas*

*En este caso históricamente se presenta registros, sin embargo son sumamente aleatorios y sobretodo no presentan un valor representativo sobre el total de los gastos, por lo tanto omitimos su participación (registra 0 en el Estado). Recordemos que la cuenta Otros Gastos y Pérdidas suele ser utilizada para registrar anomalías fortuitas de la operación, una situación muy poco predecible.

APÉNDICE VALORACIÓN

La justificación de una inversión se relaciona de manera directa con el valor que genera dicha actividad, bajo un análisis costo beneficio ajustado a las características del tipo de inversionista inmiscuido en la decisión.

A. Implicaciones teóricas sobre Valoración

Tradicionalmente la valoración de empresas ha distinguido dos formas o modelos de valorar: *el basado en los elementos que conforman el negocio, y el basado en las rentas previsibles.*

El primero de ellos, Métodos analíticos de valoración (MAV), considera los elementos tangibles individualizados de la empresa, asignando a cada uno un valor (contable o de mercado) y posteriormente (en caso de conocerse) se le agrega el valor intangible correspondiente al capital intelectual (fondo de comercio o goodwill). Esencialmente la fórmula de valoración es:

$$V_o = V(AT)_o + V(AI)_o$$

El segundo, Métodos de rendimiento de valoración (MRV), considera la empresa como un todo enfocado a la obtención de rentas, las cuales deben recoger tanto la utilización de los elementos tangibles como intangibles, *por lo que no requiere agregación de ningún tipo.*

La práctica ha desarrollado determinados métodos de valoración, Métodos prácticos o mixtos de valoración (MPV), se establece normalmente por actualización de rentas diferenciales (RD)¹²⁸. Se trata de métodos tomados de la experiencia, que combinan los dos precedentes intentando, en alguna medida, llegar a una ponderación de los mismos bajo un principio de prudencia. La siguiente ecuación refleja estos criterios:

$$V_o = V(AT)_o + \frac{RD}{i}$$

Cualquiera de los tres grupos de métodos tiene como fuente de datos principal, el ámbito interno de la empresa, fundamentalmente datos contables. Cuando la valoración tiene como puntos de referencia principales apreciaciones o juicios externos a ella, Métodos Comparativos, es decir externos o de mercado de valoración (MEV), se requiere de un

¹²⁸ Rentas obtenidas superiores a la rentabilidad normal de la inversión

mercado organizado de empresas o un sustitutivo del mismo (Bolsa de valores) que sea lo bastante desarrollado.

La siguiente tabla recoge los diferentes métodos de valoración comentados, y adiciona la existencia de métodos de base histórica o de base presente (precios de adquisición: históricos o contables, actuales de mercado)

Métodos analíticos	El valor de una empresa se obtiene mediante la suma algebraica de todos sus elementos patrimoniales previamente valorados de forma individualizada	De base histórica	Toman como referencia los valores contables sin modificación alguna
		De base presente	Toman como referencia los valores contables ajustados a valor de mercado o valor presente
Métodos de rendimiento	La empresa es un todo armónico con independencia de los elementos particulares que la componen cuyo valor viene determinado por la suma actualizada de las rentas futuras	De base histórica	Las rentas utilizadas están calculadas sobre la base de las pasadas, ajustadas o no.
		De base futura	Las rentas actualizadas se toman con cierta independencia de las pasadas
Métodos mixtos o compuestos	El valor de una empresa es una masa confusa, por lo que es mejor combinar los criterios analíticos y de rendimiento.	Si bien no se puede establecer la clasificación precedente, en cierta manera esta implícita en tanto que la mezcla de los métodos anteriores tiene que guardar ciertas reglas de homogeneidad.	

(*) Tomado de Rojo, A.A. (1994; 35)

A1. Valoración Analítica

Los MAV, consideran la empresa como un conjunto de elementos constituyentes de una estructura económica lista para la producción, la cual ha sido posible gracias a una determinada financiación. Tal estructura, en su doble vertiente, económica y financiera, aparece reflejada cualitativa y cuantitativamente, a través del balance de las empresas. Así, el valor de la empresa queda expresado como suma de todos y cada uno de los elementos que componen dicho balance.

Este método no tiene en cuenta el transcurso del tiempo. Aún suponiendo que el Balance recoge el justo valor de los elementos (hecho que no sucede), tiene el inconveniente de no mostrar el valor debido al conjunto, es decir a la organización (factor humano y social,

ubicación de la empresa, redes de distribución, imagen, etc) que representa el *valor oculto de la empresa*¹²⁹. Por lo tanto son métodos de gran sencillez y comprensión para el usuario. Entre las herramientas más utilizadas en éstos métodos esta el *Valor neto contable corregido (VNCC)* o valor del patrimonio neto corregido. Se entiende por valor neto contable (VNC) o patrimonio neto ajustado (PN'), al valor contable del conjunto de activos pertenecientes a los propietarios.

$$VNC = AT_r - RA$$

(ATr) Activo Total Real de la empresa

(RA) Recursos Ajenos o Pasivo Exigible

El VNCC¹³⁰, es un valor de la empresa que se determina recalculando el conjunto de los activos reales de la empresa de acuerdo con su función, uso y utilidad en la misma a valor presente o de mercado [ATR] y restando de dicho valor las deudas actualizadas a valor presente [RAR] de acuerdo con el coste vigente para tales deudas.

$$VE = AT_R - RA_R$$

A2. Valor de Rendimiento

“La renta empresarial depende tanto de la capacidad de la empresa para aunar los recursos humanos y físicos como puede hacerlo de los capitales en funcionamiento, pues éstos difícilmente pueden ser productivos y rentables sin un encaje adecuado en la organización”. Es conveniente valorar la empresa a partir de los flujos de renta generados por el conjunto de capitales económicos ya que las rentas son el resumen valorado de los capitales físico e intelectual.

En el proceso el tipo de renta utilizada puede ser: el resultado (RTDO), los dividendos (DIV) o los flujos de tesorería (FT), éstos últimos recogen el impacto de la inversión a lo largo del tiempo.

Valoración por actualización de FT.-

Parte de un concepto contable tradicional: *el valor de un negocio (VG) es la suma del valor de las deuda (RA) y los recursos propios ajustados (RP').*

$$VG = RA + RP'$$

¹²⁹ Ver Edvinson, L y Malone, L.S. 1999 Págs. 54-57

¹³⁰ Puede verse una aplicación detallada de este tipo de valoración en Rojo, A.A. 1994 Págs.163-189

Como lo que se desea valorar es la empresa para sus propietarios:

$$RP' - VG - RA$$

El valor del negocio (VG) y el valor de la deuda (RA) deben ser determinados por actualización de los flujos de tesorería y no directamente del balance¹³¹, por lo tanto:

$$VE_o = VG_o - RA_o$$

(VE) valor de mercado de la empresa para los propietarios

El VG de un negocio se forma a través de dos componentes:

$$VG_o = \sum_{j=1}^n \frac{FTO_t}{(1+k_{oj})^j} + \frac{VG_n}{(1+k_{on})^n}$$

1. Valor actual de los FT procedentes de la actividad que desarrolla la empresa durante un período de previsión (FTO).
2. Valor residual que se espera de la empresa al final del período de previsión (VGn), convenientemente actualizado al momento presente, el momento de la valoración.

El valor de los RA se determina por actualización de las corrientes financieras que a ella se asocian durante el período de previsión: intereses (GF), incrementos de la deuda y deuda esperada al final de período de previsión (RAn)¹³².

$$RA_o = \sum_{j=1}^n \frac{CF'_j}{(1+ki'_j)} - \sum_{j=1}^n \frac{\Delta RAC_j}{(1+ki'_j)} + \frac{RAC_{n-0}}{(1+ki'_n)^n}$$

FT procedentes de la actividad de la empresa.-

Para calcular los FTO deben considerarse dos posibilidades:

1. Que dispongamos de información directa de la empresa, apoyada en las manifestaciones de la dirección (método directo de cálculo).

¹³¹ A diferencia del método VNCC

¹³² No obstante, gran parte de los especialistas y empresas dedicadas a la valoración adoptan el criterio de considerar que la deuda es conocida al final del período de previsión o es estimada directamente.

2. Que nos basemos directamente en los datos ofrecidos en las memorias de las empresas por no tener el apoyo de la dirección (método relacional de cálculo).

Estimación de la Tasa de descuento.-

La tasa de descuento a utilizar por este método es el coste medio ponderado de capital (CMPC o k_0). Determinar esta tasa requiere conocer el coste de la deuda (k_i) y de los recursos propios (k_e)

$$k_0 = k_i \cdot \frac{RAC}{RAC + RP} + k_e \cdot \frac{RP}{RAC + RP}$$

O lo que es igual:

$$k_0 = k_i \cdot \frac{e}{e+1} + k_e \cdot \frac{1}{e+1} = \frac{k_i \cdot e + k_e}{e+1}$$

El k_i debe ser calculado después de impuestos (k_i')

El valor residual del negocio.-

Se trata del valor que se espera que tendrá la empresa una vez finalizado el período de proyección.

El período de tiempo seleccionado para las estimaciones.-

Efectuar estimaciones más allá de los cinco años en un contexto cambiante no es prudente, en la práctica se ha asumido este horizonte como período de proyección, calculándose el valor residual en el último año o período.

B. Herramientas de Aplicación

Bajo éste pauta teórica, ya sea desde el punto de vista de los propietarios, inversionistas, prestamistas financieros o compañías en expansión si se desea establecer valores confiables sobre las perspectivas del negocio en futuro inmediato y mediano se debe realizar un análisis de estructura financiera y administrativa sobre el objeto en cuestión, así se presentan las siguientes herramientas¹³³

¹³³ Entendiéndose que la puesta en práctica de las mismas reflejará su mayor aporte en cuanto se ajusten de manera óptima a las características del mercado y las peculiaridades que, para el caso, presente MASTERCARD. Sin dejar de lado el hecho de que mientras más campos se abarquen (bajo parámetros correctos) nuestra evaluación obtendrá mayor grado de validez.

B1. Análisis Competitivo

El análisis competitivo es un proceso que consiste en relacionar a la empresa con su entorno. Ayuda a identificar las *fortalezas y debilidades* de la empresa, así como las *oportunidades y amenazas* que le afectan dentro de su mercado objetivo. Este análisis es la base sobre la que se diseñará la estrategia, para ello deberemos conocer o intuir lo antes posible:

- La naturaleza y el éxito de los cambios probables que pueda adoptar el competidor.
- La probable respuesta del competidor a los posibles movimientos estratégicos que otras empresas puedan iniciar.
- La reacción y adaptación a los posibles cambios del entorno que puedan ocurrir en los diversos competidores.

“La competencia está integrada por las empresas que actúan en el mismo mercado y realizan la misma función dentro de un mismo grupo de clientes con independencia de la tecnología empleada para ello”. No es, por tanto, nuestro competidor aquel que fabrica un producto genérico como el nuestro, sino aquel que satisface las mismas necesidades que nosotros con respecto al mismo público objetivo o consumidor. Para dar una idea exacta de la importancia del *análisis competitivo*, debemos referirnos al proceso de *planificación de la estrategia comercial*, el cual responde a tres preguntas clave:

- *¿Dónde estamos?*, Análisis de la situación que nos responde la posición que ocupamos.
- *¿Adónde queremos ir?*, Supone una definición de los objetivos que queramos alcanzar y a los que necesitamos desplazar.
- *¿Cómo llegaremos allí?*, En este punto es donde debemos señalar el desarrollo de acciones o estrategias que llevaremos a cabo para alcanzar los objetivos y si podremos aguantar el ritmo.

Con respecto al *análisis de la situación*, del cual partimos para la realización del proceso de planificación estratégica, y del que podremos determinar las oportunidades y amenazas, debilidades y fortalezas de la organización, debemos centrarnos, a su vez, en dos tipos de análisis:

Análisis externo.- Supone el análisis del entorno, de la competencia, del mercado, de los intermediarios y de los suministradores.

Análisis interno.- Supone analizar la estructura organizativa de la propia empresa, y de los recursos y capacidades con las que cuenta.

B1.1 Análisis de las Fuerzas Competitivas.-

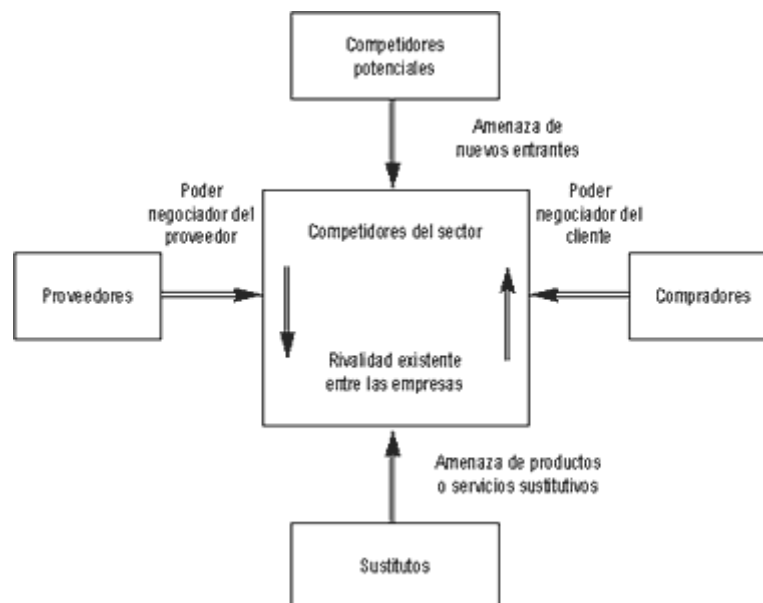
Toda competencia depende de las cinco fuerzas competitivas que se interaccionan en el mundo empresarial.

- Amenaza de nuevos entrantes
- Rivalidad entre competidores
- Poder de negociación con los proveedores
- Poder de negociación con los clientes
- Amenaza de productos o servicios sustitutos

La acción conjunta de estas cinco fuerzas competitivas es la que determina la rivalidad existente en el sector. *Los beneficios obtenidos por las distintas empresas van a depender directamente de la intensidad de la rivalidad entre las empresas, a mayor rivalidad, menor beneficio.* La clave está en defenderse de estas fuerzas competitivas e inclinarlas a nuestro favor.

Los factores cruciales en la competencia de una compañía se pueden representar, según Porter, de la siguiente manera:

FIGURA 1
ANÁLISIS DE LAS FUERZAS COMPETITIVAS



Barreras de Entrada.- La amenaza de los nuevos entrantes depende de las barreras de entrada existentes en el sector. Estas barreras suponen un grado de dificultad para la empresa que quiere acceder a un determinado sector.

Cuanto más elevadas son las barreras de entrada, mayor dificultad tiene el acceso al sector. Hay seis fuentes fundamentales de barreras de entrada:

Economías de escala.- Que se refieren a la disminución en costes unitarios de un producto cuando aumenta el volumen de compra.

Diferenciación de producto.- Significa que las empresas establecidas tienen identificación de marca y lealtad de cliente, esto crea una fuerte barrera de entrada ya que fuerza a los posibles entrantes a gastarse fuertes sumas en constituir una imagen de marca.

Requisitos de capital.- Necesidad de invertir recursos financieros elevados, no sólo para la constitución de la empresa o instalaciones, sino también para cubrir inversiones iniciales, entre otros requisitos de efectivo.

Acceso a los canales de distribución.- Necesidad de conseguir distribución para su producto. La empresa debe persuadir a los canales para que acepten su producto mediante disminución de precio, promoción, “reduciendo beneficios”.

Curva de aprendizaje o experiencia.- el know-how o saber hacer de toda empresa marca una importante limitación a los posibles competidores que tienen que acudir de nuevas a ese mercado concreto.

Política del gobierno.- puede limitar o incluso cerrar la entrada de productos con controles, regulaciones, legislaciones, etc.

Barreras de salida.- Las barreras de salida son factores económicos estratégicos y emocionales que hacen que las empresas sigan en un determinado sector industrial, aun obteniendo bajos beneficios e incluso dando pérdidas. Hay seis fuentes principales de barreras de salida:

Regulaciones laborales.- Suponen un alto coste para la empresa.

Activos poco realizables o de difícil reconversión.- Activos altamente especializados con pequeño valor de liquidación.

Compromisos contractuales a largo plazo con los clientes.- Por los cuales debemos permanecer más tiempo en el sector, manteniendo la capacidad para la fabricación.

Barreras emocionales.- Suponen una resistencia emocional por parte de la dirección a una salida que está económicamente justificada y que no se quiere llevar a cabo por lealtad a los empleados, por temor a la pérdida de prestigio, etc.

Interrelaciones estratégicas.- Las interrelaciones entre unidades de negocio y otras en la compañía en términos de imagen, capacidad comercial, acceso a mercados financieros, son la causa de que la empresa conceda una gran importancia estratégica a estar en una actividad concreta.

Restricciones sociales y gubernamentales.- La negativa del gobierno a decisiones de salida, debido a la pérdida de puestos de trabajo, a efectos económicos regionales.

Productos Sustitutos.- Los productos sustitutos limitan el potencial de una empresa. *La política de productos sustitutos consiste en buscar otros que puedan realizar la misma función que el que fabrica la empresa en cuestión.* Este concepto es el que hace que entre en competencia directa con el producto al que se le presenta como sustitutivo, ya que cumple la misma función dentro del mercado y satisface la misma necesidad en el consumidor. Los productos sustitutos que entran en mayor competencia son los que mejoran la relación precio-rentabilidad con respecto al producto de la empresa en cuestión.

B1.2 Estrategia de Actuación Frente a La Competencia.-

Estrategias de Crecimiento.-

Las estrategias de crecimiento buscan el crecimiento en ventas, beneficio o tamaño de la organización. Pueden establecerse tres tipos de estrategias partiendo de un objetivo de crecimiento:

Crecimiento Intensivo.- Esta estrategia es justificable cuando la empresa no ha explotado todas las oportunidades de sus productos en los mercados que cubre actualmente. La estrategia de crecimiento intensivo persigue el crecimiento de las ventas, cuota de participación o de beneficios, mediante la actuación y concentración en los mercados y productos con los que la empresa opera. Dentro de esta estrategia se incluyen las siguientes:

Penetración de mercado.- Consiste en aumentar ventas de productos actuales en mercados actuales, tiene el riesgo de beneficiar al conjunto de competidores en la medida en que influye más en la demanda global que en la demanda selectiva. Pueden ser adoptadas varias vías:

- Desarrollar demanda primaria
- Atraer clientes de competencia
- Adquisición de mercados
- Racionalización de mercado (abandono de segmentos no rentables)

Desarrollo de mercado.- Introducir productos actuales en mercados nuevos (persigue el crecimiento comercializando los productos actuales en mercados nuevos). Esta estrategia puede acometerse por distintas vías:

- Nuevos segmentos de usuarios (posicionando el producto diferentemente) en el mismo mercado geográfico
- Nuevos circuitos de distribución
- Expansión geográfica

Desarrollo de producto.- Desarrollar productos (nuevos productos o reformulaciones de los existentes) para mercados actuales. Consiste en aumentar las ventas desarrollando productos mejorados o nuevos, destinados a los mercados ya atendidos por la empresa.

Varias posibilidades:

- Adición de características
- Ampliar gama de productos
- Mejora de calidad

Integración.- Esta estrategia se justifica si una empresa puede mejorar su rentabilidad mediante el control de fuentes de abastecimiento o de canales de llegada al mercado. Esta estrategia persigue el crecimiento a través de un desarrollo que se puede orientar en dos direcciones:

Hacia arriba.- Generalmente guiada por la preocupación de estabilizar una fuente de aprovisionamiento de importancia estratégica. El control se produce sobre empresas distribuidoras.

Hacia abajo.- Consiste en la adquisición de una participación significativa en diferentes empresas proveedoras o fabricantes de productos intermedios. Su motivación es asegurar el control de las salidas de los productos, sin las que la empresa esta oprimida.

Diversificación.- Cuando el sector ya no provee beneficios, este tipo de estrategias siguen un objetivo de crecimiento y se basa en oportunidades que se detectan en mercados distintos del actual en los que se introducen productos muchas veces diferentes a los actuales.

Implica la entrada en productos-mercados nuevos para la empresa y se justifica si el sector industrial no presenta ninguna o pocas oportunidades de crecimiento o de rentabilidad, ya sea porque la competencia tiene una posición muy fuerte o porque el mercado de referencia esta en declive. Dentro de esta estrategia podemos distinguir:

Concéntrica.- Actividades complementarias en plano tecnológico /comercial, los mercados o productos con los que la empresa opera tienen relación comercial o tecnológica con los actuales.

Pura.- Hay una completa escasez de relación entre las actividades nuevas y las existentes, tanto en el plano tecnológico como en el comercial

Estrategias de participación de mercado.-

Competitivas, se desarrollan estrategias sobre la base de evaluaciones realistas de la relación de fuerzas existentes y de definir los medios a poner en funcionamiento para alcanzar el objetivo fijado. Partiendo de la cuota de mercado que poseen los productos

Líder.- Un producto líder es el que ocupa la posición dominante en el mercado y es reconocida como tal por los competidores. Es generalmente la compañía que contribuye al desarrollo del mercado de referencia, esta estrategia destaca su responsabilidad de desarrollar la demanda global, promoviendo nuevos usos de los productos, descubrir nuevos usuarios, *la empresa líder que amplía el mercado de referencia*. Se lleva a cabo de la siguiente forma:

Estrategia Defensiva.- Consiste en proteger la cuota de mercado constriñendo la acción de los competidores más peligrosos (Ej. enfrentamiento directo mediante la guerra de precios o lucha publicitaria)

Estrategia Ofensiva.- También permite a la empresa dominante extender su cuota de mercado beneficiándose al máximo de los efectos de experiencia y de mejorar la rentabilidad. Apoyándose en una relación entre participación de mercado y rentabilidad.

Estrategia de señal.- Otra estrategia es reducir su participación en el mercado, con el objetivo de evitar las acusaciones de monopolio o cuasi-monopolio.

Retador.- Producto o empresa que pretende alcanzar la posición del líder, para conseguir esto realizara estrategias agresivas:

Ataque Frontal.- Empleando las mismas armas que el líder, consiste en oponerse directamente, sin buscar atacarle particularmente en sus puntos débiles.

Ataque Lateral.- Empleando acciones en otras dimensiones estratégicas en las que el líder sea débil.

Seguidor.- Se busca una coexistencia pacífica en el mercado y se concentra en los segmentos en los que tiene una posición mayor a través de una mayor especialización en busca de una mayor rentabilidad reduciendo la diversificación. Es una estrategia que se desarrolla a través de un comportamiento de adaptación al líder, por un competidor con una baja cuota de mercado por lo tanto, esto se resume en 3 principios:

- Comportamiento adaptativo a líder
- Coexistencia pacífica
- No represalias del líder

Una estrategia de seguidor no implica una pasividad en el director de la empresa, sino que más bien implica una estrategia de desarrollo que no suscite represalias por parte del líder.

B2. Análisis Estratégico

El Análisis Estratégico permite a la alta administración determinar acciones relacionadas a reducir costos, mejorar procesos, mantener o eliminar actividades como resultado de la estrategia planteada. Para esto es necesario identificar las áreas que representan factores críticos de éxitos globales y cuales actividades son factores críticos de éxito específicos, ayudando a definir las actividades que son prioritarias para MASTERCARD.

Funciones Clave.-

Sí el propósito de la empresa es crear valor económico, existen dos factores que debe tomar en cuenta:

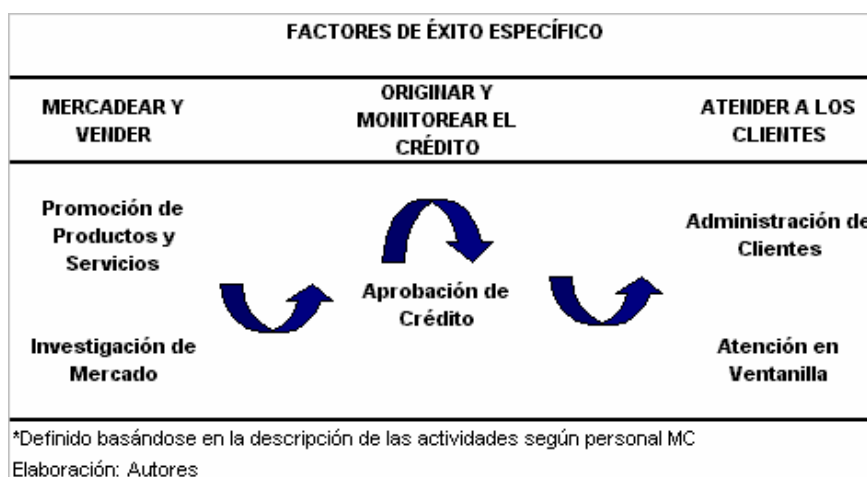
Factores Críticos de Éxito Globales.- Áreas clave donde las cosas deben “salir bien” para que la organización alcance exitosamente sus metas y objetivos estratégicos, en el caso de estudio la situación se presenta:

FIGURA 2



Factores Críticos de Éxito Específicos.- Aquellas actividades que teniendo resultados satisfactorios aseguran el éxito del negocio global, en el caso de estudio la situación se presenta:

FIGURA 3



Luego de definidos los factores críticos de éxito específicos, se procede a evaluar el grado de apego que cada uno tiene sobre los objetivos estratégicos de la organización, ubicando cada actividad (factor) en una matriz que detalla la situación de cada una y el apego con la estrategia de la institución.

FIGURA 4



Dependiendo de la ubicación en la que se encuentre la actividad del proceso es la siguiente:

Cuadrante I : Reingeniería para reducción de costos

Cuadrante II : Reingeniería integral para reducción de costos y mejoras en el proceso

Cuadrante III : Reingeniería para mejoras en el proceso

Cuadrante IV : Mantener

Como se determinó en el Capítulo 5 la herramienta a utilizar es el Método de Rendimiento de Valoración, que requiere establecer:

- Emisión de Capital Nueva e Inversión en Activos
- Beta Patrimonial y Prima por Riesgo
- Costo de la Deuda
- Tasa de reinversión

A continuación se detalla las operaciones que permiten obtener el valor del negocio¹³⁴:

CUADRO 1*

DESCRIPCIÓN	VALOR
INTERESES DEUDA	\$ 4.331,24
OBLIGACIONES FINANCIERAS	\$ 4.331,24
BENEFICIO OPERATIVO	\$ 1.759,46
CAPITAL INVERTIDO	\$ 80.414,61
CAPITAL SOCIAL	\$ 7.051,23
COMPONENTES DE DEUDA	\$ 45.239,13
OBLIGACIONES CON EL PÚBLICO	\$ 28.124,25
ROI	7,57%

La valoración financiera mide el resultado esperado futuro sobre expectativas del comportamiento de la actividad operativa del negocio, los resultados principales son:

CUADRO 2

DESCRIPCIÓN	MONTO
VALOR NEGOCIO	\$ 66.171,80
DEUDA EN T_o	\$ 43.665,59
VALOR EMPRESA¹	\$ 22.506,21

*Medido al 31/12/2003

¹³⁴ Se considera como capital invertido a los recursos que generan ingresos según el tipo de operación, para el tipo de institución se incluye los pasivos totales, el capital social y las cuentas contingentes

FUENTES

BIBLIOGRAFÍA

1. J. Fred Weston & Eugene F. Brigham, *"Fundamentos de Administración Financiera"* 10ma edición (McGraw-Hill)
2. Besley & Eugene F. Brigham, *"Fundamentos de Administración Financiera"* 12va edición (McGraw-Hill)
3. James Van Horne, *"Administración Financiera"* 10ma edición (Pearson Education)
4. Richard A Brealey, Stewart C. Myers. *"Principios de Finanzas Corporativas"* 8va edición (McGraw-Hill)
5. Edward I. Altman, *"Financial Ratios as Predictors of Failure"*
6. Francisco J. López Lubián & Walter de Luna Butz, *"Valoración de Empresas en la práctica"* (Serie McGraw-Hill de Management)
7. Ludwig von Mises, *"Teoría del dinero y Crédito"*
8. Golieb & David, *"Crédito y Cobros"*
9. Villegas Carlos, *"El crédito bancario"*
10. Vera Adolfo, *"Bancos, Dinero y Crédito: Interacción entre la Estructura Financiera y la Política Monetaria"*
11. Fred R. David, *"Conceptos de Administración Estratégica"* (Prentice Hall)
12. Christine Ermero, Trevor Watkins & Mike Wright, *"Mercadeo Estratégico de Servicios Financieros"*
13. Philip Kotter & Gary Armstrong, *"Mercadotecnia"*
14. Kotler Philip, *"Dirección de mercadotecnia: Análisis, Planeación y Control"*
15. Roque Espinosa, *"La crisis económica financiera ecuatoriana de finales de siglo y la dolarización"*

PAPERS & WORKING PAPERS

16. "La Valoración de Proyectos de Inversión Productivos" Mascareñas (2001)
17. "Metodología de Valoración de las Empresas de Internet" Mascareñas (2001)
18. "Valuing Company by Cash Flow discounting: Ten methods and nine theories" Fernández (2002)
19. "Elimination of Double Taxation of Dividends on Corporate Financial Policy" Robert H. Litzenberger y James C. Van Horne
20. Mascareñas (2000b)
21. Copeland, Koller y Murrin (2000)

TESIS ESPOL:

22. González Manuel, María Granda y José Lima *“Crisis Financieras y el papel de la Banca Central: un enfoque teórico”*
23. Iliana Vaca *“Análisis Estadístico y Financiero de la Banca ecuatoriana en la última década”*
24. Juan Domínguez, Johanna Freire, Ornella Noboa *“La Gestión y supervisión de la Banca Privada ecuatoriana”*

LEGISLACIÓN:

25. Ley de Régimen Monetario y Financiero
26. Ley General de Instituciones del Sistema Financiero
27. Ley sobre el Banco Ecuatoriano de la Vivienda
28. Ley de Régimen Tributario Interno
29. Ley de Cooperativas
30. Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros y de la Junta Bancaria
31. Constitución Política de la República del Ecuador

INSTITUCIONES PÚBLICAS

32. Banco Central del Ecuador (BCE)
33. Superintendencia de Bancos y Seguros
34. Bolsa de Valores de Guayaquil
35. Agencia de Garantía de Depósitos

INSTITUCIONES PRIVADAS

36. PACIFICARD S.A.
37. Compañía Anónima EL UNIVERSO
38. DINEDICIONES (Revista Gestión)
39. Economía, Negocios, Finanzas Compañía Limitada (Revista Ekos)

PERSONAS NATURALES

40. Msc. Econ. Sonia Zurita (ICHE-ESPOL)
41. Econ. Miguel Padilla
42. Econ. Jorge Luis León
43. Econ. Juan Manuel Yépez (EL UNIVERSO)
44. Ing. Ricardo Intriago (PACIFICARD)
45. Econ. Fátima Alvarado (BVG)