

T
332.64
ABAm
Escuela Superior Politécnica del Litoral

**Escuela de Postgrado en Administración de
Empresas**

Proyecto de Investigación

*“El Mercado de Valores como alternativa de
financiamiento de proyectos de las empresas
ecuatorianas”*

Realizado por:

*Ing. Guillermo Abad Alvarado.
Ing. Edgar Marcos Constantine*

Director de Proyecto:

Ing. Roberto Palacios

XI Promoción E.S.P.A.E. 1994-1996

09-05,1996



INDICE GENERAL

1.-	RESUMEN EJECUTIVO	1
2.-	ANTECEDENTES	3
3.-	PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	10
4.-	OJETIVOS GENERALES	10
5.-	OBJETIVOS ESPECÍFICOS	10
6.-	JUSTIFICACION DEL TEMA	12
7.-	METODOLOGÍA	14
8.-	MARCO TEÓRICO	16
8.1.-	MERCADO DE VALORES	16
8.1.1.-	MERCADO DE DINERO	17
8.1.2.-	MERCADO DE CAPITAL	18
8.2.-	INSTRUMENTOS DE CAPITALIZACIÓN	20
8.2.1.-	ACCIONES	21
8.2.2.-	ACCIONES ORDINARIAS	22
8.2.3.-	ACCIONES PREFERIDAS	25
8.2.4.-	OBLIGACIONES CONVERTIBLES	26
8.3.-	INSTRUMENTOS DE DEUDA	27
8.3.1.-	OBLIGACIONES	27
8.3.2.-	OBLIGACIONES CON GARANTÍA GENERAL	29
8.3.3.-	OBLIGACIONES CON GARANTÍA ESPECIFICA	30
8.3.4.-	PAPEL COMERCIAL Y OBLIGACIONES ESPECIALES	31
8.4.-	INSTRUMENTOS OTORGADOS POR EL SECTOR FINANCIERO	31
8.4.1.-	DIVERSAS FORMAS DE DEUDA	31
8.4.2.-	PRESTAMOS COMERCIALES	32
8.4.3.-	FUENTES DE FINANCIAMIENTO OTORGADOS POR LA CFN.	33
8.4.4.-	OTRAS DENOMINACIONES DE DEUDA	45
8.5.-	ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS Y EL FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS	46
8.5.1.-	COSTO DE CAPITAL	46

8.5.2.- FUENTES INTERNAS Y EXTERNAS DE FONDOS	49
8.5.3.- COSTO DE CAPITAL A LARGO PLAZO	51
8.5.4.- CALCULO DEL COSTO DE OBLIGACIONES	54
8.5.5.- DETERMINACIÓN DEL COSTO DE ACCIONES PREFERIDAS	56
8.5.6.- COSTO DE ACCIONES COMUNES	59
8.5.7.- COSTO DE UTILIDADES RETENIDAS	62
8.5.8.- ESTRUCTURA FINANCIERA DE CAPITAL	64
8.5.9.-APALANCAMIENTO FINANCIERO	65
9.- CASO DE ESTUDIO	72
10.- DETERMINACIÓN DE LA MEJOR ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO	94
11.- CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	99
12.- GLOSARIO DE TERMINOS	105
13.- BIBLIOGRAFÍA	108
14.- ANEXOS	110

ÍNDICE DE ANEXOS

- ANEXO 1.- ASESORÍA Y PROCEDIMIENTO PARA LA EMISIÓN
- ANEXO 2.- FINANCIAMIENTO POR MERCADO DE VALORES
- ANEXO 3.- BOLSAS DE VALORES
- ANEXO 4.- CASAS DE VALORES
- ANEXO 5.- CALIFICADORAS DE RIESGO
- ANEXO 6.- GRÁFICO VOLUMEN DE OPERACIONES
- ANEXO 7.- EMPRESAS OFERENTES DE TÍTULOS TRANZADOS EN EL MERCADO DE VALORES
- ANEXO 8.- GRÁFICO DE LA DISTRIBUCIÓN DE LOS TÍTULOS POR # EMPRESAS.
- ANEXO 9.- CUADRO DE COSTO SEGUN MONTO DE LA EMISION
- ANEXO 10.- COSTO DE UNA EMISION
- ANEXO 11.- GRÁFICO DEL COSTO COMPARATIVO DE CAPITAL
- ANEXO 12.- PARTICIPACIÓN DE TITULOS EN CANTIDADES MONETARIAS EN LA BOLSA DE VALORES
- ANEXO 13.- NEGOCIACIÓN RELATIVA POR TITULOS
- ANEXO 14.- CUADRO DE VOLUMEN DE OPERACIONES POR TIPO DE PAPEL

**ANEXO 15.- GRÁFICO DE VOLUMEN DE OPERACIONES
POR TIPO DE PAPEL**

ANEXO 16.- CUADRO VOLUMEN DE OPERACIONES

1.- RESUMEN EJECUTIVO

El propósito de este estudio es analizar la factibilidad de uso del mercado de valores como una alternativa para obtener financiamiento de largo plazo a través de emisión de títulos valores, con respecto al sistema financiero tradicional. Como objetivos específicos se analiza los métodos tradicionales de financiamiento de proyectos y los introducidos por la ley de Mercado de Valores y se determina que parámetros inciden en la factibilidad de emitir títulos valores.

Para toda empresa es un tema de preocupación la financiación de proyectos de expansión. Al analizar la evolución del mercado de valores en el Ecuador, es notorio que gran parte de las empresas no han incursionado en el mercado de valores. La razón para que una empresa busque financiamiento es porque los fondos propios no son suficientes para financiar un proyecto de expansión, o se requiere efectivo para capital de operación y para explotar otras oportunidades de inversión, o porque pueden aprovechar subsidios en las tasas de interés para ciertos sectores.

Para este trabajo se utilizó la información disponible en el mercado a través de la bibliografía existente; realizamos reuniones de trabajo con ejecutivos de la Bolsa de Valores de Guayaquil y de una casa de valores con la finalidad de analizar los prospectos de obligaciones y las funciones específicas como asesores e intermediarios.

Adicionalmente se desarrolló un caso específico con el fin de ilustrar las principales alternativas presentadas, y analizar los factores que permiten determinar cual es la opción que más se ajusta a la realidad de cada empresa. Encontramos que no existen reglas precisas para determinar la estructura óptima de financiamiento de cualquier compañía ya que, ésta no sólo depende de las decisiones internas de la empresa, sino también de como el mercado percibe a la compañía y el riesgo que implica los cambios en su estructura financiera.

2.- ANTECEDENTES

Las empresas en el Ecuador en su afán de obtener financiamiento más conveniente a sus intereses, deben analizar y decidir sobre la utilización de las diferentes alternativas que se presentan en el mercado.

Los proyectos de inversión, se deberán financiar con recursos de mediano y largo plazo, ya que los beneficios de los mismos se van a generar dentro de un horizonte correspondiente y pasará algún tiempo antes de que se logre recuperar el monto de la inversión.

Las instituciones y aquellas operaciones que tienen como finalidad captar y proveer los recursos de capital de largo plazo que requieren las empresas constituyen un mercado de capitales en oposición a las instituciones y mecanismos cuya actividad se circunscribe al corto plazo (por ejemplo, para financiamiento de capital de trabajo de las empresas o para el manejo de tesorería de las mismas).

Existen varias razones para que una empresa busque nuevos horizontes de financiamiento:

- ✓ Los fondos propios pueden no ser suficientes para financiar el proyecto de expansión.
- ✓ Los fondos propios pueden ser suficientes pero se requiere efectivo para capital de operación y para aprovechar otras oportunidades de inversión.

- ✓ Algunas veces es económico prestar dinero porque hay subsidios en las tasas de interés para ciertos proyectos.

El efecto del dinero prestado en el financiamiento de proyectos se manifiesta en tres aspectos:

- ✓ Los préstamos pueden financiar total o parcialmente la inversión en un proyecto y por eso es necesario separar las entradas al flujo del proyecto en inversiones netas propias (recursos propios de los inversionistas) y los préstamos.
- ✓ Los gastos financieros se dividen, de acuerdo con la legislación tributaria ecuatoriana, en gastos financieros deducibles, que reducen la utilidad y por ende los impuestos a pagar, y los gastos financieros no deducibles, que se descuentan de las utilidades netas y no producen ningún tipo de efecto tributario (Escudo Fiscal).
- ✓ Los pagos o amortizaciones de capital, que se restan para calcular el flujo de caja neto y no tienen efectos tributarios.

Una de las alternativas de financiamiento que se presenta es del Mercado de Valores.

Este mercado experimentó durante 1993 un importante crecimiento ocasionado por diversos factores: el proceso de estabilización de la economía, la expedición

de la Ley de Mercado de Valores, y el ambicioso plan de desinversión de la CFN.

Dentro del programa de ajuste estructural para el proceso de estabilización se pusieron en marcha algunas iniciativas del ejecutivo. Entre las propuestas de este gobierno se decidió implantar medidas de austeridad y estabilización en la economía, para llegar a metas de disminución de la inflación, reducción del déficit fiscal, mantener un tipo de cambio estable, crecimiento de la Reserva Monetaria Internacional y disminución del gasto fiscal.

En Mayo de 1993, fue expedida la Ley de Mercados de Valores. Con la expedición de la misma, tanto la Bolsa de Valores de Guayaquil -BVG- y la Bolsa de Valores de Quito -BVQ-, fueron reorganizadas y reformadas; adicionalmente surgió -SATI -, la bolsa de valores electrónica ecuatoriana. La expedición de esta ley fue un factor decisivo para el auge de las negociaciones en el mercado accionario, por cuanto estableció las condiciones para la operación de Mercado de Valores con sus participantes y otorgó incentivos tributarios para estimular el desarrollo del mismo. Entre los incentivos tributarios más importantes destacamos la exoneración de impuestos para las negociaciones de acciones.

También contribuyó al crecimiento del mercado accionario el ambicioso plan de desinversión que inició la CFN, la venta de acciones de compañías, entre ellas la

Cemento Nacional, Cemento Selva Alegre, Aztra y Fertisa; todo esto dentro del marco de un proceso de reducción del tamaño del estado.

Estos factores influyeron en el crecimiento de los precios de las acciones que orientó los recursos de los inversionistas hacia el mercado accionario de renta variable, lo cual contribuyó a la contracción de las negociaciones en títulos de renta fija, en un 16%.

En 1994¹, el volumen transado en las bolsas de valores ascendió a 1.28 billones de sucres, lo cual representa un crecimiento del 212% en comparación con 1.993². Dicha cifra, negociada solo por la BVG en el mercado global, presentó un repunte fuerte representando un crecimiento del 306% con relación al año 93. Las negociaciones en renta variable experimentaron un notable incremento en un 71% en dicho año (1994), pasando de representar al 0.81% en 1.992 a alcanzar el 68% en 1.993.

El programa adoptado por el actual gobierno logró una sólida estabilidad a la economía ecuatoriana y un sostenido crecimiento del mercado accionario hasta febrero de 1.995, cuando el país vivió un conflicto bélico con el Perú. A nivel macroeconómico, esta inesperada situación no afectó en gran medida a la economía ecuatoriana, pero sí llevó a las autoridades económicas a revisar las

¹ Fuente: BVG.

Elaboración: "Conferencia de Valores como motor del Desarrollo Productivo".

² Fuente: BVG.

Elaboración: "Conferencia de Valores como motor del Desarrollo Productivo".

metas planteadas para finales de 1.995³. Esta revisión del programa de estabilización de la economía incluyó la redefinición de los objetivos de inflación del 15% al 19-21%, equilibrio fiscal en lugar del superávit del 0.5% del PIB que se tenía previsto; y el realineamiento de la banda de flotación cambiaría con vigencia hasta agosto de 1.996.

Durante el periodo previo al inicio de las hostilidades, esto es, entre el primero y el 26 de enero de 1.995 el promedio de negociación en la BVG fue de 4.3 millones de dólares, presentando una estructura de participación del 60% en títulos de renta variable y de 40% en títulos de renta fija. A raíz del conflicto el volumen de negociaciones efectuadas en el periodo del 27 de enero al 16 de febrero se redujo a 1 millón de dólares y se modificó la estructura de participación, otorgándosele mayor participación a los valores de renta fija que fue del 53%, frente al 47% que obtuvieron los valores de renta variable. (Ver Anexos)

Una vez iniciado el cese al fuego unilateral por parte de Ecuador, se vio un repunte en las operaciones. En el período del 17 de febrero al 25 de julio de 1.995 el volumen de transacciones promedio se encontraba en 4.1 millones de dólares, es decir cercanos a los niveles obtenidos hasta antes del conflicto,

³ Fuente: BVG.

Elaboración: "Conferencia de Valores como motor del Desarrollo Productivo".

registrándose una estructura de participación en la que le corresponde un 24% para valores de renta variable y 76% a los valores de renta fija. (Ver Anexos)

Este cambio en la estructura de operación a raíz del conflicto obedece a las altas tasas de interés que el mercado de renta fija registrara, a la baja que transitoriamente registraron los precios de las acciones durante la etapa crítica del conflicto y, finalmente a la desconfianza en la estabilidad política y económica suscitada a octubre de 1.995 por problemas ocurridos con gastos reservados de la Vicepresidencia de la República, mentalizador de dicha política económica.

Al cerrar el primer semestre de 1.995, el crecimiento observado en el volumen de operaciones cerradas a nivel del mercado global (valores de renta fija y variable) fue muy significativo, pues comparando los periodos de enero - junio de 1.995 y 1.994, las cifras presentan un incremento del 426%.

Las firmas comerciales y el gobierno emiten papeles negociables con el objeto de obtener fondos para cubrir sus obligaciones a corto plazo. Estos papeles pueden ser comprados directamente por las instituciones financieras u otros inversionistas que dispongan de los recursos necesarios. Sin embargo la mayoría de las emisiones de papeles negociables de largo plazo privadas y del gobierno e instituciones autónomas (en países de mayor desarrollo) son compradas por bancos de inversión, o lo que traducido a nuestro medio serían los

departamentos de tesorería de los Bancos Comerciales, y las Compañías de Mandato e Intermediación Financiera.

La mayoría del crédito que financia bienes duraderos toma la forma de préstamos, cuando se trata de personas naturales. Las firmas comerciales también obtienen préstamos, principalmente de bancos comerciales, especialmente para necesidades a corto plazo, sin embargo cuando se trata de deuda a largo plazo combinan préstamos con emisión de papeles.⁴

Deben existir varias interrogantes sobre *la forma de financiamiento* de proyectos de la empresas ecuatorianas, como: ¿Necesita una empresa financiar su capital de trabajo ?, ¿Financiar con deuda a terceros o a accionistas?, ¿Financiar con recursos retenidos?, ¿Está planeando ampliar su empresa a través de nuevos proyectos?, ¿Por qué las empresas no participan en el Mercado de Valores?

Este trabajo se orienta a resolver estas interrogantes expuestas y ha de analizar si es conveniente o no el Mercado de Valores como alternativa de financiamiento de proyectos de las empresas ecuatorianas.

⁴ Fuente: BVG
Elaboración: BVG

3.- PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

El uso del mercado de valores como una alternativa factible para obtener financiamiento de proyectos a largo plazo con respecto al sistema financiero tradicional.

4.- OBJETIVOS GENERALES

El propósito de este estudio es analizar la factibilidad de uso del mercado de valores como una alternativa para obtener financiamiento de largo plazo a través de emisión de títulos valores, con respecto al sistema financiero tradicional.

5.- OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- ✓ **Analizar los métodos tradicionales de financiamiento de proyectos,** evaluando la preferencia de las empresas por métodos tradicionales de la banca comercial para financiar sus proyectos. Dentro de los métodos tradicionales podemos citar el financiamiento a través de servicios especializados de acuerdo al sector.

- ✓ **Analizar los métodos introducidos por la Ley de Mercado de Valores,**
para financiamiento a través de emisiones de acciones u obligaciones de la
empresa en el mercado de valores.

- ✓ **Determinar que parámetros inciden en la factibilidad de emitir acciones**
u obligaciones que puedan ser aceptados por el mercado bursátil.

- ✓ **Evaluar si la empresa esta falta de información sobre el mercado**
bursátil.

6.- JUSTIFICACIÓN DEL TEMA

El estancamiento del aparato productivo de nuestro país es causado por varias razones. Una de las principales es la dificultad que tienen las empresas para conseguir capital a bajo costo para sus proyectos de expansión.

El sector financiero ecuatoriano provee alternativas de financiamiento a través de los préstamos bancarios, pero son alternativas de corto plazo, y adicionalmente las tasas de interés son muy elevadas.

Existe una alternativa que consiste en la emisión acciones y obligaciones. Los Gerentes Financieros y Administradores de Empresas necesitan conocer estos instrumentos introducidos por la Ley de Mercado de Valores. Este trabajo pretende ilustrar esta opción, a través de un estudio de las ventajas y desventajas de emitir títulos valores. Se busca establecer una comparación en costos y aspectos técnicos, con el principal instrumento utilizado que es el préstamo bancario.

La regulación del Mercado de Valores ecuatoriano presenta ciertas particularidades que son recogidas en este documento, que busca ser un compendio entre el marco legal, los aspectos técnicos y sobretodo la implementación a través de un caso práctico de una emisión de títulos valores.

Este estudio establece cuestionamientos en favor de las empresas que buscan financiamiento. Sin embargo, otros actores del Mercado de Valores ecuatoriano pueden beneficiarse con el mismo, tal como la Bolsa de Valores de Guayaquil en su incesante gestión por difundir en mayor escala las ventajas de incursionar en el mercado de valores.

7.- METODOLOGÍA

Este trabajo es un estudio de las ventajas y desventajas de emitir títulos valores con respecto a los préstamos bancarios, con el objetivo de conseguir financiamiento.

Con esa finalidad primero se muestran las diversas alternativas de financiamiento. La principal fuente de información es la Ley de Mercado de Valores ecuatoriana, vigente a partir de 1993. A esta información se le anexa disposiciones del Consejo Nacional de Valores, cuando es de relevancia en el análisis de los instrumentos de financiamiento.

El marco teórico se refuerza con aspectos técnicos sobre finanzas corporativas, políticas de endeudamiento de las empresas y financiación de nuevos proyectos.

Se recaba información actualizada del mercado a través de la Bolsa de Valores de Guayaquil. Se proponen reuniones de trabajo con funcionarios del Departamento de Estadística con el fin de explicar las limitaciones en el desarrollo del Mercado de Valores. Adicionalmente se obtiene información de las Casas de Valores acerca de su labor como asesores de las empresas en el tema de las emisiones.

Se plantea un caso de estudio con la finalidad de ilustrar las diversas alternativas de financiamiento, tomando como base una empresa en operación. Se hace un análisis del financiamiento a través de un préstamo bancario, en comparación con una emisión de obligaciones y otra de acciones y se muestran cuales son los principales criterios decisorios de una u otra alternativa.

Finalmente se emiten las conclusiones correspondientes y se incluyen recomendaciones de acuerdo a los aspectos más relevantes que se encuentran en la realización de este estudio.

8.- MARCO TEÓRICO

8.1.- MERCADOS DE VALORES

Cuando se está hablando de capital de financiamiento se está haciendo referencia a recursos de mediano y largo plazo (préstamos, aportación de capital, reinversión de utilidades). En cualquier sistema financiero se requiere de la presencia de mecanismos e instituciones que provean a las empresas de los recursos de mediano y largo plazo que ellas requieren para financiar no solo el reemplazo de equipos y el crecimiento del negocio sino también la diversificación del mismo.

El mercado de valores tiene la función de proveer un mercado primario y un mercado secundario para valores fiduciarios. A través del mercado primario las empresas venden sus acciones y obligaciones directamente al público, obteniendo de esta manera el dinero necesario para su expansión. El proceso de vender valores en el mercado primario se denomina Oferta Pública⁵ y la negociación se la realiza en las Bolsas de Valores por medio de las Casas de Valores autorizadas.

Terminado el proceso de oferta pública, las acciones y obligaciones se negocian en el mercado secundario, el cual proporciona a los inversionistas un adecuado

⁵ Ley de Mercado de Valores, Título IV, Art. 6

número de ofertas y demandas y la oportunidad de comprar o vender en cualquier momento. Los compradores buscan obtener un adecuado retorno de su inversión cuando el precio de la acción suba (Ganancias de Capital) o a través del pago de dividendos e intereses, o una combinación de ambos. El vendedor, por otro lado, puede querer una ganancia o pérdida de capital y liberar su dinero con el fin de hacer otra inversión. Estos esfuerzos en total forman un proceso económico fundamental que crea nuevas actividades empresariales, nuevas plazas de trabajo y un más alto estándar de vida.

El Mercado de Valores constituye el medio en el que las compañías que demandan fondos transan con aquellas que los ofrecen. Lo conforman el Mercado Monetario y el Mercado de Capital. Éstos ofrecen un mecanismo en que los responsables de las finanzas de las empresas obtienen fondos de una amplia variedad de fuentes o colocan sus excesos de recursos.

8.1.1.- MERCADO DE DINERO

El mercado para inversiones financieras se conoce generalmente con el nombre de mercado monetario o de dinero, el cual no es propiamente un mercado en el sentido físico de la palabra. Consiste en un conjunto heterogéneo de bancos y agentes intermediarios (dealers) ligados entre sí por teléfonos y computadores. Aquí se negocian instrumentos financieros de corto plazo, considerándose como tales aquellos cuyo vencimiento es menor a un año.

Los mercados monetarios son importantes por dos razones:

- a) Proveen la oportunidad de ajustar las posiciones de liquidez de los participantes.
- b) Permiten incentivar el ahorro de parte de aquellos que poseen excedentes temporales, otorgando rentabilidad a sus recursos, que al no ajustarse a inversiones de largo plazo permanecerían ociosos.

8.1.2.- MERCADO DE CAPITAL

Las instituciones y aquellas operaciones que tienen como finalidad captar y proveer los recursos de capital que requieren las empresas constituyen un mercado de capitales, en oposición a las instituciones y mecanismos cuya actividad se circunscribe al corto plazo (por ejemplo, para financiamiento de capital de trabajo de las empresas o para el manejo de tesorería de las mismas)

La distinción entre mercado de dinero y mercado del capitales es en cierta forma conceptual y son las instituciones financieras que actúan en una o en otra parte (por ejemplo, bancos), las que establecen una conexión directa de los mercados de corto y largo plazo respectivamente.

El propósito primordial de los mercados de capital es canalizar el ahorro hacia la inversión. Este proceso sumado a la capacidad instalada de la nación, y a la mano de obra permite el incremento en el nivel de vida. Los ahorristas y las

instituciones financieras, cumplen un papel importante en el funcionamiento de estos mercados al adquirir papeles negociables.

8.1.2.1 BOLSAS DE VALORES

La Bolsa de Valores son instituciones de servicio público constituidas como asociación civil; los asociados son los agentes de Bolsa y la calidad de tal es inherente a la persona. Son instituciones creadas exclusivamente con el objeto de centralizar la compra y venta de valores y su registro, cuya emisión y colocación se encuentra oficialmente autorizada por la Comisión Nacional de Valores.

El mercado de valores es el marco en el que se realizan las inversiones bursátiles. Todo mercado es el encuentro organizado y continuo de la oferta y la demanda de un bien económico. Sin embargo, frecuentemente se utiliza la palabra mercado para designar el lugar, el emplazamiento geográfico donde se sitúa el contacto entre la oferta y la demanda o el conjunto mismo de las operaciones.

El mercado de valores es una parte de la organización o sistema financiero del país; una de las fuentes de suministro de capital. Forma parte del mercado de capitales, al cual concurren exclusivamente títulos de renta fija o variable.

La función básica que cumple la bolsa, y en general el mercado de valores, es la formación de capital; mediante la canalización del ahorro procedente de los

particulares e instituciones de ahorro, hacia las entidades públicas y privadas que los solicitan mediante la emisión de títulos.

Cumple así la Bolsa una función económica, mediante la facilidad del movimiento de fondos hacia entidades públicas y privadas. Debe aclararse que en la Bolsa únicamente pueden negociarse valores que ya están en circulación, valores denominados viejos y de circulación en el mercado secundario (los valores de nueva emisión se colocan en el mercado primario). Cumple una función social, mediante la división y difusión de la propiedad, creando nuevos poseedores de títulos. Cumple la función de difusión y promoción, creando un interés en las empresas, compañías e industrias, desarrollando tareas encaminadas a familiarizar al público en general con la actividad bursátil.

La Bolsa constituye un termómetro que recoge los fenómenos económicos, políticos y sociales que se viven dentro del país, de manera que todo lo que ocurre en la nación, de una u otra forma se refleja en las tendencias del Mercado Bursátil.

8.2.- INSTRUMENTOS DE CAPITALIZACIÓN

Los instrumentos de capitalización son aquellos títulos que dan a sus dueños la propiedad de una porción del patrimonio de una empresa que los emiten. Dentro

de estos instrumentos se incluyen también a las obligaciones convertibles por su naturaleza de quasi-capital.

8.2.1 ACCIONES

Las acciones son títulos nominativos representativos de una porción del capital de la empresa que los emite. Tienen las características de ser negociables sin limitaciones. Confieren al accionista todos los derechos fundamentales contemplados en la Ley de Compañías como son:

- La Calidad del Socio.
- Participar en los beneficios sociales observándose igualdad de tratamiento para los accionistas de la misma clase.
- Participar en la igualdad de tratamiento en la distribución del remanente que quedare en caso de liquidación de la compañía.
- Intervenir en las Juntas Generales y votar cuando sus acciones le conceden el derecho a voto.
- Integrar los órganos de Administración o de fiscalización de las compañías si fueren elegidos, en la forma prescrita por la Ley y sus estatutos.
- Gozar de preferencia para la suscripción de acciones en el caso de aumentos de Capital.

- Impugnar las resoluciones de la Junta General y demás organismos de la compañía, en la forma y en los casos establecidos en la ley de compañías.

Las acciones emitidas se contabilizan en la empresa a su valor nominal, sin embargo puede encontrarse acciones que no tengan establecido valor alguno.

Las acciones que se encuentran en poder de los inversionistas se hallan “en circulación”. Sin embargo, algunas de ellas pueden ser compradas por la propia empresa, hasta que desee revenderlas.

Se conoce como capital social autorizado al número máximo de acciones que se puede emitir, de acuerdo a los estatutos de la sociedad. Los accionistas son los únicos que pueden autorizar su incremento.

8.2.2.- ACCIONES ORDINARIAS

Los tenedores de acciones ordinarias de una compañía son sus dueños residuales. Poseen colectivamente la compañía y asumen los últimos riesgos asociados con su propiedad. Su responsabilidad, sin embargo, está limitada a la cantidad de su inversión. Estos accionistas tienen, en caso de liquidación un derecho residual después de que hayan pagado a los acreedores y los que tienen acciones preferidas.

Las acciones ordinarias no tienen fecha de vencimiento, el accionista puede liquidar su inversión vendiendo sus acciones en el mercado secundario.

Las ventajas de emitir acciones ordinarias son las siguientes:

- Reúne fondos para invertir o pagar deudas
- Permite obtener préstamos con términos más favorables, puesto que mejoran el índice de deuda-participación (patrimonio)
- Como no hay vencimiento, no hay una obligación futura de pago
- Proporciona a los dueños mayor liquidez a través de la creación de un mercado por sus acciones
- Permite la valoración de la compañía a través del Mercado de Valores y no de inversionistas privados
- Intensifica la visibilidad y la credibilidad de una compañía porque mayor información está disponible para clientes e inversionistas actuales y potenciales.
- Fomenta la dedicación de empleados al permitirles comprar parte de la empresa.

Puntos por considerar para emitir acciones ordinarias:

- La dilución potencial de propiedad y ganancias
- El mayor costo de financiamiento

Los accionistas ordinarios son propietarios de la sociedad. En consecuencia tienen un derecho de tanteo sobre cualquier cosa de valor que la empresa desee poner en circulación. También tienen derecho, en último término, al control de las actividades de la empresa.

Entre las prerrogativas que otorgan a quien controla la empresa tenemos:

- Elegir Directorios y nombrar Administradores (Gerente General, Vicepresidentes, Gerentes, y más miembros), y determinar sus remuneraciones y beneficios adicionales.
- Establecer políticas y cambiar el curso de los negocios cuando lo consideran necesario.
- Hacer adquisiciones de empresas o fusionarse.
- Capitalizar la compañía, venderla, liquidarla o disolverla.
- Declarar y Pagar dividendos.
- Cambiar los estatutos Sociales.
- Registrar las acciones y obligaciones de la compañía para oferta pública.
- Adquirir o vender activos
- Seleccionar a las compañías o personas con quienes se harán negocios o contratos.

8.2.3.- ACCIONES PREFERIDAS

Las acciones preferidas generalmente son acciones que tienen un dividendo fijo y que no tienen derecho a voto. Los tenedores de éstas tienen primer derecho a dividendos (antes de los accionistas ordinarios) pero no tienen participación en las utilidades residuales de la compañía. No tienen fecha fija de reembolso. Es usual que las empresas tomen la opción de rescatar las acciones preferentes a un precio determinado.

En el caso de liquidación de la empresa, la demanda de los tenedores de acciones preferidas viene después de la de los acreedores, pero antes de la de los tenedores de acciones ordinarias.

Una ventaja de las acciones preferidas es que proporcionan apalancamiento financiero a los tenedores de acciones ordinarios. Esto aumenta los efectos de mayores ganancias para los accionistas ordinarios. En el caso de acciones preferidas no acumulativas, cuando no hay utilidades no es obligatorio pagar dividendos. En el caso de fusiones, se puede ofrecer acciones preferidas a los dueños de la compañía adquirida (tendría un dividendo fijo que pudiera ser equivalente al dividendo histórico de la empresa).

El monto de acciones preferidas que emita una Compañía no puede exceder de 50% del Capital Total.

8.2.4.- OBLIGACIONES CONVERTIBLES

Las compañías anónimas pueden emitir obligaciones convertibles en acciones las que darán derecho a su tenedor para exigir alternativamente que la compañía le pague el valor de dichas obligaciones, conforme a las disposiciones generales o que las convierta en acciones. La conversión puede tener lugar en época o fechas determinadas o en cualquier momento a partir de las suscripción, o desde cierta fecha o plazo.

La emisión de obligaciones convertibles implica simultáneamente la decisión de aumentar el capital social autorizado hasta el monto necesario para atender las posibles conversiones. Los accionistas tendrán derecho de preferencia sobre las obligaciones convertibles que se emitan. en caso de no ejercerlo no se podrá reclamar derecho alguno sobre las acciones que se emitan para atender el derecho de conversión.

Una ventaja de las obligaciones convertibles es que se venden originalmente, a un precio mayor que el del mercado ya que el comprador tiene la opción de luego convertirlas en acciones ordinarias y compartir el éxito de la compañía. Con las obligaciones convertibles, una compañía puede obtener fondos que son temporalmente baratos y eso reduce el costo efectivo del interés. Además cuando los valores se convierten en acciones la compañía tendrá una posición financiera menos apalancada.

Las obligaciones convertibles dan derechos a su tenedor para exigir ya sea el pago de dichas obligaciones conforme a los términos del contrato de emisión o que la compañía emisora las convierta en acciones.

El factor de conversión de obligaciones a acciones (El número de acciones que se otorgue por cada obligación de una misma clase) está especificado en la escritura pública que contiene el contrato de emisión, y la opción de conversión la ejerce el obligacionista mediante comunicación por escrito de su decisión a la compañía emisora, en cuyo movimiento la sociedad disminuye el valor equivalente del pasivo y aumenta su capital suscrito y pagado.

8.3.- INSTRUMENTOS DE DEUDA

La Ley de Mercados de Valores contempla la emisión de dos tipos de instrumentos de financiamiento:

1.- Obligaciones

2.- Papel Comercial u Obligaciones Especiales.

8.3.1.- OBLIGACIONES

Obligaciones son los valores emitidos por las compañías anónimas y de responsabilidad limitada que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora.⁶

⁶ Ley de Mercado de Valores, Título X, Art. 35

La emisión de obligaciones puede incluir garantías generales o específicas. Las obligaciones con garantías generales están aseguradas por el capital pagado, las reservas provenientes de utilidades y los activos libres de todo gravamen de la compañía emisora. Son obligaciones de garantía específica las aseguradas con hipoteca, prenda, aval bancario, pólizas de seguro u otras que acepte el organismo gobernante.

Una ventaja de emitir obligaciones es que el Bono es una *fuentes de financiamiento a largo plazo, que tradicionalmente ha sido difícil de conseguir a través de un crédito bancario*. Los bonos son atractivos para emisores e inversionistas porque brindan exoneraciones tributarias siempre que su plazo sea superior a un año. Además, la emisión de obligaciones es más barata que un préstamo bancario o emisión de acciones y permite ajustar el flujo de efectivo a los requerimientos específicos de la empresa.

Las obligaciones son valores de corto, mediano, y largo plazo representados por títulos o anotaciones en cuentas. Pueden emitirse a la orden o al portador; y de poseer cupones, estos pueden ser a la orden, al portador o nominativos. En cuanto a su valor, pueden ser emitidas en sucres, en moneda extranjera o en unidades de valor constante (UVC).

Este instrumento da derecho a sus tenedores al reembolso del principal y a los intereses, en los términos lugar y fecha señalados en la escritura pública de emisión. La tasa de interés que devengan las obligaciones pueden ser de libre contratación, fija o reajutable. En caso de mora, el emisor reconocerá el máximo interés permitido por la ley.

Son redimibles al vencimiento del plazo o anticipadamente, mediante sorteo o cualquier otro sistema, si es que constare para estos últimos casos en la escritura de emisión. Dejan de ganar intereses a partir de su vencimiento o redención anticipada.

En cuanto a su garantía existen dos tipos de obligaciones: con Garantía General y con Garantía específica.

8.3.2.- OBLIGACIONES CON GARANTÍA GENERAL

Por garantía general se entiende la totalidad del patrimonio o bienes del emisor que no están afectados por una garantía específica.⁷

El monto máximo de obligaciones amparadas con Garantía General que puede emitir cada compañía, no debe de exceder del 80% del total de activos libres de todo gravamen. Se excluye del computo los activos diferidos.

⁷ Ley de Mercado de Valores, Título X, Art. 36

8.3.3.- OBLIGACIONES CON GARANTÍA ESPECIFICA

Por garantía específica se entiende aquella de carácter real o personal. Entre las formas de la primera están la prenda y la hipoteca, y de la segunda, la fianza.⁸

Pueden garantizar también valores u obligaciones ejecutadas de terceros o un flujo de fondos predeterminado específico. En el primer caso, los valores deberán depositarse en el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación, y en el segundo se debe fideicomisar los fondos.

Los máximos para emisión de obligaciones amparadas con garantía específica son las siguientes:

- a) Hasta el 100% del valor de las garantías en los casos en que el respaldo de la emisión sean fianzas o avales de entidades bancarias o financieras, o de pólizas de fiel cumplimiento emitidas por Compañías de Seguros Nacionales o Extranjeras debidamente autorizadas para el efecto.
- b) Hasta el 80% del avalúo de los bienes o garantías reales que las respaldan.

⁸ Ley de Mercado de Valores, Título X, Art. 36

8.3.4.- OBLIGACIONES ESPECIALES O PAPEL COMERCIAL.

Son obligaciones de hasta 58 días de plazo emitidas con Garantía General por Compañías inscritas en el registro de Mercado de Valores. Las compañías pueden emitir papel comercial por un monto no mayor al 100% de su patrimonio neto.

8.4.- INSTRUMENTOS OTORGADOS POR EL SECTOR FINANCIERO

8.4.1.- DIVERSAS FORMAS DE DEUDA

Vamos a clasificar de la siguiente manera por la diversidad de tipos de deuda contraída por las empresas:

- Por su vencimiento: La deuda consolidada que es reembolsable en plazo superior a un año desde el momento de la emisión. La deuda que vence antes de un año se denomina deuda flotante o no consolidada y en el balance aparece en el pasivo circulante. La deuda flotante es calificada de corto plazo y la deuda consolidada es una deuda de largo plazo.

- Por su cláusulas de Desembolso: En los préstamos de largo plazo la devolución se hace normalmente de una forma sucesiva y periódica, quizás después de un periodo inicial de gracia.
- Por su Prelación: Algunos instrumentos de deuda están subordinados. En caso de impago, los prestamistas subordinados se sitúan detrás de los demás acreedores de la empresa. Los prestamistas subordinados acreditan un derecho no prioritario, que es satisfecho después de que lo hagan los acreedores prioritarios.
- Por su Garantía: En algunas ocasiones las deudas garantizadas están garantizadas mediante hipotecas sobre la planta y equipo. Los títulos a largo plazo no garantizados son llamadas deudas simples a largo plazo. En caso de impago los tenedores de la deuda tienen el derecho de los bienes hipotecarios.

8.4.2.- PRÉSTAMOS COMERCIALES

Los préstamos comerciales son a corto plazo para capital de trabajo; este préstamo es para reactivación rápida de la compañía.

El préstamo consiste en una transacción comercial entre dos entidades legales por la que una de las partes (el prestamista) acuerda prestar fondos a la segunda parte (el prestatario). Los fondos pueden cederse con o sin cargas, en cuyo caso

de llama interés o descuento. Los préstamos pueden ser a la vista o a plazo, dependiendo de lo acordado respecto a su vencimiento.

Los vencimientos pueden ser mensuales, trimestrales, semestrales, anuales, o según acordado por las partes.

Dentro de los prestamos comerciales tenemos los prendarios, donde hay una Garantía Prendaria como activos de la empresa como respaldo a dicha negociación; los hipotecarios, prenda un terreno, edificio o cualquier propiedad que tenga la empresa como Garantía a la transacción.

8.4.3.-FUENTES DE FINANCIAMIENTO OTORGADOS POR CORPORACION FINANCIERA NACIONAL.

Tradicionalmente en el país, los mecanismos de financiamiento a largo plazo para proyectos de inversión habían sido muy limitados. Con la introducción de la ley de mercados de valores y la estabilización de la economía, esto ha ido mejorando. En el presente ya hay mas alternativas para financiar realmente los proyectos de inversión.

Las principales fuentes de financiamiento para proyectos de inversión privada que existen en el mercado son:

- 1.- Programa de Crédito Multisectorial.
- 2.- Programa de Crédito Fopinar.
- 3.- Crédito de Bancos Extranjeros Directos o a través de Intermediarios.

ORGANISMOS FINANCIEROS INTERNACIONALES (OFI'S)

Instituciones Internacionales proveedores de recursos con las cuales la CFN hubiese firmado el respectivo convenio y son: Banco Internacional de Desarrollo (BID), Banco Mundial (BIRF) y Corporación Andina de Fomento (CAF).

INSTITUCIÓN FINANCIERA INTERMEDIARIA (IFI)

Banco o sociedad financiera (sociedad financiera o compañía de arrendamiento mercantil) establecidas legalmente en el Ecuador, que operen en el país y que hayan suscrito el Contrato de participación.

BENEFICIARIO FINAL (BF)

Persona natural o jurídica del sector privado que haya obtenido un préstamo de una IFI y que hubiese sido redescontado en la CFN.

8.4.3.1.-CRÉDITO MULTISECTORIAL

Monto del préstamo (100%) de la IFI otorgará al BF, compuesto por hasta un 94% con los recursos del Programa Global de Crédito Multisectorial y 6% como parte mínimo con recursos de la IFI's.

DETERMINACIÓN DE ACTIVIDADES

A.- FINANCIABLES

Todas las actividades productivas y los servicios de transporte, turismo, procesamiento de datos (financiables con recursos CFN, BIRF) y los especificados en el punto III literal b, desarrolladas por el sector privado y compañías de economía mixta, (previa consulta a la CFN y a la OFI), incluidas expresamente aquella destinadas a la exportación de bienes tradicionales, exceptuado el financiamiento al comercio interno, adquisición de vehículos de uso particular y vivienda.

B.-NO FINANCIABLES.

Con los recursos del programa no podrán financiarse:

- a.- Proyectos que usen tecnologías que atenten contra la conservación del medio ambiente, la salud pública y la seguridad de las personas;

- b.- Bienes y servicios cuyo origen no sea de los países miembros del BIRF Y BID, de acuerdo a la línea de crédito que se aplique.
- c.- Bienes de capital usados, excepto maquinaria y equipo importado con certificado de calidad y aprobado por la CFN.
- d.- Pago de deudas, reembolsos de gastos incurridos o recuperaciones de capital de los beneficiarios;
- e.- Compra de acciones o participación en empresas, bonos y otros activos monetarios.
- f.- Gastos generales y de administración de los beneficiarios.
- g.- Arriendo y compra de inmuebles y bienes raíces, excepto aquellos requeridos para la ejecución de los proyectos en cuyo caso los recursos correspondientes deberán originarse en la contrapartida local.
- h.- Capital de trabajo corriente no ligado a un proyecto
- i.- Impuestos y otros gravámenes.
- j.- Vivienda y vehículos de uso personal y
- k.- Actividades comerciales o de servicio, excluyendo servicios de transporte, turístico o procesamiento de datos(con recursos propios, la CFN podrá financiar las actividades comerciales de exportación y de servicios especiales debidamente autorizadas.

UTILIZACIÓN DE LOS RECURSOS.

Los recursos del programa se utilizarán para otorgar préstamos destinados a financiar proyectos orientados al establecimiento, la ampliación y el mejoramiento de las actividades productivas del sector privado del Ecuador.

Los proyectos financiados deberán ser viables técnicas, ambiental, económica, administrativa y financieramente, de acuerdo con el análisis que efectúe la respectiva IFI.

Los recursos del préstamos se emplearán para:

- a.- La adquisición de Activos Fijos, incluyendo el capital de trabajo permanente asociado al proyecto (como es el incremento neto en inventarios y cuentas por cobrar)
- b.- Los servicios técnicos-gerenciales de apoyo a la inversión que tenían por objeto el mejoramiento y desarrollo técnico, tecnológico y gerencial, mediante la contratación de servicios de consultoría para modernizar y racionalizar la actividad de la empresa, mejorar la calidad de la producción o de los servicios, incluyendo la capacitación y reentrenamiento de sus trabajadores. En este rubro se incluirán también los estudios de prefactibilidad y factibilidad, de transferencia de tecnología, de mercado y de control de calidad y de medio ambiente.

Los recursos del programa, serán canalizados por la CFN y las IFI's y por estas a los BF de acuerdo con lo establecido en el presente documento.

LIMITES DE LOS CRÉDITOS A LOS BENEFICIARIOS FINALES.

El monto del crédito concedido a un mismo Beneficiario Final (BF), sumando a los saldos vigentes de los demás créditos entregados con recursos del Programa Multisectorial, por actividad no podrá exceder del equivalente de US \$ 5.0 millones.

Con recursos del programa no se podrán otorgar subprestanos inferiores al equivalente a US\$ 85.000.

TÉRMINOS Y CONDICIONES FINANCIERAS.

PLAZO

Los plazos de amortización y periodos de gracia deberán ser consistentes con la naturaleza de los proyectos; el plazo de amortización no excederá la vida útil de las inversiones.

Los plazos máximos de amortización de los prestamos serán:

1. Para inversiones de capital fijo, hasta un máximo de doce años (4320 días), que pueden incluir un periodo de gracia de hasta 3 años (180 días).
2. En inversiones para capital de trabajo, hasta un máximo de tres años (1080 días), que puede incluir un periodo de gracia de hasta seis meses (180 días).

MONEDA DE LOS PRESTAMOS

Los redescuentos CFN-IFI'S y los prestamos IFI'S-BENEFICIARIO final serán denominados en US dólares de valor constante (U.V.C.) y en sucres corrientes.

Los redescuentos y prestamos denominados en UVC'S y/o en sucres corrientes serán concedidos únicamente con recursos propios de la CFN.

Los créditos en US\$ dólares se otorgaran mientras subsista la política de libertad cambiante.

TABLA DE PAGOS

Los vencimientos de la tabla de pagos serán cada 90 o 180 días, y la fecha de inicio será la de la suscripción del contrato de préstamo.

Los vencimientos de la tabla de pagos acordada entre la CFN y la IFI deberán coincidir con la tabla de pagos del préstamo.

El reajuste de la tasa de interés de los prestamos se efectuara según la política de reajuste determinada por la CFN.

Las fechas de reajuste de las tasas de redescuento en la tabla de pagos acordada entre la CFN y la IFI, deberán coincidir con las fechas de reajuste de las tasas del préstamo.

TASAS DE INTERÉS

Las tasas de interés serán de libre contratación y reajustables de conformidad a lo que establezca la Junta Monetaria.

8.4.3.2.-PROGRAMA DE CRÉDITO FOPINAR

El 29 de Marzo de 1990, se suscribió el Convenio de préstamo BIRF 3162-EC, entre el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento; y, el Ecuador, por el monto de US\$50 millones, para ser administrado por la Corporación Financiera Nacional.

Por un convenio entre el BIRF y la CFN, se estipula como requisito para la entrada de vigencia de la presente línea de crédito, el que se aplique un sistema de repago de los subprestanos que permita un servicio de la deuda igual, en términos reales, es decir incluyendo la inflación.

El Banco Mundial fue el que propuso este sistema ya que se argumentó que los sistemas tradicionales de cobro de prestamos de largo plazo son aplicables para

situaciones no inflacionarias y tasas de interés bajas, situación que no es propia de Ecuador.

Este sistema de crédito empezó a regir desde el 1 de Septiembre de 1990.

Por otra parte se estipula que todos los contratos tengan una metodología de calculo mediante el cual se incorpora la variable de inflación semestral con el propósito de convertir las cifras corrientes a cifras reales.

FOPINAR: Es el Fondo para fomento de la Pequeña Industria y Artesanía que administra la CFN.

ORGANISMOS FINANCIEROS PARTICIPANTES: Son los Bancos, Las Compañía Financieras o Cooperativas Abiertas de Ahorro y Crédito establecidas legalmente en el país, y que hayan suscrito el Convenio de Participación.

PEQUEÑA INDUSTRIA O ARTESANIA: Son susceptibles de este crédito la persona natural o jurídica que tengan una empresa industrial, agroindustrial, artesanal, pesquera, turística o de servicios *cuyo activo fijo, excluidos terrenos y edificios no sobrepasen los S/. 350'000.000*

CREDITO: Este no podrá ser mayor al 80% del valor total de un nuevo proyecto o de un proyecto de ampliación. El monto máximo del crédito para

proyectos de ampliación, será de magnitud tal que la relación de Deuda Total a Patrimonio del Beneficiario Final, no exceda de 65/35 después de tener en cuenta el financiamiento del proyecto en cuestión.

MICROEMPRESA: Es aquella pequeña Industria o Artesanía cuyo activo fijo excluidos los terrenos y edificios, *no superen los S/. 50'000.000*

LIMITES DE LOS CRÉDITOS.

Un crédito no podrá ser mayor a 170 millones de sucres para la pequeña industria y no mayor a 50 millones de sucres para la microempresa.

ACTIVIDADES FINANCIABLES EN LA PEQUEÑA INDUSTRIA:

- Industrias de transformación de materia prima o productos semi- elaborados, en artículos intermedios o finales.
- Las artesanía productivas y artísticas
- El turismo que comprenda alojamiento y/o alimentación (Es requisito que el proyecto esté orientado principalmente al turismo receptivo, y que tenga alto significado socio-económico para el lugar de su localización)
- Proyectos pesqueros (Se pueden financiar de S/. 30 millones máximo y la inversión total no será superior a S/. 40 millones de sucres.)
- Proyectos de piscicultura y ranicultura

- Centros de almacenamiento y mecánicas industriales

Un requisito necesario es que los proyectos de inversión no causen daños ecológicos del medio ambiente y que contengan las estipulaciones legales para el caso de los desperdicios industriales.

FOPINAR no financia piladoras e imprentas, excepto servicios de imprenta a nivel de microempresa, ni camaroneras, ni laboratorios de larvas de camarón.

La compra de máquinas usadas se realiza sólo si es de fabricación extranjera, y previa consulta a la CFN. Pero la adquisición de maquinaria usada para confección de prendas de vestir no es financiada por el programa.

No se autoriza la transferencia de dominio de bienes existentes en el país por motivos no fundamentales peor la transferencia entre familiares y afines.

ACTIVIDADES FINANCIABLES EN LA MICROEMPRESA.

Son susceptibles de FOPINAR las industrias que cumplan actividades productivas y cuyos activos fijos, excluidos terrenos y edificios no superen los S/. 50 millones.

- Explotación de minas y Canteras, siempre que no causen daños ecológico ni del medio ambiente y que tengan permiso respectivo.

- Actividades de servicios como:
 1. Reparación de maquinaria y equipo agrícola e industrial
 2. Mecánica Automotriz
 3. Reparación de aparatos y equipos electrodoméstico
 4. Refrigeración y aire acondicionado
 5. Vulcanización y talleres de alineación de llantas
 6. Peluquerías y salones de belleza
 7. Talleres de reparación de calzado
 8. Tintorerías
 9. Tapicerías
 10. Sastrería
 11. Servicios de Imprenta
 12. Servicios a la Construcción
 13. Lavanderías de ropa, limpieza de alfombras y pisos
 14. Laboratorios clínicos y bacteriológico
 15. Estudios Fotográficos
 16. Servicios otorgados por Profesionales
 17. Servicios de lavado de carros
 18. Otros servicios de reparación.
- Lombricultura
- Avicultura
- Apicultura
- Agricultrua, excepto: Banano, café y cacao

- Pecuaria
- Artesanía artística.

8.4.4.- OTRAS DENOMINACIONES DE DEUDA

El termino deuda parece simple, sin embargo, las empresas tienen un número de compromisos financieros que se asemejan sospechosamente a la deuda, pero que son contratados de otra manera y manejados de forma diferente en la contabilidad. Por ejemplo, las cuentas por pagar son simplemente compromisos de pago por bienes que hayan sido recibidos. Otros en lugar de recibir dinero prestado para comprar un equipo, muchas empresas se hacen con el equipo en régimen de arrendamiento (Leasing) a largo plazo.

8.5.- ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS Y EL FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS

En razón de que las compañías desean financiar sus nuevas inversiones y para ello tienen la alternativa de hacerlo mediante endeudamiento o emisión de nuevas acciones, deben revisarse los aspectos técnicos básicos que los responsables financieros deben tener en cuenta que más se ajuste a sus necesidades y a las circunstancias del mercado.

Debe enfatizarse que no existen reglas precisas que determinen la estructura óptima de financiación de cualquier compañía ya que, esta no sólo depende de las decisiones internas de la empresa, sino también de como el mercado percibe a la compañía y el riesgo que implica los cambios en su estructura financiera.

8.5.1.- EL COSTO DE CAPITAL

Las empresas necesitan decidir en que invertir sus ahorros con el objetivo de ganar el mayor retorno posible. Para determinar que activos son rentables y cuales no lo son, los inversionistas requieren un punto de referencia, conocido como la tasa de retorno esperada.

Dada ciertas condiciones del mercado y preferencias individuales, los inversionistas establecen una tasa de retorno esperada para cada activo que desean comprar.

Los retornos esperados son ingresos futuros que anticipan los inversionistas por tomar el riesgo de la inversión. Si el retorno esperado cae debajo de sus expectativas, no se realizará la inversión. En caso contrario, se procederá a adquirir tales activos.

El costo de capital sirve como punto para las decisiones de inversión. Toda empresa debe ganar una tasa mínima de retorno para cubrir los costos de generar fondos para financiar sus inversiones.

El objetivo del responsable financiero de la empresa es alcanzar la mayor eficiencia y rentabilidad de los activos y mantener lo más bajo posibles los costos de los fondos que la firma toma de varias fuentes.

El costo de capital es la tasa de retorno que la empresa debe pagar a sus inversionistas para inducirlos a tomar el riesgo de invertir sus recursos en la compra de obligaciones y acciones emitidas por ella.

Entre los factores que determinan el costo de capital están:

- El riesgo de la ganancia

- La proporción de la deuda en la estructura de capital
- La evaluación de los inversionistas de los papeles emitidos por la empresa

COSTO DE EMISIÓN DE PAPELES:

EMPRESA	BAJO COSTO	ALTO COSTO
Muestra un alto índice de endeudamiento		X
Buenos antecedentes financieros	X	
Ganancias esperadas inciertas		X

El costo de capital es una de los más importantes factores usados en la determinación del valor de la empresa. El costo de capital es equivalente a la tasa de descuento. Así el alto riesgo significa alto costo de capital y usualmente significa una baja valuación de los papeles.

La venta de los papeles emitidos por la empresa proporciona los fondos para sus inversiones, el costo de financiación se incrementa cuando el valor de los papeles es bajo y decrece cuando el valor es alto.

El costo de Capital es una medida de la capacidad de generar ganancias. Así cuando una empresa emite papeles, se compromete a pagar un retorno a sus tenedores de acciones u obligaciones. Este pago le representa un costo.

Los fondos obtenidos mediante la emisión de acciones y obligaciones son invertidos en activos, con el propósito de generar ingresos para la empresa. Estos ingresos son definidos como flujo de caja, y se calculan con los valores presentes de los ingresos generados por las inversiones y comparándolos con el costo de estas inversiones.

La rentabilidad de una inversión representada el valor presente de los flujos de caja esperados, menos el costo de la inversión, descontados a la tasa mínima (Costo de Capital).

La tasa interna de retorno derivada de una inversión, es fácil determinar si la inversión es o no rentables comparando la TIR con el costo de Capital.

8.5.2.- FUENTES INTERNAS Y EXTERNAS DE FONDOS

El origen de fondos generados internamente se demuestra en los Balances generales y Estados de Perdidas y Ganancias de la empresa. Estos fondos reducen la necesidad de financiamiento externo y dado que son una fuente

alternativa de financiación debe considerarse que tienen un costo de oportunidad.

Si no existiera esta generación la empresa hubiera tenido que emitir nuevas acciones u obligaciones para levantar dichos fondos, lo que hubiera significado mas dividendos o más intereses.

Debido a que las utilidades retenidas se consideran casi un equivalente de acciones comunes, su costo de oportunidad es similar a estas últimas, excepto que no se considera el ajuste por costo de flotación de precios en el mercado.

Las fuentes externas de fondos comprenden la financiación mediante deuda corriente, ósea con Documento por pagar a Bancos, préstamos de largo plazo, obligaciones, acciones preferidas y acciones comunes.

El riesgo que involucre cada empresa es un factor que determina el costo de obtener fondos de corto y largo plazo. Otro factor decisivo es la incertidumbre y el riesgo del tiempo.

8.5.3.- COSTO DE CAPITAL A LARGO PLAZO

Un ejemplo de deuda a largo plazo son las obligaciones que se emiten por un periodo de tiempo determinado a más de un año plazo; y pagan generalmente intereses semestrales a sus tenedores.

Estos papeles de renta fija tienen una fecha de vencimiento en la que debe pagarse al principal. Estos papeles son emitidos generalmente a la par.

El costo de emisión de obligaciones es determinado en el mercado por los inversionistas, quienes evalúan el riesgo involucrado, la situación financiera de la empresa, revisan sus antecedentes de solvencia y la posibilidad de que la empresa incumpla sus promesas de pago.

Este costo puede también variar dependiendo si los intereses en el mercado están altos o bajos. Cuando los intereses del mercado están altos, el costo de emitir obligaciones es también alto y viceversa cuando están bajos.

Además, periodos de vencimiento más largos normalmente aumentan el costo de emitir obligaciones, parte porque las posibilidades de incumplimiento se incrementan con el tiempo y parte los inversionistas prefieren periodos de devolución de su capital cortos en lugar de largos. Con esta preferencia se debe

ratificar que debe pagarse un premio para romper la resistencia del inversionista o comprometer fondos por un largo periodo.

8.5.3.1.- ESTIMACIÓN DEL COSTO DE CAPITAL

La estimación del costo de capital o de emisión de obligaciones es establecido por las compañías Calificadoras de Riesgo, quienes evalúan la situación financiera de la emisión de los títulos de la empresa, así como sus antecedentes de rentabilidad y cumplimiento. En función de ello indican la calidad de las emisiones, asignándoles una calificación a los papeles. Estas calificaciones proveen parámetros para comparar el riesgo relativo de diferentes papeles de renta fija.

Otra forma de encontrar el precio de las obligaciones o el costo de capital es examinar el de obligaciones emitidas por empresas con las misma características de riesgo y estructura financiera. Por ejemplo si las obligaciones emitidas por compañías similares producen una rentabilidad del 45% y la empresa quiere emitirla al 45% o más, los inversionistas probablemente las comprarán. Sin embargo, una oferta de pagar una rentabilidad menor que el 45% no tendría éxito.

8.5.3.2.- EL COSTO DE FLOTACIÓN O DE EMISIÓN - LAS CASAS DE VALORES.

Las Casas de Valores determinan el rendimiento de las obligaciones y son responsables de asesorar a las empresas para el proceso de emisión, colocación, y venta de papeles. Estas instituciones son especialistas en determinar el valor justo de la emisión de papeles en función a sus conocimiento de las condiciones en el mercado y su familiaridad con la estructura financiera y situación de la empresa.

El costo de los servicios de las Casas de valores, que incluye en algunos casos el “underwritng” o garantía de la venta de los papeles, se denomina el Costo de Flotación.

El costo de flotación de una emisión varia entre el 0.5 al 3% según el monto del mismo, así por ejemplo si el costo de flotación de una emisión es de 2%, la compañía emisora recibirá el 98% del producto total de la venta de las obligaciones. Dado que las obligaciones pagaran intereses que son deducibles de los ingresos de la empresa emisora para efectos de impuestos a la renta, el costo de la emisión debe considerar este beneficio tributario. Como resultado, el costo después de impuestos es siempre menor que la tasa de interés del cupón.

Si el costo de la deuda es K_d y el impuesto es $\% ir$, el costo de impuestos es:

$$K_t = K_d * (1 - \% ir)$$

Así, si una empresa que emite obligaciones al 45% de interés y 25 % de impuestos, tendrá un costo de deuda equivalente al **33.75% o $.45 * (1 - .25)$** .

El beneficio tributario generalmente hace que el costo de emitir obligaciones sea menor que emitir acciones.

8.5.4.- CALCULO DEL COSTO DE OBLIGACIONES

El cálculo del costo de emitir obligaciones se lo obtiene relacionando el interés anual del papel a emitir con el valor neto a recibir por la emisión. menos el costo de flotación o costo de emisión.

Así, tenemos que:

$$\text{Costo de obligación o costo de la deuda.} = \frac{\text{Interés anual de la Obligación}}{\text{Principal} * (1 - \text{Costo de flotación})}$$

Por ejemplo tenemos que si una empresa emite obligaciones que generan intereses de S/.350 por año que originan costos de emisión de 2%, siendo el principal de s/.1.000 tendrá el siguiente costo por esta deuda:

$$\text{Costo de la deuda} = \frac{350}{1.000 * (1-.02)} = \frac{350}{980} = 35.71\%$$

Existe una diferencia entre el costo de una nueva emisión de obligaciones y el costo de obligaciones ya emitidas. Este ultimo caso, el principal no se ajusta por el costo de emisión. La formula para calcular el costo de la deuda emitida es:

Costo de obligación ya emitida	=	$\frac{\text{Interés anual de la obligación}}{\text{Principal}}$
---	----------	--

Así, tenemos:

$$\text{Costo de obligaciones ya emitidas} = \frac{350}{1.000} = 35 \%$$

Para el costo neto de impuesto Kt tenemos ya calculado el valor del costo de obligaciones, así:

$$\text{Costo neto de impuestos de la nueva deuda} = \frac{\text{Interés anual de la obligación}}{\text{Principal} * (1 - \text{Costo de la emisión})} * (1 - \%ir)$$

Así en el ejemplo anterior, si el impuesto es del 25%:

$$\text{Costo neto de impuestos de la nueva deuda} = \frac{350}{1.000 * (1 - 0.25)} * (1 - 0.25) = 25.18\%$$

$$\text{Costo neto de impuestos de deuda emitida} = \frac{350}{1.000} * (1 - 0.25) = 26.25\%$$

Como se ha expuesto, por las razones de riesgo y beneficio tributario, el costo de emitir obligaciones es menor que el de existir un equilibrio adecuado entre la deuda y el capital. La deuda es beneficiosa hasta cierto punto. Por otro lado, el incremento en el riesgo de incumplimiento en el pago del principal hace que el excesivo financiamiento sea una practica no saludable.

8.5.5.- DETERMINACIÓN DEL COSTO DE ACCIONES PREFERIDAS.

Las acciones preferidas tienen prioridad para su pago sobre las acciones comunes en el caso de liquidación de la empresa emisora. La prioridad sobre las

acciones preferidas tienen los tenedores de la deuda y obligaciones de corto y largo plazo.

Para emitir acciones preferidas se establecen una serie de restricciones en la escritura de emisión para asegurar a los inversionistas el pago de sus dividendos y se compromete a la administración de la empresa a mantener una posición financiera sana y líquida. Sin embargo a pesar del compromiso de la empresa de pagar un dividendo fijo anual, este pago en ciertos casos no existe si no hay utilidades.

Si los dividendos de las acciones preferidas son acumulativos, se pagaran utilidades futuras, con privilegio sobre el pago de dividendos a accionistas comunes.

En comparación con la emisión de obligaciones, el riesgo para la compañía es menor cuando levantan fondos emitiendo acciones preferidas, sin embargo, por este tipo de papel los accionistas demandan un retorno mas alto que por obligaciones.

Las acciones no tienen fecha de vencimiento y por su preferencia no tienen voto en las Juntas Generales de Accionistas.

La Casa de Valores y la empresa emisora decidirán los términos de la oferta, exponiéndolos en un prospecto de la compañía emisora, identificando todos los

detalles de la empresa como nombre, dirección, accionistas, estados financieros, etc. Para la determinación de la rentabilidad apropiada de cualquier emisión, una de las claves es el retorno que ofrezcan acciones preferidas similares que se coticen en las diferentes Bolsas de Valores o la experiencia de la Casa de Valores en empresas similares.

Para la determinación del costo de Acciones Preferidas, este se debe obtener relacionando el valor del dividendo preferido con su precio de mercado menos su costo de emisión.

$$\text{Costo de Acciones Preferidas (Kd)} = \frac{\text{Dividendo Preferido}}{\text{Precio de la Acción Preferida} * (1 - \text{Costo de Flotación})}$$

Podemos asumir que la empresa emite acciones preferidas de S/. 1'000.000 con un dividendo anual al 36% y un costo e emisión del 3%, su costo seria:

$$\text{Costo de Acciones Preferidas} = \frac{360.000}{1'000.000 * (1 - 0.03)} = \frac{360.000}{997.000} = 36.11\%$$

Debido a que los dividendos se pagan de las utilidades después de impuestos, no existe el beneficio tributario que origina la emisión de obligaciones, siendo por lo tanto su costo mayor.

8.5.6.- DETERMINACIÓN DEL COSTO DE ACCIONES COMUNES

Los accionistas comunes, como propietarios de la empresa tienen privilegio de voto en las Juntas Generales de Accionistas y por lo tanto capacidad de influir en la administración de la misma en función de la importancia de su paquete accionario. Así mismo, comparten todos los riesgos de ganancias o pérdidas asociadas con la compañía emisora. Si la compañía no produce ganancias, no habrá dividendos para sus accionistas. En caso de liquidación de la compañía, no tienen ninguna garantía de recuperación de su dinero, pero otro lado no perderían mas que el valor de su inversión original. Por lo tanto, pueden obtener substanciales retornos a través de los dividendos y ganancia de capital en el caso de que liquiden su portafolio de acciones de una compañía exitosa.

Debido a que los accionistas comunes asumen un riesgo mayor que los tenedores de obligaciones y acciones preferidas, su retorno debe ser más alto. Como se mencionará, los accionistas comunes participan principalmente de las ganancias futuras de la compañía, que se traducen en expectativas de dividendos y ganancias de capital. Dado que estos retornos se producen a futuro, lo usual es descontarlos por un factor de riesgo.

La expectativa de crecimiento de estos ingresos afecta también la valuación de las acciones comunes. Además, el precio de las acciones refleja la actitud del mercado y los inversionistas hacia las expectativas de riesgo y retorno de la empresa en años futuros.

Para la determinación del costo de acciones comunes o su tasa de descuento, se determina principalmente en base a tres factores:

- 1) El precio de las acciones comunes.
- 2) Los dividendos pagados por la empresa a los tenedores de acciones comunes.
- 3) La tasa de crecimiento de los dividendos.

Asumiendo el caso de "Crecimiento Constante de los dividendos", el valor de las acciones comunes pueden obtenerse con la siguiente formula:

Precio de Acciones Comunes	$= \frac{\text{Dividendo} * (1+G1)}{\text{Tasa de descuentos} - \text{Tasa de Crecimiento Constante (G) Costo de Capital(Ks)}} =$	$\frac{D1}{Ks - G}$
-----------------------------------	---	---------------------

El modelo de Crecimiento Constante de Dividendos asume que el crecimiento se mantiene hasta el infinito. Consecuentemente, los dividendos corrientes requieren ajustarse solamente por un año, o, $D_0 * (1+G1) = D1$.

Donde:

K_s = Costo de Capital Común

D_0 = Último dividendo por acción pagado

G = Tasa de Crecimiento de dividendo

D_1 = Dividendo por acción esperado en un año.

Para obtener el Costo de Capital para Acciones Comunes se despeja K_s , o la tasa de descuento, resultando la siguiente ecuación:

Costo de Acciones Comunes:

$$K_s = \frac{D_0 * (1+G)}{\text{Precio de la Acción} * (1 - \text{Costo de Emisión})} + \text{Tasa Constante de Crecimiento}$$

Ejemplo del calculo de costo de Acciones Comunes:

Suponiendo que la empresa A emite acciones que se cotizan en el mercado en S/. 590.000; paga dividendo por acción de S/. 58.000 tiene una tasa de crecimiento de 5% y tiene un costo de emisión del 3%. Su costo será:

$$\begin{array}{l} \text{Costo de emisión} \\ \text{de Acción Comunes} = \end{array} \frac{58.000 * (1+0.05)}{590.000 * (1-0.03)} + 0.05 = \frac{60.900}{572.300} + 0.05 = 15.64\%$$

De igual forma que las acciones preferidas, los dividendos se pagan de las ganancias después de impuestos, no originan beneficio tributario alguno.

El costo de emitir acciones comunes puede variar en función de las expectativas de cambio en la tasa de crecimiento de los dividendos y los riesgos asociados de la compañía. El rápido crecimiento de la compañía y mayores dividendos se reflejará en precios de acciones más altos de la Bolsa y un menor costo de capital para nuevas emisiones. Menor crecimiento resultaría en un menor precio de las acciones y mayor costo de capital.

8.5.7 DETERMINACIÓN DEL COSTO DE UTILIDADES RETENIDAS

Las utilidades retenidas son fuente de fondos generadas internamente y corresponden al remanente de las utilidades netas anuales después de deducir el reparto de dividendos. Este remanente es usualmente reinvertido en la empresa. Debido a su origen, no existe costo de emisión asociado con ellas, no obstante, tienen un costo de capital asociado en función de que la alternativa para la retención de utilidades sería emitir acciones comunes adicionales. Consecuentemente, el mismo costo de estas últimas aplicada a las utilidades retenidas.

Desde el punto de vista de los accionistas (Propietarios de la compañía), las utilidades que se retienen en vez de pagárselas como dividendos, deben reeditar la tasa de retorno esperada de mercado para acciones comunes.

Dado que las utilidades retenidas son netas de impuestos no debe considerarse beneficio tributario alguno.

Para la determinación del costo de utilidades retenidas, se considera que las utilidades retenidas tienen el mismo costo de capital que acciones comunes de una nueva emisión. En consecuencia su costo se calcula en la misma forma que el de estas acciones sin ajuste por costo de emisión.

$$\text{Costo de Utilidades} = \frac{\text{Dividendo sobre Acciones Comunes}}{\text{Valor de mercado de las acciones}} + \frac{\text{Crecimiento Constante de Dividendos}}{1} = \frac{D1}{Po} + G$$

Donde:

D1 = Dividendo por acción esperada en un año

Po = Precio de la acción en el mercado

G = Tasa de crecimiento de los dividendos

Así:

Una empresa pagará un dividendo de S/. 58.000 con un crecimiento anual del 5%, siendo el precio de mercado de las acciones S/. 590.000. El costo de las utilidades retenidas será:

$$\begin{array}{lcl} \text{Costo de Utilidades} & & 58.000 \\ \text{Retenidas} & = & \frac{\text{-----}}{590.000} + 5\% = 9,83\% + 5\% = 14,83\% \end{array}$$

8.5.8.- ESTRUCTURA FINANCIERA O DE CAPITAL

La Estructura de Capital o Estructura Financiera es una definición de la combinación de la deuda y el capital de una empresa.

La Estructura de Capital esta constituida por deuda a largo plazo, acciones preferidas y acciones comunes.

En un análisis de la capitalización de una empresa es importante calcular el índice o razón de deuda (denominada D) a capital total (denominado C), así tenemos D/C. Este índice va reflejar la proporción de deuda y capital emitido por una empresa.

Así cualquier empresa debe mantener un adecuado balance entre la deuda y el capital. Excesiva deuda incrementa el riesgo de la empresa, produciendo en los

inversionistas preocupación acerca de la capacidad de la empresa para pagar a sus acreedores. Esto conlleva a incrementar el costo del capital para nuevas emisiones.

Podemos puntualizar que la financiación con deuda es beneficiosa para la empresa debido a que proporciona apalancamiento financiero. El beneficio tributario de pagar intereses a los acreedores permite a la empresa lograr mayor utilidad por acción que si en lugar de obligaciones se emitieran acciones.

Este aumento de la utilidad por acción es denominado apalancamiento financiero.

8.5.9.- APALANCAMIENTO FINANCIERO

El apalancamiento financiero consiste en la practica de usar obligaciones para financiar inversiones cuyo efecto se refleja en la relación entre las utilidades operacionales (UOP) y la utilidad por acción (UPA).

Cuando una empresa emite obligaciones se compromete a pagar intereses periódicamente y devolver el principal en una fecha futura determinada. En razón de que los intereses son deducibles para fines de impuesto a la renta, más ingresos operativos quedan disponibles para los inversionistas.

Sin embargo, mientras más deuda tenga una firma en su estructura de capital, mayor el riesgo financiero implícito. Independientemente del nivel de los ingresos operativos, la empresa debe continuar cumpliendo los pagos periódicos de intereses y devolver el principal al vencimiento.

Como consecuencia de lo indicado anteriormente, mientras más deuda contrae la empresa, más costos financieros fijos incurre y mayor será el peligro de que incumpla con los pagos fijos de la deuda.

A medida de que crece el financiamiento con deuda, crecen los pagos de intereses, y a pesar que estos originan apalancamiento financiero, aumenta el riesgo financiero de que los pagos de intereses sean demasiados grandes en relación con las utilidades operacionales (UOP).

Si la actividad de los negocios declinan en una fase contractiva de la economía, la UOP, también declinará aumentando la posibilidad de que la empresa no pueda cubrir el pago de intereses con la utilidad operacional existente.

Es necesario recalcar que el apalancamiento financiero puede ser beneficioso en un ciclo expansivo de la economía y perjudicial en un ciclo de contracción. Así mismo de que puede influir en el costo del pasivo y del capital, puede afectar las utilidades positiva o negativamente.

Con el apalancamiento financiero positivo las utilidades por acción (UPA) aumentaran; si el apalancamiento es negativo, las UPA disminuirán.

8.5.9.1.- APALANCAMIENTO FINANCIERO POSITIVO

Este apalancamiento ocurre cuando la utilidad de la empresa aumenta debido al incremento de deudas en la estructura financiera.

Ejemplo de la Empresa A y B

*Dado en Suces

	<u>Empresa A</u>	<u>Empresa B</u>
Activo	40'000.000	40'000.000
Pasivo	-o-	20'000.000 (Obligaciones al 40%)
Capital	40'000.000 Acciones de 1'000.000	20'000.000 Acciones de 500.000
Rendimiento del activo total antes de la utilidad operacional.	75%	75%

Ventas	172'000.000	172'000.000
Costo de Ventas	90'000.000	90'000.000
	-----	-----
Utilidad Bruta	82'000.000	82'000.000
Gastos de Ventas, Generales y Administrativos	22'000.000	22'000.000
	-----	-----
Utilidad Operacional (UOP)	60'000.000	60'000.000
Intereses	-o-	8'000.000
	-----	-----
Utilidad antes de Impuestos	60'000.000	52'000.000
Impuestos al 25%	15'000.000	13'000.000
	-----	-----
Utilidad Neta	45'000.000	39'000.000
	-----	-----
Utilidad por Acción	45	78

Como se refleja en el ejemplo, ambas empresas son idénticas en su actividad operacional: Total de activos, Ventas, Costos de ventas y Gastos de Ventas, Generales y Administrativos, excepto que en la estructura financiera, la empresa B financió el 25% de la inversión con la emisión de obligaciones que causan intereses anuales a la tasa del 40%, para financiar activos que generan una rentabilidad del 75%.

La empresa B utilizó apalancamiento financiero positivo, logrando obtener una utilidad por acción de S/. 78 contra S/. 45 de la empresa A que no utilizó apalancamiento.

8.5.9.2 APALANCAMIENTO FINANCIERO NEGATIVO

Este apalancamiento ocurre cuando la tasa de rendimiento del activo es inferior al costo del pasivo, representando en este caso por obligaciones. Es decir que el excesivo apalancamiento puede hacer que se reduzcan las utilidades por acción.

EJEMPLO DE LA EMPRESA C Y D

*Dado en Sucres

	<u>Empresa C</u>	<u>Empresa D</u>
Activo	40'000.000	40'000.000
Pasivo	-0-	20'000.000 (Obligaciones al 30%)
Capital	40'000.000 Acciones de 1'000.000	20'000.000 Acciones de 500.000
Rendimiento del activo total antes de la utilidad operacional.	20%	20%

Ventas	172'000.000	172'000.000
Costo de Ventas	116'000.000	116'000.000
	-----	-----
<u>Utilidad Bruta</u>	56'000.000	56'000.000
Gastos de Ventas, Generales y Administrativos	48'000.000	48'000.000
	-----	-----
Utilidad Operacional (UOP)	8'000.000	8'000.000
Intereses	-0-	6'000.000
	-----	-----
Utilidad antes de Impuestos	8'000.000	2'000.000
Impuestos al 25%	2'000.000	500.000
	-----	-----
Utilidad Neta	6'000.000	1'500.000
	-----	-----
Utilidad por Acción	6	3

Igual que en caso anterior, ambas empresas son similares excepto que la empresa D utilizó apalancamiento por s/.20'000.000, que causa intereses del 30% superiores al rendimiento total del activo antes de intereses e impuestos del 20%. Es decir, el financiamiento costó más que lo que produjo el dinero invertido en activos de la empresa.

La utilidad por acción de la empresa C que no usó apalancamiento financiero es de s/.6 por acción, en cambio la empresa D produjo apenas S/. 3 por acción. La disminución en la utilidad se explica de la siguiente manera:

Intereses causados por el financiamiento con obligaciones:

30% de S/. 20.000.000	S/. 6'000.000
-----------------------	---------------

(-)

Efecto de Impuesto a la renta:

25% de S/. 6'000.000	S/. 1'500.000
----------------------	---------------

Disminución en la utilidad neta:

S/. 4'500.000

9.- CASO DE ESTUDIO

9.1.- SITUACION INICIAL

La compañía imaginaria “ABC” tiene la siguiente situación financiera:

Balance General al 31-12-95

Estado de Resultados del año 1995

La empresa, luego de realizar un estudio de mercado, encuentra que existe un amplio sector que ha sido desatendido y que la demanda actual le permitiría triplicar sus ventas. Para lograr tales objetivos de ventas, la empresa necesita invertir 500 millones de sucres en maquinarias y equipos y hacer adquisiciones de inventarios.

Se desarrolló un caso hipotético bajo el siguiente esquema:

Alternativa A

PRÉSTAMO BANCARIO

TASA DE INTERÉS:	55.5%
MONTO DEL PRÉSTAMO:	500 MILLONES
FORMA DE PAGO :	TRIMESTRAL

CAPITAL + INTERÉS

Alternativa B

OBLIGACIONES

MONTO DE LA EMISIÓN: 500 MILLONES

PAGO DE CUPÓN: TRIMESTRAL

DEVOLUCIÓN DEL PRINCIPAL: VENCIMIENTO

Alternativa C

ACCIONES

MONTO DE LA EMISIÓN: 500 MILLONES

PAGO DE DIVIDENDOS: 10% SEMESTRALES

9.2.- SITUACION Y RESULTADOS EN LOS DIFERENTES ESQUEMAS

ACTIVOS				PASIVOS			
ACTIVOS CORRIENTES				PASIVOS CORRIENTES			
CAJA-BANCOS	120.00	2.18%		SOBREGIRO BANCARIOS	7.00		0.13%
INVERSIONES	19.00	0.35%		OBLIGACIONES BANCARIAS C/P	92.00		1.67%
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	375.00	6.81%		CUENTAS Y DOCUMENTOS POR PAGAR	785.00		14.26%
INVENTARIOS	1785.00	32.43%		PORCION CORRIENTE PASIVO L/P	511.60		9.30%
PAGOS ANTICIPADOS	0.38	0.01%		TOTAL PASIVOS CORRIENTES		1395.60	25.36%
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	2299.38	41.78%		PASIVOS A LARGO PLAZO			
ACTIVOS FIJOS				OBLIGACIONES L/P	288.00		5.23%
TERRENOS	1578.00	28.67%		OBLIGACIONES HIPOTECARIAS	1972.75		35.85%
EDIFICIOS	1050.00	19.08%		TOTAL PASIVOS LARGO PLAZO		2260.75	41.08%
MAQUINARIAS Y EQUIPOS	99.00	1.80%		TOTAL PASIVOS		3656.35	66.44%
MUEBLES Y ENSERES	72.00	1.31%		PATRIMONIO			
VEHICULOS	150.00	2.73%		CAPITAL SOCIAL	1577.52		28.66%
TOTAL ACTIVOS FIJOS	2949.00	53.58%		RESERVAS	175.28		3.18%
OTROS ACTIVOS				UTILIDAD PRESENTE EJERCICIO	94.35		1.71%
INVERSIONES	171.00	3.11%		TOTAL PATRIMONIO		1847.15	33.56%
PAGOS ANTICIPADOS	7.13	0.13%					
GASTOS DE CONSTITUCION	2.00	0.04%					
GASTOS PREOPERACIONALES	25.00	0.45%					
OTROS ACTIVOS	50.00	0.91%					
TOTAL OTROS ACTIVOS	255.13	4.64%					
TOTAL ACTIVOS	5503.50	100.00%				5503.50	100.00%
CAPITAL DE TRABAJO	903.78						
RELACION CORRIENTE	1.65						
NIVEL DE ENDEUDAMIENTO	1.98						
APALANCAMIENTO	0.66						

ACTIVOS				PASIVOS			
ACTIVOS CORRIENTES				PASIVOS CORRIENTES			
CAJA-BANCOS	120.00	2.18%		SOBREGIRO BANCARIOS	7.00		0.12%
INVERSIONES	19.00	0.35%		OBLIGACIONES BANCARIAS C/P	592.00		9.86%
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	375.00	6.81%		CUENTAS Y DOCUMENTOS POR PAGAR	785.00		13.08%
INVENTARIOS	1765.00	32.43%		PORCION CORRIENTE PASIVO L/P	511.60		8.52%
PAGOS ANTICIPADOS	0.36	0.01%		TOTAL PASIVOS CORRIENTES		1895.60	31.57%
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	2299.36	41.76%		PASIVOS A LARGO PLAZO			
ACTIVOS FIJOS				OBLIGACIONES L/P	288.00		4.80%
TERRENOS	1575.00	29.67%		OBLIGACIONES HIPOTECARIAS	1972.75		32.86%
EDIFICIOS	1050.00	19.08%		TOTAL PASIVOS LARGO PLAZO		2260.75	37.66%
MAQUINARIAS Y EQUIPOS	90.00	1.60%		TOTAL PASIVOS		4156.35	69.23%
MUEBLES Y ENSERES	72.00	1.31%		PATRIMONIO			
VEHICULOS	150.00	2.73%		CAPITAL SOCIAL	1577.52		26.28%
TOTAL ACTIVOS FIJOS	2949.00	53.58%		RESERVAS	175.28		2.92%
OTROS ACTIVOS				UTILIDAD PRESENTE EJERCICIO	94.35		1.57%
INVERSIONES	171.00	3.11%		TOTAL PATRIMONIO		1847.15	30.77%
PAGOS ANTICIPADOS	7.13	0.13%					
GASTOS DE CONSTITUCION	2.00	0.04%					
GASTOS PREOPERACIONALES	25.00	0.45%					
OTROS ACTIVOS	50.00	0.91%					
TOTAL OTROS ACTIVOS	255.13	4.64%					
TOTAL ACTIVOS	5503.50	100.00%				6003.50	100.00%
CAPITAL DE TRABAJO	403.78						
RELACION CORRIENTE	1.21						
NIVEL DE ENDEUDAMIENTO	2.25						
APALANCAMIENTO	0.69						

ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS					
VENTAS			370.00		100.00%
-COSTO DE VENTAS			92.50		25.00%
UTILIDAD BRUTA EN VENTAS			277.50		75.00%
GASTOS DE VENTAS			19.43		5.25%
GASTOS ADMINISTRATIVOS			12.95		3.50%
GASTOS FINANCIEROS			97.13		26.25%
UTILIDAD OPERACIONAL			148.00		40.00%
15% PARTICIPACION TRABAJADORES			22.20		6.00%
UTILIDAD ANTES IMPUESTOS			125.80		34.00%
25% IMPUESTO A LA RENTA			31.45		8.50%
UTILIDAD NETA			94.35		25.50%

ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS					
VENTAS			900.00		100.00%
-COSTO DE VENTAS			216.00		24.00%
UTILIDAD BRUTA EN VENTAS			684.00		76.00%
GASTOS DE VENTAS			20.50		2.28%
GASTOS ADMINISTRATIVOS			12.30		1.37%
GASTOS FINANCIEROS			267.94		29.77%
UTILIDAD OPERACIONAL			383.26		42.58%
15% PARTICIPACION TRABAJADORES			57.49		6.39%
UTILIDAD ANTES IMPUESTOS			325.77		36.20%
25% IMPUESTO A LA RENTA			81.44		9.05%
UTILIDAD NETA			244.33		27.15%

FLUJO DE CAJA PROYECTADO		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A. INGRESOS OPERACIONALES													
RECUPERACION POR VENTAS		30.00	30.00	30.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00
B. EGRESOS OPERACIONALES													
PAGO A PROVEEDORES		8.00	8.00	8.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00
GASTO DE VENTAS		1.50	1.50	1.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
GASTO ADMINISTRATIVOS		0.90	0.90	0.90	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
C. FLUJO OPERACIONAL		19.60	19.60	19.60	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80
D. INGRESOS NO OPERACIONALES													
CREDITOS A CORTO PLAZO													
CREDITOS A LARGO PLAZO	487.00												
APORTES DE CAPITAL													
RESERVA DE CAPITAL													
OTROS INGRESOS													
TOTAL I.	487.00												
E. EGRESOS NO OPERACIONALES													
PAGO DE INTERESES		7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88
PAGO DE CREDITOS CORTO PLAZO				69.38			52.03			34.69			17.34
				125.00			125.00			125.00			125.00
PAGO DE PARTICIPACION DE UTILIDADES													57.49
PAGO DE IMPUESTOS													81.44
REPARTO DE UTILIDADES													
ADQUISICION DE ACTIVOS FIJOS	200.00												
ADQUISICION DE INVENTARIOS	150.00												
OTROS EGRESOS													
PAGO CAPITAL/RESERVA PAGO DE CAPITAL													
TOTAL E.	350.00	7.88	7.88	202.25	7.88	7.88	184.91	7.88	7.88	167.56	7.88	7.88	289.15
F. FLUJO NO OPERACIONAL	137.00	(7.88)	(7.88)	(202.25)	(7.88)	(7.88)	(184.91)	(7.88)	(7.88)	(167.56)	(7.88)	(7.88)	(289.15)
G. FLUJO NETO GENERADO	137.00	11.73	11.73	(182.65)	54.93	54.93	(122.11)	54.93	54.93	(104.76)	54.93	54.93	(226.35)
H. SALDO INICIAL DE CAJA	150.00	287.00	298.73	310.45	127.80	182.73	237.65	115.54	170.47	225.39	120.63	175.56	230.48
I. SALDO FINAL DE CAJA	287.00	298.73	310.45	127.80	182.73	237.65	115.54	170.47	225.39	120.63	175.56	230.48	4.13

ACTIVOS				PASIVOS			
ACTIVOS CORRIENTES				PASIVOS CORRIENTES			
CAJA-BANCOS	120.00	2.18%		SOBREGIRO BANCARIOS	7.00		0.12%
INVERSIONES	19.00	0.35%		OBLIGACIONES BANCARIAS C/P	92.00		1.53%
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	375.00	6.61%		CUENTAS Y DOCUMENTOS POR PAGAR	785.00		13.08%
INVENTARIOS	1785.00	32.43%		PORCION CORRIENTE PASIVO L/P	511.60		8.52%
PAGOS ANTICIPADOS	0.00	0.00%		TOTAL PASIVOS CORRIENTES		1395.60	23.25%
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	2299.00	41.78%		PASIVOS A LARGO PLAZO			
ACTIVOS FIJOS				OBLIGACIONES L/P	288.00		4.80%
TERRENOS	1672.00	29.67%		OBLIGACIONES HIPOTECARIAS	1972.75		32.86%
EDIFICIOS	1050.00	19.08%		TOTAL PASIVOS LARGO PLAZO		2260.75	37.66%
MAQUINARIAS Y EQUIPOS	69.00	1.20%		TOTAL PASIVOS		3656.35	60.90%
MUEBLES Y ENSERES	72.00	1.21%		PATRIMONIO			
VEHICULOS	186.00	3.33%		CAPITAL SOCIAL	2077.52		34.61%
TOTAL ACTIVOS FIJOS	2949.00	53.56%		RESERVAS	175.28		2.92%
OTROS ACTIVOS				UTILIDAD PRESENTE EJERCICIO	94.35		1.57%
INVERSIONES	174.00	3.11%		TOTAL PATRIMONIO		2347.15	39.10%
PAGOS ANTICIPADOS	7.10	0.13%					
GASTOS DE CONSTITUCION	2.00	0.04%					
GASTOS PREOPERACIONALES	25.00	0.45%					
OTROS ACTIVOS	50.00	0.91%					
TOTAL OTROS ACTIVOS	255.10	4.54%					
TOTAL ACTIVOS	5503.50	100.00%				6003.50	100.00%
CAPITAL DE TRABAJO	903.78						
RELACION CORRIENTE	1.65						
NIVEL DE ENDEUDAMIENTO	1.56						
APALANCAMIENTO	0.61						

FLUJO DE CAJA PROYECTADO		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A. INGRESOS OPERACIONALES													
RECUPERACION POR VENTAS		30.00	30.00	30.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00
B. EGRESOS OPERACIONALES													
COSTO DE VENTAS		8.00	8.00	8.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00
GASTO DE VENTAS		1.50	1.50	1.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
GASTO ADMINISTRATIVOS		0.90	0.90	0.90	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
C. FLUJO OPERACIONAL		19.60	19.60	19.60	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80
D. INGRESOS NO OPERACIONALES													
CREDITOS A CORTO PLAZO													
CREDITOS A LARGO PLAZO	500.00												
APORTES DE CAPITAL													
RESERVA DE CAPITAL													
OTROS INGRESOS													
TOTAL I.	500.00												
E. EGRESOS NO OPERACIONALES													
PAGO DE INTERESES		7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88
PAGO DE CREDITOS CORTO PLAZO													
PAGO DE CREDITOS LARGO PLAZO													
PAGO DE PARTICIPACION DE UTILIDADES													83.51
PAGO DE IMPUESTOS													118.30
REPARTO DE UTILIDADES							207.75						207.75
ADQUISICION DE ACTIVOS FIJOS	200.00												
ADQUISICION DE INVENTARIOS	150.00												
OTROS EGRESOS (C.EMISION)	18.50												
PAGO CAPITAL													
TOTAL E.	368.50	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	215.63	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	417.44
F. FLUJO NO OPERACIONAL	131.50	(7.88)	(7.88)	(7.88)	(7.88)	(7.88)	(215.63)	(7.88)	(7.88)	(7.88)	(7.88)	(7.88)	(417.44)
G. FLUJO NETO GENERADO	131.50	11.73	11.73	11.73	54.93	54.93	(152.83)	54.93	54.93	54.93	54.93	54.93	(354.64)
H. SALDO INICIAL DE CAJA	150.00	281.50	293.23	304.95	316.68	371.60	426.53	273.70	328.62	383.55	438.47	493.40	548.32
I. SALDO FINAL DE CAJA	281.50	293.23	304.95	316.68	371.60	426.53	273.70	328.62	383.55	438.47	493.40	548.32	193.69

ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS					
VENTAS			900.00		100.00%
-COSTO DE VENTAS			216.00		24.00%
UTILIDAD BRUTA EN VENTAS			684.00		76.00%
GASTOS DE VENTAS			20.50		2.28%
GASTOS ADMINISTRATIVOS			12.30		1.37%
GASTOS FINANCIEROS			94.50		10.50%
UTILIDAD OPERACIONAL			556.70		61.86%
15% PARTICIPACION TRABAJADORES			83.51		9.28%
UTILIDAD ANTES IMPUESTOS			473.20		52.58%
25% IMPUESTO A LA RENTA			118.30		13.14%
UTILIDAD NETA			354.90		39.43%

FLUJO DE CAJA PROYECTADO		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A. INGRESOS OPERACIONALES													
RECUPERACION POR VENTAS		30.00	30.00	30.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00
B. EGRESOS OPERACIONALES													
COSTO DE VENTAS		8.00	8.00	8.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00
GASTO DE VENTAS		1.50	1.50	1.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
GASTO ADMINISTRATIVOS		0.90	0.90	0.90	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
C. FLUJO OPERACIONAL		19.60	19.60	19.60	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80
D. INGRESOS NO OPERACIONALES													
CREDITOS A CORTO PLAZO													
CREDITOS A LARGO PLAZO	500.00												
APORTES DE CAPITAL													
RESERVA DE CAPITAL													
INTERESES GANADOS POR CD			2.99	2.99	2.99	2.99	2.99	2.99	2.99	2.99	2.99	2.99	2.99
RECUPERACION DE CAPITAL CD			100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
TOTAL D.	500.00	-	102.99	102.99	102.99	102.99	102.99	102.99	102.99	102.99	102.99	102.99	102.99
E. EGRESOS NO OPERACIONALES													
PAGO DE INTERESES		7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88
PAGO DE CREDITOS CORTO PLAZO													
PAGO DE CREDITOS LARGO PLAZO													
PAGO DE PARTICIPACION DE UTILIDADES													88.44
PAGO DE IMPUESTOS													125.29
REPARTO DE UTILIDADES							207.75						207.75
ADQUISICION DE ACTIVOS FIJOS	200.00												
ADQUISICION DE INVENTARIOS	150.00												
OTROS EGRESOS (C. EMISION)	18.50												
CERTIFICADO DE DEPOSITO		100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	
PAGO CAPITAL				-			-			-			
TOTAL E.	368.50	107.88	107.88	107.88	107.88	107.88	315.63	107.88	107.88	107.88	107.88	107.88	429.36
F. FLUJO NO OPERACIONAL	131.50	(107.88)	(4.89)	(4.89)	(4.89)	(4.89)	(212.64)	(4.89)	(4.89)	(4.89)	(4.89)	(4.89)	(326.37)
G. FLUJO NETO GENERADO	131.50	(88.28)	14.72	14.72	57.92	57.92	(149.84)	57.92	57.92	57.92	57.92	57.92	(263.57)
H. SALDO INICIAL DE CAJA	150.00	281.50	193.23	207.94	222.66	280.57	338.49	188.65	246.56	304.48	362.39	420.31	478.22
I. SALDO FINAL DE CAJA	281.50	193.23	207.94	222.66	280.57	338.49	188.65	246.56	304.48	362.39	420.31	478.22	214.66

ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS					
VENTAS			900.00		100.00%
-COSTO DE VENTAS			216.00		24.00%
UTILIDAD BRUTA EN VENTAS			684.00		76.00%
GASTOS DE VENTAS			20.50		2.28%
GASTOS ADMINISTRATIVOS			12.30		1.37%
GASTOS FINANCIEROS			94.50		10.50%
UTILIDAD OPERACIONAL			556.70		61.86%
OTROS INGRESOS			32.89		3.65%
			589.59		65.51%
15% PARTICIPACION TRABAJADORES			88.44		9.83%
UTILIDAD ANTES IMPUESTOS			501.15		55.68%
25% IMPUESTO A LA RENTA			125.29		13.92%
UTILIDAD NETA			375.86		41.76%

ACTIVOS				PASIVOS			
ACTIVOS CORRIENTES				PASIVOS CORRIENTES			
CAJA-BANCOS	120.00	2.18%		SOBREGIRO BANCARIOS	7.00		0.12%
INVERSIONES	19.00	0.35%		OBLIGACIONES BANCARIAS C/P	92.00		1.53%
CUENTAS Y DOCUMENTOS POR COBRAR	375.00	6.81%		CUENTAS Y DOCUMENTOS POR PAGAR	785.00		13.08%
INVENTARIOS	1785.00	32.43%		PORCION CORRIENTE PASIVO L/P	511.60		8.52%
PAGOS ANTICIPADOS	0.38	0.01%		TOTAL PASIVOS CORRIENTES		1395.60	23.25%
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	2299.38	41.78%		PASIVOS A LARGO PLAZO			
ACTIVOS FIJOS				OBLIGACIONES L/P	788.00		13.13%
TERRENOS	1678.00	30.67%		OBLIGACIONES HIPOTECARIAS	1972.75		32.86%
EDIFICIOS	1050.00	19.08%		TOTAL PASIVOS LARGO PLAZO		2760.75	45.99%
MAQUINARIAS Y EQUIPOS	69.00	1.26%		TOTAL PASIVOS		4156.35	69.23%
MUEBLES Y ENSERES	72.00	1.31%		PATRIMONIO			
VEHICULOS	150.00	2.73%		CAPITAL SOCIAL	1577.52		26.28%
TOTAL ACTIVOS FIJOS	2949.00	53.56%		RESERVAS	175.28		2.92%
OTROS ACTIVOS				UTILIDAD PRESENTE EJERCICIO	94.35		1.57%
INVERSIONES	171.60	3.11%		TOTAL PATRIMONIO		1847.15	30.77%
PAGOS ANTICIPADOS	7.13	0.13%					
GASTOS DE CONSTITUCION	2.00	0.04%					
GASTOS PREOPERACIONALES	25.00	0.45%					
OTROS ACTIVOS	50.00	0.91%					
TOTAL OTROS ACTIVOS	255.73	4.64%					
TOTAL ACTIVOS	5503.50	100.00%				6003.50	100.00%
CAPITAL DE TRABAJO	903.78						
RELACION CORRIENTE	1.65						
NIVEL DE ENDEUDAMIENTO	2.25						
APALANCAMIENTO	0.69						

FLUJO DE CAJA PROYECTADO		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A. INGRESOS OPERACIONALES													
RECUPERACION POR VENTAS		30.00	30.00	30.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00
B. EGRESOS OPERACIONALES													
COSTO DE VENTAS		8.00	8.00	8.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00
GASTO DE VENTAS		1.50	1.50	1.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
GASTO ADMINISTRATIVOS		0.90	0.90	0.90	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
C. FLUJO OPERACIONAL		19.60	19.60	19.60	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80
D. INGRESOS NO OPERACIONALES													
CREDITOS A CORTO PLAZO													
CREDITOS A LARGO PLAZO	500.00												
APORTES DE CAPITAL													
RESERVA DE CAPITAL													
OTROS INGRESOS													
TOTAL I.	500.00												
E. EGRESOS NO OPERACIONALES													
PAGO DE INTERESES		7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88
PAGO DE CREDITOS CORTO PLAZO													
PAGO DE CREDITOS LARGO PLAZO				35.00			35.00			35.00			35.00
PAGO DE PARTICIPACION DE UTILIDADES													62.51
PAGO DE IMPUESTOS													88.55
REPARTO DE UTILIDADES													
ADQUISICION DE ACTIVOS FIJOS	200.00												
ADQUISICION DE INVENTARIOS	150.00												
OTROS EGRESOS (C.EMISION)	33.50												
PAGO CAPITAL													500.00
TOTAL E.	383.50	7.88	7.88	42.88	7.88	7.88	42.88	7.88	7.88	42.88	7.88	7.88	693.94
F. FLUJO NO OPERACIONAL	116.50	(7.88)	(7.88)	(42.88)	(7.88)	(7.88)	(42.88)	(7.88)	(7.88)	(42.88)	(7.88)	(7.88)	(693.94)
G. FLUJO NETO GENERADO	116.50	11.73	11.73	(23.28)	54.93	54.93	19.93	54.93	54.93	19.93	54.93	54.93	(631.14)
H. SALDO INICIAL DE CAJA	150.00	266.50	278.23	289.95	266.68	321.60	376.53	396.45	451.38	506.30	526.23	581.15	636.08
I. SALDO FINAL DE CAJA	266.50	278.23	289.95	266.68	321.60	376.53	396.45	451.38	506.30	526.23	581.15	636.08	4.94

ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS					
VENTAS			900.00		100.00%
-COSTO DE VENTAS			216.00		24.00%
UTILIDAD BRUTA EN VENTAS			684.00		76.00%
GASTOS DE VENTAS			20.50		2.28%
GASTOS ADMINISTRATIVOS			12.30		1.37%
GASTOS FINANCIEROS			234.50		26.06%
UTILIDAD OPERACIONAL			416.70		46.30%
15% PARTICIPACION TRABAJADORES			62.51		6.95%
UTILIDAD ANTES IMPUESTOS			354.20		39.36%
25% IMPUESTO A LA RENTA			88.55		9.84%
UTILIDAD NETA			265.65		29.52%

FLUJO DE CAJA PROYECTADO		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
A. INGRESOS OPERACIONALES													
RECUPERACION POR VENTAS		30.00	30.00	30.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00	90.00
B. EGRESOS OPERACIONALES													
COSTO DE VENTAS		8.00	8.00	8.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00	24.00
GASTO DE VENTAS		1.50	1.50	1.50	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
GASTO ADMINISTRATIVOS		0.90	0.90	0.90	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
C. FLUJO OPERACIONAL		19.60	19.60	19.60	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80	62.80
D. INGRESOS NO OPERACIONALES													
CREDITOS A CORTO PLAZO													
CREDITOS A LARGO PLAZO	500.00												
APORTES DE CAPITAL													
RESERVA DE CAPITAL													
INTERESES GANADOS POR CD			2.99	2.99	2.99	2.99	2.99	2.99	2.99	2.99	2.99	2.99	2.99
RECUPERACION DE CAPITAL CD			100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
TOTAL I.	500.00	-	102.99	102.99	102.99	102.99	102.99	102.99	102.99	102.99	102.99	102.99	102.99
E. EGRESOS NO OPERACIONALES													
PAGO DE INTERESES		7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88	7.88
PAGO DE CREDITOS CORTO PLAZO													
PAGO DE CREDITOS LARGO PLAZO				35.00			35.00			35.00			35.00
PAGO DE PARTICIPACION DE UTILIDADES													67.44
PAGO DE IMPUESTOS													95.54
REPARTO DE UTILIDADES													
ADQUISICION DE ACTIVOS FIJOS	200.00												
ADQUISICION DE INVENTARIOS	150.00												
OTROS EGRESOS (C. EMISION)	33.50												
CERTIFICADO DE DEPOSITO		100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	
PAGO CAPITAL				-			-			-			500.00
TOTAL E.	383.50	107.88	107.88	142.88	107.88	107.88	142.88	107.88	107.88	142.88	107.88	107.88	705.86
F. FLUJO NO OPERACIONAL	116.50	(107.88)	(4.89)	(39.89)	(4.89)	(4.89)	(39.89)	(4.89)	(4.89)	(39.89)	(4.89)	(4.89)	(602.87)
G. FLUJO NETO GENERADO	116.50	(88.28)	14.72	(20.29)	57.92	57.92	22.92	57.92	57.92	22.92	57.92	57.92	(540.07)
H. SALDO INICIAL DE CAJA	150.00	266.50	178.23	192.94	172.66	230.57	288.49	311.40	369.32	427.23	450.15	508.06	565.98
I. SALDO FINAL DE CAJA	266.50	178.23	192.94	172.66	230.57	288.49	311.40	369.32	427.23	450.15	508.06	565.98	25.91

ESTADO DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS					
VENTAS			900.00		100.00%
-COSTO DE VENTAS			216.00		24.00%
UTILIDAD BRUTA EN VENTAS			684.00		76.00%
GASTOS DE VENTAS			20.50		2.28%
GASTOS ADMINISTRATIVOS			12.30		1.37%
GASTOS FINANCIEROS			234.50		26.06%
UTILIDAD OPERACIONAL			416.70		46.30%
OTROS INGRESOS			32.89		3.65%
			449.59		49.95%
15% PARTICIPACION TRABAJADORES			67.44		7.49%
UTILIDAD ANTES IMPUESTOS			382.15		42.46%
25% IMPUESTO A LA RENTA			95.54		10.62%
UTILIDAD NETA			286.61		31.85%

	SITUACION INICIAL	PRESTAMO BANCARIO	OBLIGA- CIONES	ACCIONES
SALDO INICIAL DE CAJA		287.00	266.50	281.50
SALDO FINAL DE CAJA		4.13	4.94	193.69
SALDO PROMEDIO DE CAJA		206.87	408.09	371.71
MONTO RECIBIDO (PRESTAMO, OBLIGACIONES)		487.00	500.00	500.00
COSTO DE EMISION			33.50	18.50
GASTOS FINANCIEROS TOTALES		267.94	234.50	
GASTOS FINANCIEROS		173.44	140.00	94.50
UTILIDAD NETA		244.33	265.65	354.90
ESCUDO FISCAL TOTAL		66.99	58.63	23.63
ESCUDO FISCAL (PRESTAMO/EMISION)		43.36	35.00	23.63
CAPITAL DE TRABAJO	903.78	403.78	903.78	903.78
RAZON CORRIENTE	1.65	1.21	1.65	1.65
NIVEL DE ENDEUDAMIENTO	1.98	2.25	2.25	1.56
APALANCAMIENTO	0.66	0.69	0.69	0.61

PRÉSTAMO BANCARIO

TASA DE INTERÉS:	55.5%
IMPUESTO ÚNICO +SOLCA:	2.6%
MONTO DEL PRÉSTAMO:	500 MILLONES
FORMA DE PAGO :	TRIMESTRAL
	CAPITAL + INTERÉS
COSTO DE REFINANCIACIÓN:	0
DESEMBOLSO REAL:	487 MILLONES

Una particularidad que se puede observar en el préstamo bancario, es que la institución financiera exige el prepago del impuesto único y Solca, por lo que el capital que llega a la empresa es menor al presupuestado. Una alternativa es prestar una cuantía mayor, con el fin de obtener el total de 500 millones.

En términos generales, el préstamo bancario se da a un máximo de 90 días, con un costo de refinanciación. En nuestro caso, el flujo de caja muestra 4 pagos trimestrales, basados en la tabla de amortización emitida por la institución financiera.

OBLIGACIONES

COSTOS DE EMISIÓN:	33.5 MILLONES
MONTO DE LA EMISIÓN:	500 MILLONES
PAGO DE CUPÓN:	TRIMESTRAL
DEVOLUCIÓN DEL PRINCIPAL:	AL VENCIMIENTO

La emisión de obligaciones supone incurrir en ciertos trámites adicionales a los que serían necesarios para un préstamo bancario. Para una emisión de obligaciones por 500 millones, 33.5 millones (casi un 7%) corresponden a gastos realizados con anticipación con el fin de realizar la emisión.

Otro punto relevante, es que el tiempo estimado para realizar un emisión de obligaciones oscila entre 60 y 90 días. Adicionalmente, es posible devolver el capital al vencimiento de la obligación, presionando de menor manera el flujo de caja como puede observarse en la proyección realizada.

ACCIONES

COSTOS DE EMISIÓN:	18.5 MILLONES
MONTO DE LA EMISIÓN:	500 MILLONES
PAGO DE DIVIDENDOS:	10% SEMESTRALES

Una de las principales diferencias en la emisión de títulos valores es que al emitir acciones, la ley no exige una calificación de riesgo. Esto, a la hora de cuantificar los costos de emisión los reducen, situándolos en nuestro caso en un 3.7%.

En el caso expuesto, la emisión de acciones no supone un riesgo para el control de la empresa, puesto que no llega ni al 25% del capital social de la empresa. Se estableció una política de dividendos semestrales sin crecimiento con el fin de ilustrar el impacto dentro del flujo de caja.

9.3 ANÁLISIS DE RESULTADOS

La emisión de títulos permiten a la empresa ajustar de mejor forma sus flujos de caja, de tal forma que la empresa tiene la alternativa de invertir sus excedentes de caja temporalmente mediante certificados de depósito, o algún otro instrumento de alta liquidez.

En términos generales, conseguir un préstamo bancario es mucho más rápido que la emisión de títulos valores. Naturalmente exige menor documentación y la gestión se puede manejar entre la institución financiera y el prestatario.

La institución financiera exige el prepago del impuesto único y Solca, de tal forma que la tasa real del préstamo se incrementa. Por el lado de la emisión, para montos menores a los mil millones de sucres, el impacto de los costos de emisión es relevante. Por encima de los mil millones, realizar emisiones de títulos valores se justifican plenamente pues permiten conseguir tasas por debajo de la tasa activa del mercado.

Tanto el préstamo bancario como las obligaciones aumentan el nivel de endeudamiento y el apalancamiento. La emisión de acciones aumentan el patrimonio y por ende reducen el apalancamiento. En la práctica para mantener una estructura de capital y apalancamiento óptimo se puede pensar en un combinación de emisión de obligaciones y acciones.

10.- DETERMINACIÓN DE LA MEJOR ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO

Dado que la estructura financiera tiene influencia sobre el riesgo, el retorno y el valor de la compañía, los responsables de las finanzas de las compañías, viven pendientes del impacto que los cambios en la estructura financiera producen sobre su valor. Si los inversionistas consideran excesiva la deuda, cualquier deuda adicional deberá tomarla en términos menos favorables.

Las ventajas del apalancamiento financiero no desaparecen en una compañía con la deuda en su estructura financiera. Mucha deuda incrementa el riesgo y sube el peligro potencial del incumplimiento.

De igual forma, excesivo financiamiento con acciones no es una buena política a seguir. Resta a la firma las ventajas del apalancamiento financiero y el costo promedio ponderado del capital se torna demasiado alto.

Adicionalmente en ciertos casos, la excesiva emisión de acciones puede llevar a pérdida de control de los votos en la Juntas Generales de Accionistas, lo cual depende de la atomización o concentración .

Como resultado, la falta de un buen balance en la estructura financiera puede ser perjudicial para la valuación de la compañía.

Consecuentemente, el principal objetivo de los responsables de las finanzas de las empresas es establecer una estructura financiera que produzca los siguientes efectos:

- Mantenga tan bajo como sea posible el costo de financiación del capital
- Ayuda a mantener una política de dividendos estable y un buen récord de utilidades
- Maximice el valor de las acciones

En otras palabras debe perseguirse una estructura financiera optima que minimice el Costo Promedio Ponderado del Capital, y a la vez mantenga la calificación de crédito de la compañía en un nivel tal que pueda atraer nuevos fondos en términos razonables.

La disyuntiva entre financiación con deuda o con emisión de acciones.

En el proceso de tomar decisiones para financiar las nuevas inversiones de las empresas, los responsables de las finanzas tienen que escoger la mejor alternativa entre financiarlas mediante la emisión de acciones o la emisión de obligaciones.

No existen reglas específicas para determinar la estructura óptima de financiación de una compañía. Mucho depende del rápido crecimiento de las

ganancias y de como los inversionistas evalúan lo saludable de la situación financiera de la empresa.

Esta evaluación de los accionistas puede cambiar en función de las compañías de que se trate, debido a las diferentes actitudes de los inversionistas en relación con la calidad de la gerencia y su habilidad para enfrentar los riesgos financieros.

La actitud de los inversionistas no es fácil de medir. Por lo tanto, la gerencia de la compañía requiere mucho análisis antes de conocer la forma en que reaccionará el mercado ante un cambio en la estructura de capital.

Como puede notarse, es difícil determinar la estructura de capital correcta consecuentemente, los responsables de las finanzas deben estudiar las compañías más exitosas de su industria y tratar de mantener una combinación de deuda y capital equivalente al promedio de dichas compañías.

El objetivo básico es tener una estructura de capital conservadora que resultare en el menor riesgo y el mejor valor de las acciones de la compañía.

Para tener un mejor criterio de las posibilidades de las tres alternativas presentadas, se expondrá los dos siguientes cuadros de criterios y las ventajas y desventajas, según una escala de menor a mayor costo de las alternativas:

CRITERIOS DE DECISION DE FINANCIAMIENTO			
	CREDITO BANCARIO	OBLIGACIONES	ACCIONES
Costo financiero:	Mercado	Inferior a mercado	Superior a mercado
Impuestos:	2.60%	No	No
Presion en flujos:	Fuerte	Fuerte	Muy baja
Apalancamiento:	Aumenta	Aumenta	Disminuye
Manejo tributario:	Intereses:gasto deducible	Intereses: gasto deducible, ingreso exento	50% de la emision: credito tributario inversion deducible e ingreso exento
Control:	Ninguna	Ninguna pero depende si es convertible, publica	Si es ≥ 50 , ninguna si son preferidas, pública
Exposicion de información:	Ninguna	Pública	Pública
Rapidez de implementación:	Inmediata	2-3 meses	3-6 meses
Desarrollo del mercado inversionista:	Elevado	En crecimiento, pero con preferencia al corto plazo	Naciente y con preferencia al sector financiero.

VENTAJAS		
<< Menor costo		Mayor costo >>
OBLIGACIONES	ACCIONES	PRÉSTAMOS
Exentos del pago de impuesto de registro y a sus adicionales, incluyendo la constitución de garantías reales por los valores a emitir.	Exentos del pago de impuesto de registro y a sus adicionales, incluyendo la constitución de garantías reales por los valores a emitir.	No hay apertura de la empresa.
-	Mejora capacidad de endeudamiento. Reduce el índice de apalancamiento.	Tiempo
Largo plazo que no se puede conseguir en préstamos bancarios.	Bajo costo.	No son necesarias las exigencias a cumplir en el caso de una emisión.
Permite ajustar los flujos de efectivo a los requerimientos específicos de la empresa.	Mejora la valoración de la empresa por parte del mercado de valores.	El pago de intereses de la deuda se considera como un coste y se resta del beneficio imponible.
-	Las compañías se financian sin alterar el flujo de caja amortizando los préstamos. Reducción de los cargos financieros por el concepto de préstamos bancarios.	-
Costo menor que crédito bancario.	Menor impacto en el flujo de caja de la empresa.	-

DESVENTAJAS		
<< Menor costo		Mayor costo >>
OBLIGACIONES	ACCIONES	PRÉSTAMOS
Sujeto a la percepción del mercado.	Tiempo de emisión mínimo de 3 meses.	Costo
Mercado ecuatoriano tiene un piso de 1000 millones de sucres	Se fragmenta el capital entre muchos inversionistas, sin exponer el control sobre la empresa.	Pago de prima/descuento
Para poder realizar una emisión debe cumplir ciertos requisitos.	Para poder realizar una emisión debe cumplir ciertos requisitos.	-
-	Los dividendos se pagan con el beneficio después de impuestos.	-

11.- CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Los principales costos que son motivo de preocupación de las empresas son entre otros:⁹

- El primero es el costo de transacción derivado de cumplimiento de requisitos legales y de contabilidad de los resultados que demanda constituir una sociedad anónima transparente a partir de una empresa familiar. (evasión tributaria generalizada)
- El segundo costo se refiere al riesgo de perder el control de la propiedad de la empresa al colocar y transar acciones en Bolsa, lo que también va en contra de nuestra filosofía empresarial de mantener un exclusivo control sobre los negocios.

Con ello podemos citar las conclusiones y recomendaciones de este proyecto:

- ° Con la emisión de obligaciones o acciones las corporaciones pueden mejorar los índices de deuda a patrimonio, complementar la deuda de corto plazo con la de largo plazo, y depender menos de los sobregiros ocasionales como alternativa.

⁹ *Desafíos en el mundo de las casas de valores, EKOS Economía, # 8, Septiembre de 1994, pág. 65.*

° En la práctica para mantener una estructura de capital y apalancamiento óptimo acorde al sector se puede pensar en un combinación de emisión de obligaciones y acciones.

° Un estudio técnico que permita establecer razones y beneficios de incursionar en el Mercado de Valores, con reglas precisas para determinar la estructura óptima de financiamiento de cualquier compañía a través de la emisión de títulos valores como alternativa de financiamiento de largo plazo, para empresas en expansión o proyectos interesantes.

° Reformular la estrategia de difusión de la importancia del desarrollo del mercado de capitales en nuestro país, implementando una cultura bursatil donde todos los actores del Mercado de Valores como la Bolsa de Valores, Casas de Valores, Camaras se comprometan con universidades, escuelas de postgrados, y público en general.

° Reglas precisas para determinar la estructura óptima de financiamiento de cualquier compañía ya que, esta no sólo depende de las decisiones internas de la empresa, sino también de como el mercado percibe a la compañía y el riesgo que implica los cambios en su estructura financiera.

Dentro de los métodos tradicionales podemos describir *las instituciones financieras que ofrecen servicios especializados de acuerdo al sector*, es decir que podemos encontrar simultáneamente diversas tasas en el mercado dependiendo si la empresa pertenece al sector agrícola, industrial, comercial, entre otras.

Préstamos de capital con “tasas preferenciales” entre miembros de grupos financieros o corporativos. *Los préstamos que hacen los accionistas a sus grupos empresariales con tasas preferenciales* o sin ninguna carga financiera son un método tradicional de financiamiento en el mercado ecuatoriano.

Tradicionalmente, las empresas han optado por establecer su financiamiento a través de préstamos bancarios. Una de las principales razones es desconocimiento de otras alternativas. Sin embargo no es la única razón, puesto que si bien no se han informado, es obvio que el medio tampoco se ha preocupado por hacer lo suyo difundiendo las otras opciones, queriendo desplazar una mal entendida competencia.

° Existe una fuerte proporción de negociaciones extrabursátiles, ya que existen otros tipos de financiamiento que pueden ser considerados por las empresas dentro del mercado de valores. SATI, la Bolsa de Valores Electrónica del Ecuador, es otro mecanismo de financiamiento cuyo nacimiento se basa en la poca presencia de emisores e inversionistas medianos y pequeños; predominio de

las operaciones cruzadas y de emisores del sector financiero; segmento importante del mercado de capitales nacional; mercado de capitales poco transparente en la formación de presiones y en la diseminación de información; y un mercado de capitales poco estandarizado, poco internacionalizado.

° Existe mínima información de parte de las empresas, generalmente familiares, de las cuales muchas no muestran apertura en cuanto a sus proyecciones de crecimiento. El mercado está falto de información sobre el mercado bursátil, ya que la Ley de Mercado de Valores establece el marco legal que permite a los participantes de este mercado tomar ventajas de la consecución de capital a bajo costo, financiamiento de proyectos y diversas alternativas de inversión. Las bolsas de valores han generado iniciativas con el fin de incentivar a los empresarios a tomar parte activa dentro de este mercado en crecimiento. Adicionalmente, las Casas de Valores participan conjuntamente de esta iniciativa realizando foros, desayunos de trabajo y presentaciones diversas.

Dicho por un funcionario de la Bolsa de Valores de Guayaquil, más que una falta de información, hace falta la decisión de que una entidad tome la responsabilidad de que el mercado esté ampliamente enterado.

Sin embargo, las metas aún no han sido trazadas y por ende los esfuerzos han sido realizados aisladamente, con mayor buena voluntad que a través de una estrategia formalmente encaminada. Existe gran incertidumbre en cuanto a la

determinación de qué entidad es la que por ley debe orientar sus acciones hacia la promoción y difusión de este incipiente mercado " *los corredores de bolsas, agentes de valores y las superintendencia de compañías no han promocionado aun suficientemente la posibilidades de inversión financiera que ofrece el mercado bursátil.*¹⁰

° Los métodos introducidos por la Ley de Mercado de Valores, usando en primer lugar el desarrollo de un cuerpo adecuado de profesionales de la administración de empresas, capaces y con los últimos conocimientos de las técnicas administrativas, que respondan a los intereses del accionista, y no de otro tipo de presiones. En segundo lugar un desarrollo educacional en el inversionista, pero enfrentarlo a decisiones que procuren su progreso económico.

No es una labor fácil, y mucho menos barata, pero la apertura de capital en un país subdesarrollado, empieza con un cambio de mentalidad en procura de un beneficio global a largo plazo, y no a muy corto plazo.¹¹

° Los parámetros que inciden en la factibilidad de emitir acciones u obligaciones son muy variados y las casas de valores utilizan diferentes medios para evaluar la empresa, pero en general se necesitan los siguientes requisitos:

¹⁰ Desafíos en el mundo de las casas de valores, EKOS Economía, # 8, Septiembre de 1994, pág. 65.

¹¹ Paul Palacios M, Gerente General de Casa de Valores del Pacífico.

- Elaboración de un análisis de conocimiento de la compañía:
 - Aspectos de producción / servicios
 - Mercadeo y Recursos Humanos
 - Marco Legal
 - Análisis Financiero (De 3 a 5 años anteriores a la emisión)
 - Análisis entorno económico y sectorial
- Acta de Junta General de accionistas que apruebe las características de la emisión.
- Calificación de Riesgo (Sólo para emisión de Obligaciones)

Para facilitar la emisión de Obligaciones o Acciones se establecieron diferentes ventajas para el emisor:

- Mecanismo de captación directa de recursos frescos
- Costo financiero bajo en relación al crédito
- Permite adaptar el endeudamiento a los requisitos de inversión
- No incurre en impuestos de emisión

La ventaja comparativa más significativa entre emitir obligaciones o acciones y prestar en una institución bancaria es la excepción de tributación para las empresas.¹²

¹² Victor Campoverde, Jefe de Departamento de Estadísticas de la B.V.G.

12.- GLOSARIO DE TERMINOS

Mercado de Dinero: En este mercado se negocian instrumentos financieros de corto plazo, menor a un año

Instituciones financieras: Son instituciones especializadas que canalizan la mayor parte de las transferencias, sirviendo como intermediarias entre suplidores y usuarios de fondos.

Préstamo: Transacción comercial entre dos entidades legales por la que una de las partes (el prestamista) acuerda prestar fondos a la segunda parte (el prestatario). Los fondos pueden cederse con o sin cargas, en cuyo caso de llama interés o descuento. Los préstamos pueden ser a la vista o a plazo, dependiendo de lo acordado respecto a su vencimiento.

Mercado de Valores: Constituye el medio en el que las compañías demandan fondos, transan con aquellas que los ofrecen y los conforman, los Mercados de Dinero y los Mercados de Capital.

Bolsas de Valores: Son las corporaciones civiles, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías que tienen por objeto brindar a sus miembros los servicios y mecanismos requeridos para negociar los valores inscritos en ellas.

Calificadora de Riesgo: Son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías y que tienen por objeto la calificación de riesgo y de la solvencia de los emisores o de los valores que se negocian en el Mercado de Valores.

Casa de Valores: Es la compañía anónima autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías para ejercer la intermediación de valores, cuyo objeto social único es la realización de actividades previstas por la Ley de Mercado de Valores

Emisión de Acciones: Son los valores emitidos por las compañías anónimas para capitalizarse

Acción: Unidad de capital a nombre del poseedor y que indica propiedad sobre la empresa. Reciben dicho nombre los títulos cuyo interés solamente se paga cuando hay ganancias. Tales títulos suelen emitirlos una empresa de propiedad municipal u otra de servicios públicos cuyas rentas y propiedades están aseguradas para este propósito.

Acción ordinaria: Título que representa la participación de una persona o sociedad en una empresa. Tanto la acción ordinaria como la preferente otorga el derecho de propiedad. Las segundas normalmente se limitan a la percepción de un dividendo fijo, pero tienen prioridad respecto al cobro de dividendos y en

caso de liquidación sobre los activos. Los derechos de los accionistas ordinarios y preferentes son subalternos respecto a los derechos de los poseedores de bonos y otros acreedores de la empresa. Los accionistas ordinarios asumen mayor riesgo, pero normalmente ejercen un grado más elevado de control y pueden obtener mayores recompensas en forma de dividendos y ganancias de capital.

Acción preferente: Título intermedio entre la acción y la obligación que tiene una retribución fija si el emisor logra unos beneficios mínimos. Normalmente no tiene derecho de voto.

Emisión de Obligaciones: Son los valores emitidos por las compañías anónimas y de responsabilidad limitada y que reconocen o crean deuda a cargo de la emisora.

Obligación: Instrumento de la sociedad vendido como inversiones que da derecho al tenedor al reembolso del principal y a los intereses, en los términos lugar y fecha señalados en la escritura pública de emisión.

Obligaciones convertibles: Dan derechos al tenedor para exigir ya sea un pago de dichas obligaciones conforme a los términos del contrato de emisión o que la compañía emisora las convierta en acciones.

13.- BIBLIOGRAFÍA

- Richard A. Brealey-Stewart C. Myers, Principios De Finanzas Corporativas, Mc Graw Hill, 4ta. edición, 1993
- Luis Diez de Castro/Juan Mascareñas, Ingeniería Financiera, Mc Graw Hill, 2da. edición, 1994
- Robert W. Kolb, Inversiones, Noriega Limusa, 1993
- James C. Van Horne, Administración Financiera, Prentice-Hall Hispanoamericana S.A., 9na. Edición, 1993
- J. M. Rosenberg, Diccionario de administración y finanzas, Océano/Centrum, 1993
- Charles T. Horngren, Contabilidad Financiera, Prentice Hall Hispanoamericana, 1983
- Moisés Tacle G., Finanzas Corporativas, ESPOL, 1995
- Nassir Sapag Chain/Reinaldo Sapag Chain, Preparación y evaluación de proyectos, Mc Graw Hill, 2da. edición, 1989
- Hernández, Fernández, Baptista, Metodología de la Investigación, McGraw Hill, 1991
- MEMORIA ANUAL 1994, Bolsa de Valores de Guayaquil
- ANÁLISIS Y PERSPECTIVAS DE LA BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL Desayuno de Trabajo - Casa de Valores del Pacífico
- LEY DE COMPAÑÍAS
- LEY DE MERCADO DE VALORES

- LEY DE INSTITUCIONES FINANCIERAS
- REVISTAS EKOS ECONOMÍA
- REVISTA GESTION

14.- ANEXOS

ANEXO 1

ASESORÍA Y PROCEDIMIENTO PARA LA EMISIÓN

Las empresas que necesitan financiamiento pueden recurrir a la asesoría de una Casa de Valores en lo que respecta al proceso de emisión, colocación y venta de valores. Se escogerá el instrumento idóneo para la emisión de valores en base al conocimiento que tienen tanto de las condiciones del mercado en general, como de la situación global de la empresa.

La Casa de Valores estima los Costos de Emisión. Están incluidos en estos la comisión, una estimación de los gastos legales y notariales, folletería, así como el descuento estimado de los papeles en el Mercado, de haberlo.

Entre los servicios de las Casas de Valores se incluye la colocación garantizada de los valores a emitir, comúnmente conocido como *underwriting*. Mediante ésta, se garantiza o adquiere la colocación total o parcial de los valores.

La Ley de Mercado de Valores establece un procedimiento obligatorio para la emisión denominado “**La Oferta Pública de Valores**”, la cual consiste en la propuesta de negociación de valores para el público en general o a sectores específicos de éste.

***Nota:** No se considera Oferta Pública a la emisión de acciones u obligaciones convertibles dirigida a los mismos accionistas de la Compañía emisora, de conformidad con el derecho de preferencia establecido en la Ley de Compañías. (Título IV p.9 L.M.V)*

PROCEDIMIENTOS GENERALES PARA LA OFERTA PÚBLICA

1. Obtener la calificación del riesgo y la solvencia de los emisores o de los valores que se negocian en el Mercado, por parte de una compañía calificadores de Riesgos autorizada. Para emisión de obligaciones y papel comercial la calificación es requisito obligatorio. *(Esto no se aplica en el sector financiero)*.
 2. Las acciones no requieren de calificación de riesgo y es por lo tanto voluntaria, sin embargo, el Consejo Nacional de Valores puede ordenar su calificación cuando hubiere causa fundamentada.
 3. Preparar un prospecto que deberá ponérselo en circulación una vez aprobado por la Superintendencia de Compañías. El prospecto contendrá:
 - Las características concretas del valor a emitir.
 - Información relevante respecto al emisor, incluyendo su identificación, descripción de la empresa y de su giro de negocios, nombres de los administradores, grupos empresariales a los que pertenece, opinión de los auditores y estados financieros auditados de los tres últimos años.
 - La calificación del riesgo de los valores a ser emitidos, de ser el caso.
 4. Presentar el prospecto a la Superintendencia de Compañías para su revisión y aprobación.
-

5. Poner en circulación el prospecto de Oferta Pública una vez aprobado.
6. Inscribir los valores en el registro del Mercado de Valores.
7. Emitir los títulos Valores y negociarlos a través de la Casa de Valores.

Aprobada la resolución de Oferta Pública de Valores de parte de la superintendencia de Compañías, la empresa tiene 180 días de plazo para concluir el proceso de emisión de los valores.

PROCEDIMIENTOS ESPECÍFICOS PARA LA OFERTA PÚBLICA

La Resolución CNV/93.001 del Consejo Nacional de Valores contempla los aspectos relativos a todos los tipos de Oferta Pública contemplados en la Ley de Mercado de Valores, consistentes en:

1. *Oferta Pública de Acciones, tanto para la constitución de compañías como para aumentos de capital.*
 2. *Oferta Pública de Obligaciones.*
 3. *Oferta Pública de Obligaciones especiales o papel comercial.*
 4. *Oferta Pública secundaria de valores emitidos.*
 5. *Oferta Pública en el Exterior de Valores emitidos por entidades ecuatorianas.*
-

OFERTA PÚBLICA DE ACCIONES Y OBLIGACIONES

La oferta pública de acciones puede ser para compañías a constituir mediante suscripción pública o para compañías existentes que vayan a aumentar su capital.

Los requisitos para cada caso son los siguientes:

PROSPECTO PARA LA CONSTITUCIÓN DE COMPAÑÍAS

a) Para este caso, el prospecto contendrá la siguiente información:

- 1. Información General*
- 2. Nombre del emisor*
- 3. Domicilio principal previsto por la compañía, con la dirección ,
teléfono y fax de la oficina principal, de existir*
- 4. Fecha de otorgamiento de la escritura pública de promoción*
- 5. Nombre, nacionalidad y domicilio de los promotores*
- 6. Objeto social*
- 7. Capital suscrito y autorizado previsto, de ser el caso*
- 8. Derechos y ventajas particulares reservadas a los promotores*
- 9. El plazo y condiciones de suscripción de las acciones*
- 10. Nombre de la institución bancaria o financiera depositarias de
las cantidades a pagarse por concepto de las suscripción.*
- 11. Plazo dentro del cual se entregará la escritura de fundación*
- 12. Política de dividendos prevista para los próximos años*

b) Características de la emisión:

- 1. Monto de la emisión*
-

2. *Número de acciones, clase, valor nominal y series.*
3. *Condiciones de la oferta, forma de pago, precio y plazo de duración de la misma*
4. *Sistema de colocación*
5. *Resumen del contrato o proyecto de Underwriting, de existir.*
6. *Número y fecha de resolución expedida por la Superintendencia de Compañías aprobando la Oferta Pública y su inscripción en el Registro de Mercado de Valores.*

c) Información Económica Financiera:

1. *Descripción del Proyecto de Factibilidad de la empresa y entorno económico dentro del cual desarrollará sus actividades.*
2. *Calificación del Riesgo, en el caso de que el Consejo Nacional de Valores estime necesario.*

PROSPECTO PARA AUMENTO DE CAPITAL

a) El prospecto debe contener lo siguiente:

1. *Nombre del emisor*
 2. *Número de RUC*
 3. *Fechas de otorgamiento de la escritura pública de constitución e inscripción en el registro mercantil*
 4. *Plazo de duración*
 5. *Domicilio principal previsto por la compañía, con la dirección , teléfono y fax de la oficina principal y de las sucursales si las tuviere*
-

6. *Objeto social*
7. *Capital suscrito , pagado y autorizado de ser el caso*
8. *Número de acciones, clase, valor nominal de cada acción y series.*
9. *Nombres y apellidos de los principales accionistas propietarios de más del 10% de las acciones representativas del Capital suscrito de la Compañía, con indicación del porcentaje de su respectiva participación*
10. *Nombres y apellidos del representante legal, administradores y directores, si los hubiere.*
11. *Referencia de Empresas vinculadas*
12. *Número de empleados, trabajadores y directivos de la compañía.*
13. *Participación en el capital de otras sociedades.*
14. *Número y fecha de resolución expedida por la Superintendencia de Compañías aprobando la Oferta Pública y su inscripción en el Registro de Mercado de Valores*

b) Características de la Emisión:

1. *Fecha del Acta de la Junta General de Accionistas que aprobó el aumento de Capital mediante suscripción pública.*
 2. *Monto de la Emisión*
 3. *Número de acciones, clase, valor nominal y series.*
 4. *Condiciones de la oferta, forma de pago, precio y plazo de duración de la oferta.*
-

5. *Sistema de colocación*
6. *Resumen del contrato de Underwriting, de haberlo*
7. *Indicación del destino de los recursos a captar.*
8. *Política del reparto de dividendos en los tres años anteriores y para los tres años siguientes.*
9. *Calificación de Riesgo, de considerarlo necesario el Consejo Nacional del Mercado de Valores.*

c) Información Económica Financiera:

1. *Descripción del entorno económico en el que se ha desarrollado y desarrollará sus actividades*
 2. *Principales líneas de productos, servicios, negocios y actividades de la compañía*
 3. *Detalle de los principales activos productivos e improductivos*
 4. *Descripción de las Políticas de Inversión y de Financiamiento durante los tres años y para los tres años siguientes.*
 5. *Estados financieros comparativos auditados con la opinión del auditor, correspondientes a los tres últimos años individuales y, consolidados cuando corresponda.*
 6. *Los indicadores económicos financieros indicados a continuación, de los tres últimos años:*
 - *Liquidez*
 - *Prueba ácida*
 - *Endeudamiento*
-

- *Total de activos con indicación de las inversiones y enajenaciones de importancia realizadas*
- *Volumen de ventas en unidades físicas y unitarias*
- *Costos fijos y variables*
- *Utilidad Operativa*
- *Gastos financieros*
- *Utilidad antes de Impuestos*
- *Utilidad Neta*
- *Utilidad por acción e ingresos no operacionales*

OFERTA PÚBLICA DE OBLIGACIONES

El prospecto debe contener por lo menos la siguiente información:

- a) La información general establecida para aumentos de capital
 - b) Características de la Emisión:
 1. *Fecha del Acta de la Junta General de accionistas o de socios que aprobó la emisión*
 2. *Monto y plazo de la emisión*
 3. *Indicación de la unidad monetaria o de las unidades de valor constante en que se represente la emisión*
 4. *Número y valor nominal de las obligaciones que comprenda cada serie*
-

5. *Indicación de si las obligaciones serán a la orden o al portador*
 6. *Tasa de interés o forma de ajuste de ser el caso*
 7. *Fecha a partir de la cual el tenedor de obligaciones empieza a ganar interés*
 8. *Indicación de si los títulos llevaran cupones para el pago de intereses. Los cupones deberán indicar su valor o la forma de determinarlo, la fecha de su vencimiento y el número de serie.*
 9. *Plazo y forma de amortización, lugar y modalidad de pago e indicación del agente pagador, de haberlo.*
 10. *Clase de Garantía*
 11. *En caso de estar la emisión amparada por garantía específica, debe indicarse el detalle de bienes o cauciones que la conforman; monto estimativo y fundamento de la estimación*
 12. *De estar la obligación garantizada por el flujo de fondos, deberá señalarse el nombre del fiduciario.*
 13. *Si son obligaciones convertibles en acciones, debe especificarse los términos en que se realizará la conversión.*
 14. *Nombre del representante de los obligacionistas*
 15. *Resumen del convenio de representación y su número de inscripción en el Registro del Mercado de Valores*
 16. *Descripción del sistema de colocación o Underwriting con indicación del responsable de la colocación, de haberlo.*
 17. *Destino de los recursos a captar.*
-

18. Número y fecha de la resolución expendida por la Superintendencia de Compañías aprobando la Oferta Pública y su inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

c) Información Económico - Financiera

- 1. Descripción del entorno económico en que la empresa se ha desarrollado y desarrollaría sus actividades*
- 2. Estados Financieros consolidados auditados que incluyan los balances generales, estados de resultados, y de cambios en el patrimonio y estado de flujo de fonos, por los tres últimos años.*
- 3. Descripción de los principales activos productivos e improductivos existentes a la fecha, con la indicación de las adquisiciones y enajenaciones de importancia realizadas en el último ejercicio económico.*
- 4. Los indicadores económico - financieros por los tres últimos años, como en el prospecto de aumento de capital.*
- 5. La calificación de riesgo autorizada.*

OFERTA PÚBLICA DE OBLIGACIONES ESPECIALES O PAPEL COMERCIAL

La circular de Oferta Pública de estos papeles debe contener:

- a) La información general para prospectos de aumento de capital

b) Características de la emisión:

1. *Fecha del acta de la Junta General de Accionistas o de Socios, que aprobó la emisión*
2. *Monto y Plazo de la Emisión*
3. *Valor nominal, precisando la unidad monetaria*
4. *Número de las obligaciones de cada serie*
5. *Indicación de la forma en que se emitirán: a la orden o al portador*
6. *Tasa de interés*
7. *Modalidad y lugar de pago*
8. *Descripción del sistema de colocación o Underwriting, con indicación del responsable*
9. *Destino de los recursos a captar.*
10. *Número y Fecha de la resolución expendida por la Superintendencia de Compañías aprobando la Oferta Pública y su inscripción en el Registro del Mercado de Valores*

c) Información Económico - financiera:

1. Descripción del entorno económico en que la empresa se ha desarrollado y desarrollaría sus actividades
 2. Estados Financieros consolidados auditados que incluyan los balances generales, estados de resultados, y de cambios en el patrimonio y estado de flujo de fonos, por los tres últimos años.
-

3. Descripción de los principales activos productivos e improductivos existentes a la fecha, con la indicación de las adquisiciones y enajenaciones de importancia realizadas en el último ejercicio económico.
4. Los indicadores económico - financieros por los tres últimos años, como en el prospecto de aumento de capital.
5. Dos calificaciones de riesgo actualizadas emitidas por dos Calificadoras de Riesgo distintas
6. Declaración del representante legal sobre la veracidad de la información presentada.

OFERTA PÚBLICA DE SECUNDARIA DE VALORES EMITIDOS

La Oferta Pública secundaria de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, puede hacerse si la inscripción se encuentra vigente.

De tratarse de valores emitidos no inscritos en el Registro del Mercado de Valores, deberá cumplirse con el proceso previo de registro y consecuentemente con los mismos requisitos de la Oferta Pública.

OFERTA PÚBLICA EN EL EXTERIOR DE VALORES EMITIDOS POR ENTIDADES ECUATORIANAS

Para ser objeto de Oferta Primaria o Secundaria en el exterior, los valores emitidos por entidades debe someterse a lo previsto en los requisitos de Oferta Pública aquí descritos, dependiendo del tipo de emisión de que se trate, y a los convenios de cooperación suscritos entre la Superintendencia de Compañías y el órgano del control del mercado del respectivo país.

ANEXO 2

FINANCIAMIENTO POR MERCADO DE VALORES

Con la ley de mercado de valores, el país ha podido empezar a desarrollar un mercado de capitales en su lugar natural, como es la bolsa de valores, para poder realizar las colocaciones de instrumentos que permitan el financiamiento empresarial. La Ley de Mercado de Valores es básica, necesaria y fundamental, de allí que organismos multilaterales como el Banco Mundial y el FMI hayan estado interesados en que el país cuente con un mercado de valores que permita desarrollar lo que se llama un mercado de capitales que pueda brindar las herramientas necesarias para que las empresas acometan proyectos realmente importantes que demandan grandes inversiones.

El Mercado de Valores ecuatoriano experimentó durante 1993 y 1994 un importante crecimiento, este singular crecimiento fué ocasionado por diversos factores: el proceso de estabilización de la economía, la expedición de la La Ley de Mercado de Valores, el ambicioso plan de desinversión de la Corporación Financiera Nacional y la veloz escalada de los precios de las acciones. Durante el primer semestre de 1995 las operaciones en el mercado de valores crecieron en 4,5 veces más en comparación al período anterior, a pesar que el conflicto con el Perú afectó a las operaciones del mercado bursátil en los meses de febrero y marzo.

La Ley de Mercado de Valores fue un factor decisivo para el auge de las negociaciones en el mercado accionario, por cuanto estableció claramente las condiciones para la operación del mercado de valores y sus participantes, y adicionalmente otorgó incentivos tributarios para estimular el desarrollo de dicho mercado. Tales incentivos contemplan la exoneración de impuestos para las negociaciones de acciones, entre otros.

CLASES DE MERCADOS

En el caso de mercado de valores es necesario distinguir entre lo que llaman " mercado primario y mercado secundario ".

Se denomina **Mercado Primario** de valores, aquel cuya función consiste en la colocación de valores provenientes de nuevas emisiones. Es decir corresponde a la primera venta de los valores recién emitidos en el mercado a que no habían sido colocados. En doctrina se dice que corresponde a la etapa en que una unidad superarbitraria de recursos los transfiere a otra que es deficitaria.

El **Mercado Secundario**, en cambio, es aquel en que se hace la segunda y posteriores ventas de los valores ; es el que proporciona liquidez a los instrumentos adquiridos en el primario y es también el mercado en que los inversionistas pueden revertir sus desiciones de inversión, valga la redundancia,

transfiriendo los valores adquiridos anteriormente a otros inversionistas, sean que lo hagan con utilidad o con pérdida.

También la Ley preveé dos ámbitos en el mercado de valores: el bursátil y el extrabursátil.

Mercado Bursátil es aquel en que la negociación de valores inscritos se realiza dentro de las bolsas de valores, utilizando los mecanismos previstos en la Ley, como son principalmente las Casas de Valores, pero también los operadores de bolsa autónomos.

Mercado Extrabursátil, por el contrario, es aquel que se desarrolla fuera de las bolsas de valores a través de un mecanismo centralizado de negociación, con la intervención de intermediarios autorizados y con valores que estén inscritos en el registro del mercado de valores y en el respectivo mecanismo de transacciones extrabursátiles.

La ley preveé también, por supuesto, la posibilidad de negociaciones "**Privadas**" de valores, que se realizan en forma directa, sin la intervención de intermediarios autorizados entre comprador y vendedor. Y negociaciones "**Públicas**" son cuando se hacen a través de intermediarios inscritos en organismos y mecanismos de transacción regulados, informados y fiscalizados. Las bolsas de valores son típicamente mercados con negociaciones públicas.

LUGAR

BOLSA DE VALORES Son corporaciones civiles sin fines de lucro para prestar servicios y mecanismos para la negociación de valores.

Proporciona el lugar de reunión y los servicios necesarios para formalizar las ofertas, demandas y transacciones efectuados por las casas de valores y los operadores de valores.

METEX (mecanismos de transacciones extrabursátiles) son aquellas corporaciones civiles, aprobadas por la Superintendencia de Compañías que brindan a sus miembros los servicios y mecanismos para negociar en el mercado extrabursátil.

EMISION DE VALORES

Se entiende por emisión de valores al acto de expedir y poner en circulación títulos representativos de tales valores por parte del emisor de los mismos. El emisor puede ser el Estado u otras entidades del Sector Público, Sociedades o empresas privadas nacionales, e inclusive estados o sociedades extranjeras.

Las formalidades y requisitos de la emisión depende del valor de que se trate conforme se señalará a continuación:

CARACTERISTICAS DE LOS VALORES

Los valores son instrumentos financieros de contenido económico, y por lo tanto son:

- **NEGOCIABLES** es decir son bienes susceptibles de ser vendidos, cedidos, cambiados o sujetos a cualquier otra forma de transacción comercial;
- **TRANSFERIBLES** al ser bienes negociables su propiedad puede ser traspasada de una persona a otra a título oneroso o gratuito.
- **DE ACEPTACION GENERAL** pues gozan de acogido universal gracias a la confianza y seguridad que generan en el público.

CLASES DE OPERACIONES

Las operaciones o negociaciones que se realizan en el mercado con valores inscritos en el Registro de Mercado de Valores pueden ser Primarias o Secundarias, y a su vez estas pueden realizarse en forma Pública o Privada.

Operaciones Primarias.- Las operaciones son primarias cuando se realizan con el fin de colocar por primera vez en el mercado una emisión de valores (Acciones, Obligaciones, etc.), logrando las instituciones emisoras recabar recursos financieros por este medio. En este caso se dice que el mercado es primario o de emisión.

Operaciones Secundarias.- Una negociación u operación es secundarias si se realizan con valores que ya fueron colocados en el momento de su emisión y en este caso sus titulares los negocian con el objeto de obtener liquidez. A estas operaciones se las conoce como mercado secundarios.

Operaciones Públicas.- A su vez, una operación o negociación es Pública si se desarrolla, dentro del mercado bursátil o extrabursátil, con la publicidad adecuada y con la participación de un intermediario autorizado.

El Sector Público, en general debe realizar operaciones públicas a través de los mecanismos centralizados de negociación o de las subastas que realicen el Banco Central del Ecuador o en las Bolsas de Valores del País, salvo casos de excepción previsto por la Ley.

Operaciones Privadas.- Es privada la negociación u operación que se realiza directamente entre comprador y vendedor sin participación de intermediarios financieros ni medios de publicidad.

Las operaciones privadas están limitadas en conformidad con el Artículo 58 de la Ley, según el cual el monto de estas negociaciones no podrán ser mayor al 1% del Capital Suscrito en el caso de acciones admitidas a cotización bursátil. Este monto se determinará tomando en cuenta las Cesiones o adquisiciones del respectivo Cedente o Cesionario durante el Ejercicio Fiscal, salvo el caso de donaciones o sucesiones hereditarias.

De ninguna manera podrán realizar este tipo de negociaciones con valores inscritos en el registro de mercado de valores, los operadores, administradores y otras personas que ejerzan cargos de responsabilidad en las instituciones reguladas por la Ley de Mercado de Valores.

Cualquier negociación que se hiciere violando estas disposiciones serán anuladas.

ANEXO 3

BOLSAS DE VALORES

Entre las múltiples ventajas que ofrecen negociar e invertir en acciones esta por un lado, cuando el ahorrista adquiere acciones en la Bolsa de Valores de Guayaquil se convierte en uno de los dueños de una gran empresa, las cuales suelen ser altamente rentables y por ende les asegura un alto rendimiento al final del año, o en cada semestre como en el caso de los Bancos.

Además el adquirir acciones también es una forma de protegerse contra la inflación, ya que los precios de los productos o servicios que venden las grandes empresas suelen incrementarse de acuerdo con los niveles de inflación, con lo cual las utilidades de las compañías tendrán incluidos el efecto de la inflación. De esa manera la persona que ha colocado sus ahorros en acciones no ve disminuido su poder adquisitivo.

Otras de las ventajas de invertir en acciones consiste en que las personas que han colocado sus ahorros en acciones pueden obtener fácilmente liquidez en el momento que lo requieran a través de la venta de dichos títulos en la Bolsa de Valores.

En cuanto al rendimiento de la inversión de las acciones provienen de dos fuentes, por un lado, los dividendos que reparte la empresa y por otro también se obtiene la ganancia del capital, esto es, el incremento del precio de la acción en

el mercado bursátil , ganancia que se realiza cuando se vende efectivamente la acción. Así, el rendimiento de la acción está determinado tanto por el dividendo que reparte la empresa como por el incremento del precio de la acción.

Las negociaciones de acciones también son un nuevo mecanismos con que cuentan los empresarios para financiar sus proyectos de inversión. Hasta ahora la forma tradicional de obtener recursos ha sido a través del crédito bancario. Hoy con la emisión de acciones las compañías pueden obtener recursos sin mayores costos financieros, esto es que la compañía recibiría el dinero por la venta de las nuevas acciones y por ese dinero no se vería obligada a pagar interés, sino que solamente de acuerdo a los resultados del ejercicio entregaría a los nuevos accionistas lo que les correspondiera por dividendo, inclusive pueden las empresas emitir acciones preferidas en las cuales tienen participación pero no decisión en la Junta General de Accionistas.

Otra alternativa de financiamiento que surgió con la Ley de Mercado de Valores es la emisión de obligaciones o papeles comerciales. Estos títulos consisten en una deuda que contrae la empresa con terceras personas que adquieren dichos títulos en el mercado de valores. Los activos de la empresa garantizan dicha deuda y en algunos casos también existen una garantía específica. Normalmente los intereses de este tipo de papeles es inferior a los que se paga por las fuentes tradicionales de créditos.

Realmente la Bolsa de Valores es un mecanismo que permite que cada vez se abarate más la consecución de recursos para las empresas, lo cual conlleva no sólo la expansión del sector productivo sino también el abaratamiento de los productos finales, con lo cual el consumidor es el real beneficiado.

Tanto los inversionistas como los emisores participan en la bolsa de valores a través de las Casa de Valores que son las entidades especialistas en negociar en Bolsa, quienes actúan como un intermediario calificado y que además brindan asesoría a sus clientes.

En el Mercado de Valores la información acerca de los institutos emisores y el comportamiento de los títulos valores es fundamental, por cuanto ello permite al inversionista la calidad de los emisores y decidir cual es su mejor oportunidad de inversión.

Además, a través de la información que proveen las empresas emisoras para que los títulos que ellas emiten puedan ser transados en bolsas, lo cual implica que dicha empresa debe cumplir con algunos requisitos que la acrediten como una empresa sólida y rentable, con lo cual se brinda seguridad al inversionista.

También la renegociación de la Deuda Externa abrió nuevas posibilidades por cuanto mejoró la imagen del país a nivel internacional, por cuanto va a ser nuevamente sujeto de crédito, y lo presenta como un lugar más confiable para la inversión. Gracias a esta nueva imagen ingresarán nuevos flujos de capitales

externos al país, lo cual dinamizará tanto al mercado de valores como a la economía toda. Además, con el proceso de modernización en marcha y la privatización de empresas altamente rentables se espera alcanzar un masivo ingreso de pequeños y grandes inversiones al mercado bursátil.

MIEMBROS DE LA BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL

Los miembros de la Bolsa de Valores son todas las casas de valores autorizadas por la Superintendencia de Compañías y que hayan sido admitidas como tales.

Tenemos así en Guayaquil 36 Casas de Valores autorizadas, como detallamos a continuación:

Casa de Valores Guerrero y Hermana S.A. (CAVALGSA), Inviser S.A., Corpacciones Casa de Valores S.A., Mervalores S.A., Casa de Valores Finanzas e Inversiones FINVER S.A., Banrio S.A., Finecvalores S.A., Valpacífico S.A., R&H Asociados S.A., Ladupontsa, Contivalores S.A., Lloyds Bank Casa de Valores S.A., Badinsa, Previbursátil S.A., Finanvalores S.A., Casa Real, Parvalores S.A., Casa de Valores Avilés S.A., Transbursátil S.A., Filan Casa de Valores S.A., Cobolsa C.A., Multivalores BG S.A., Interinvest S.A., T.R.U.S.T., Cofivalores S.A., Investunion S.A., Transamericana S.A. (VALORTRANSA), Corporación Andina CORPAVAL S.A., Dinámica S.A. (CAVADINSA), Ecuadealer S.A., Cabounión S.A., Investvalores S.A., Verfinsa S.A., Casaval S.A., Crefinsa S.A., Tecfinsa S.A. (CAVALTEC).

PATRIMONIO

El patrimonio de una bolsa de valores se divide en cuotas iguales y negociables de propiedad de sus miembros, sin que ninguno de ellos pueda tener en propiedad más de una.

AUTOREGULACION

La Bolsa de Valores está encargada de emitir sus reglamentos y demás normas internas que serán aprobadas por la Superintendencia de Compañías, de acuerdo al Art. 9. Así mismo los miembros de la Bolsa de Valores se asociarán para expedir los reglamentos internos y demás normas de ética, disciplina, autocontrol, vigilancia y sanción, en concordancia a los Art. 586 y 591 del Código Civil y art. 72 del Código de Comercio.

RUEDA DE BOLSA

La rueda de bolsa es un mecanismo centralizado de negociaciones, en el que intervienen las distintas casas de valores a través de sus operadores, con el propósito de negociar los valores inscritos en bolsa. Es decir, la rueda es la reunión que se realiza diariamente en el local de la Bolsa, con el objeto de que en ella, los Operadores de Valores, concerten las operaciones de Compra-Venta de valores.

La misma es conducida por un funcionario de la respectiva Bolsa de Valores, denominado DIRECTOR DE RUEDA, quien tiene amplias atribuciones para decidir sobre la validez de las operaciones que se efectúen.

Las ruedas de bolsa pueden ser de dos clases:

- a) **Ordinarias.**- Que se celebran todos los días hábiles dentro del horario que previamente haya establecido la bolsa; y,
- b) **Especiales.**- Que son las autorizadas por el Consejo Nacional de Valores, en función de los requerimientos de diversificación del mercado, y que tendrán lugar en un horario diferente al de la rueda ordinaria de conformidad con lo previsto en el estatuto interno de la bolsa.

En la rueda de bolsa la oferta y demanda de valores podrá efectuarse utilizando dos procedimientos: De viva voz y a través de sistemas electrónicos.

RUEDA DE VIVA VOZ .-

En este procedimiento deben estar presentes y participar los operadores de las Casas de Valores y los Agentes de Bolsas Autónomos. Se realiza en el lugar físico que ponga a disposición la bolsa de valores, durante los días hábiles laborables de la bolsa y en el horario establecido.

Actualmente existe un nuevo sistema, denominado "Lectura de Marcas Optimas", cuyo objeto es brindar más facilidad a los operadores en la rueda de viva voz, ya que implica la presentación de ofertas y demandas, a la vez que ahorra tiempo. Con el computador y un escáner se logra ingresar las posturas de las casas de valores, las que se anotan en formularios personalizados para ser leídos inmediatamente. La idea es que cada quien tenga un block de formularios, y lo maneje de forma individual de forma similar a como usa una chequera, para que el computador lo identifique y se eviten errores.

Los formularios personalizados reemplazan a aquellos formularios generales y en lugar de señalar una oferta o demanda de acciones o cualquier título emitido por una compañía X con su código, simplemente se ponen puntos en unos cuantos lugares. En la papeleta está registrado el nombre del operador, el tipo de título (renta fija o renta variable) y el monto que desea comprar o vender para evitar duplicaciones o alteraciones.

Adicionalmente se estudia la posibilidad de instalar una alerta de puja, es decir una alarma que avise a los participantes en la rueda el momento justo en que se presentan ofertas cruzadas.

En la pizarra se ha reemplazado en lo que a renta variable se refiere por televisores que muestran información más detallada y precisa. Así una primera pantalla demuestra las tendencias de mercado (mejor oferta y mejor demanda); la

segunda, el comportamiento del mercado cambiario e interbancario; la tercera, las operaciones cerradas, mientras la última se encarga de anunciar todo lo dicho por el pregonero. Esta información es más transparente que la acostumbrada porque permite mayor concentración en el mejor precio disponible y en la liquidez de las acciones.

En la Bolsa de Valores de Guayaquil ubicada en Baquerizo Moreno y 9 de Octubre, uno debe subir al primer piso a mano derecha, donde físicamente se encuentra la oficina de la Bolsa de Valores donde se desarrolla la Rueda de Viva voz.

Este procedimiento comprende dos períodos: Período de Preapertura y Ordenamiento, y Período de Rueda.

a) Período de Preapertura y Ordenamiento.- Este periodo corresponde a los primeros quince minutos, en el que se procederá a realizar las inscripciones de las posturas de oferta y demanda, los agentes de bolsas podrán presentar posturas de valores previamente inscritas, para lo cual presentarán el formulario que por duplicado entrega la respectiva bolsa de valores. Este formulario deberá contener al menos los siguientes datos:

En valores de rentas fijas, la fecha, denominación, emisor, aceptante, avalista, monto nominal, precio en porcentaje, interés, plazo, etc. La fecha valor de la operación , el nombre y firma del operador. (Ver Caso 1)-

En valores de rentas variables: fecha, denominación, emisor, número de acciones, valor nominal de cada una, precio en sucres, fecha valor de la operación y nombre y firma del operador. (Ver caso 2). El original y copia serán entregados al director de rueda quien la registrará en orden de recepción.

Caso 1.a (Venta de Pagaré)

BVG		OFERTA RENTA FIJA	
CASA DE VALORES: FILANCASA OPERADORA: GUADALUPE MONGE			
EMISOR		TUNGURAHUA	
TITULO		PAG.	
MONTO NOMINAL		1'000.000 mm. (m/100)	
PRECIO EN %		100%	
FECHA VALOR		24 Hrs.	
INTERES		37%	
PLAZO		31 DIAS	
RENDIMIENTO EFEC.			
FECHA VENCIMIENTO			
DER. ACCESORIOS			
GARANT. COLATERALES			
		FECHA / HORA	
		FIRMA	

Caso 1.b (Compra de Pagaré)

BVG		DEMANDA	
CASA DE VALORES: FILANCASA		RENTA FIJA	
OPERADORA: GUADALUPE MONGE			
EMISOR	FILANBANCO	FECHA / HORA	
TITULO	PAG.		
MONTO NOMINAL	500 mm. (/100)		
PRECIO EN %	100%		
FECHA VALOR	48 Hrs.		
INTERES	33%		
PLAZO	31 DIAS		
RENDIMIENTO EFEC.			
FECHA VENCIMIENTO			
DER. ACCESORIOS			
GARANT. COLATERALES		FIRMA	

El sistema ordenará las posturas por precio y secuencia de inscripción . Las posturas de oferta de menor a mayor precio y las posturas de demanda de mayor a menor precio. en cualquier caso, si los precios son iguales, se ordenará por secuencia de inscripción.

Caso 2.a (Venta de Acciones)

BVG		OFERTA RENTA VARIABLE
CASA DE VALORES: FILANCASA OPERADORA: GUADALUPE MONGE		
EMISOR	CNT	FECHA / HORA
TITULO	ACC	
Nro. DE ACCIONES	200.000 L.M.	
VALOR NOMINAL UNIT.	100	
PRECIO EN SUCRES	243	
FECHA VALOR	HOY	
DER. ACCESORIOS		
		FIRMA

Caso 2.b (Compra de Acciones)

BVG		DEMANDA RENTA VARIABLE
CASA DE VALORES: FILANCASA OPERADORA: GUADALUPE MONGE		
EMISOR	CONTICORP	FECHA / HORA
TITULO	ACC	
Nro. DE ACCIONES	2'000.000 L.M.	
VALOR NOMINAL UNIT.	100	
PRECIO EN SUCRES	235	
FECHA VALOR	HOY	
DER. ACCESORIOS		
		FIRMA

b) Período de Rueda.- Es el lapso en que se realiza las negociaciones, previo pregón de todas las posturas y su registro en la pizarra. Las posturas en firme tendrán vigencia hasta el cierre de la Rueda, pero podrán ser retiradas por el operador sino ha recibido ninguna demanda u oferta. Posteriormente se procede a verificar los casos en los cuales coincidan las condiciones de una postura de compra y una postura de venta, permitiendo cerrar una operación.

En este tipo de procedimiento se permite cuatro tipo de posturas: En firme, cruzadas, de mercado y de fracciones.

En firme.- Son las que se inscriben con precios definidos, respetando los rangos de fluctuación de precios de inicio del día.

Cruzadas.- Son las provenientes de órdenes de dos comitentes distintos encargadas a una misma Casa de Valores. Toda postura cruzada es en firme y el operador representante de la Casa de Valores está obligado a indicar en la inscripción que se trata de una orden cruzada, el precio y las condiciones de la postura, con la finalidad de dar oportunidad a los demás participantes a intervenir en dicha postura dentro del tiempo establecido por la Ley y por los Reglamentos Internos de la Bolsa.

OBLIGACIONES DE LAS BOLSAS DE VALORES

Las obligaciones que deben cumplir las bolsas de valores son las siguientes:

- a) Facilitar y establecer las instalaciones y sistemas que permitan la formación de un mercado bursátil equitativo y transparente y que aseguren al mismo tiempo la ejecución y liquidación ordenada de las negociaciones;
 - b) Otorgar la más amplia información sobre los valores cotizados en ellas y sobre las operaciones bursátiles en general;
 - c) Prestar el servicio de depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, el mismo que podrá otorgarlo asociándose con otras bolsas.
 - d) Suministrar al depósito centralizado de compensación y liquidación, la información correspondiente a las negociaciones realizadas a fin de que ésta actualice sus registros;
 - e) Divulgar trimestral y semestralmente, de conformidad con las normas dictadas por el Consejo Nacional de Valores, información jurídica, administrativa y económica que pueda afectar las decisiones de inversión;
 - f) Constituir transitoriamente un órgano interno dedicado a la calificación de riesgo y contratar los servicios especializados de analistas de riesgos que operarán como comité de riesgo externo. Esta obligación se mantendrá hasta que entren a regir las normas sobre calificación de riesgo;
 - g) Llevar su contabilidad de acuerdo a los dictámenes del Consejo Nacional de Valores e informar a la Superintendencia de Compañías sobre sus estados
-

financieros con la periodicidad determinada en los reglamentos correspondientes; y,

- h) Ejercer las demás atribuciones señaladas en la Ley, en el Reglamento, en sus normas internas y en las resoluciones del Consejo Nacional de Valores.

ANEXO 4

CASA DE VALORES

NATURALEZA

La Casa de Valores es una sociedad anónima establecida con el propósito de intermediar valores en el Mercado Bursátil, y está sujeta a la autorización y control de la Superintendencia de Compañías.

Sin embargo, la sola existencia de una sola Casa de Valores no le permite participar en el mercado, pues la Ley exige como requisito adicional el que sea miembro de una Bolsa de Valores.

COMISION MERCANTIL

Según la Ley de Mercado de Valores las funciones de intermediación de las Casas de Valores se rigen por las disposiciones que el Código de Comercio ha establecido para el contrato de comisión mercantil.

La comisión mercantil o mandato mercantil es un contrato en el que una persona, llamada comitente, encarga el ejercicio de actos de comercio a otra llamada comisionista, que actúa en su propio nombre, pero por cuenta de aquél.

En este sentido la intermediación de valores es un acto de comercio encomendado por un comitente a una Casa de Valores, que es la comisionista, que ejerce dicha intermediación en su propio nombre, pero por cuenta del comitente.

En el ejercicio de estos actos, la Casa de Valores queda vinculada directa y personalmente con la persona con quien contrato, como si el negocio fuera suyo. De esta manera, el comitente no puede ejercer sus derechos y acciones en contra de quien contrató con la casa de valores y viceversa, este no tiene acciones contra el comitente.

CONSTITUCION

En virtud de que las Casas de Valores adoptan la forma de una Cia. anónima, deberán previamente cumplir con las formalidades que la Ley de Compañías exige para su constitución.

Dentro de este trámite de constitución cumplirán también los requisitos que de modo particular ha establecido el reglamento sobre Casas de Valores y otros intermediarios. Estos requisitos se refieren a los siguientes aspectos:

1. EXPRESION PECULIAR

En la escritura de constitución de una Casa de Valores deberá incluir en la denominación la expresión CASA DE VALORES y la correspondiente expresión peculiar que le permite diferenciarse de las demás, seguida de las palabras Compañía o Sociedad Anónima, o sus siglas. Tenemos así a FILAN CASA DE VALORES S.A.

2. CAPITAL

El capital suscrito mínimo para constituir una Casa de Valores será de 80.000 unidades de valor constante, cotizadas al día de la apertura de la cuenta de integración de capital.

Al momento de la constitución y de la suscripción del capital, deberá pagarse por lo menos una cuarta parte del mismo, es decir, 20.000 unidades de valor constante y el saldo deberá ser cubierto en el plazo de dos años.

3.- AUTORIZACION E INSCRIPCION

Luego de constituida la compañía que operará como Casa de Valores, deberá adquirir una cuota patrimonial en una bolsa de valores y cumplir los demás requisitos establecidos por ella.

Posteriormente, para que pueda ejercer sus actividades, deberá obtener el certificado de autorización del Superintendente de compañías, el mismo que se lo exhibirá en todos los establecimientos en los cuales realice sus actividades.

La mencionada autorización se concederá a las compañías que han cumplido con todos los requisitos establecidos en la ley y se emitirá mediante resolución, dentro de los 15 días de la presentación de la correspondiente solicitud. Tal autorización será publicada en uno de los periódicos de mas amplia circulación del domicilio de la Casa de Valores y se inscribirá en el registro del mercado de valores.

REQUISITOS

La intermediación de las Casas de Valores dentro del mercado bursátil, se realiza a través de dependientes de comercio calificados, a los que se denomina operadores de valores.

Para el desempeño de sus actividades, los operadores de valores deberán previamente cumplir con los requisitos de calificación establecidos por la respectiva Bolsa de Valores y, adicionalmente obtener la correspondiente inscripción en el registro del mercado de valores.

Corresponde a la Bolsa determinar el número de operadores bursátiles que representen a una casa de valores para actuar en una misma rueda de bolsa.

Los operadores bursátiles actúan por cuenta de las respectivas casas de valores, las mismas que responderán solidariamente por sus acciones, dentro del giro del negocio.

FACULTADES Y OBLIGACIONES

Las funciones de intermediación de una Casa de Valores estarán sujetas a las disposiciones internas de las Bolsas de Valores y a las resoluciones generales que para el efecto expida el Consejo Nacional de Valores.

Por disposición de la ley y del reglamento sobre casas de valores y otros intermediarios, estas entidades tienen las siguientes facultades y obligaciones:

1.- ORDENES E INSTRUCCIONES DE SUS COMITENTES

Las Casas de Valores deben cumplir estrictamente las instrucciones de sus comitentes, absteniéndose de contravenir sus disposiciones expresas. Pero las órdenes para efectuar una operación bursátil se sujetarán a los reglamentos de la respectiva bolsa.

Si la Casa de Valores recibe dinero de su comitente para la adquisición de valores sin haberse determinado el plazo dentro del cual deba efectuarse tal

negociación, la orden se entenderá conferida por cinco días hábiles, vencido el cual, si no hubiere sido posible cumplirla devolverá al comitente el monto del dinero entregado

Igual plazo se aplicará cuando las Casas de Valores reciban el encargo de vender valores sin especificarse el lapso dentro del cual habrá de efectuarse las operaciones.

Cuando actúen en una operación de compra - venta de valores, las Casas de Valores quedan obligadas a pagar el precio de la compra o de la venta o a hacer la entrega de los valores vendidos, o comprados, a la respectiva bolsa o a sus comitentes, dentro de las 24 horas posteriores al cumplimiento de las condiciones de negociación. En ningún caso se admitirá la excepción de falta de provisión.

2.- ADMINISTRACION DE PORTAFOLIO DE VALORES

El portafolio de valores es una cartera de valores administrada con un objetivo específico. La Ley autoriza expresamente a las Casas de Valores a administrar portafolio de valores, o dinero de terceros, para invertirlos discrecionalmente en instrumentos negociables en bolsa

Los fondos y los valores que las Casas de Valores reciban por este concepto, deberán ser mantenidos en forma separada de los que reciben de otros comitentes o de los propios. Las Casas de Valores deberán entregar

mensualmente a los inversionistas un estado de sus operaciones así como la composición o valorización de su cartera, variación de cotizaciones y rentabilidad.

Dicha administración se efectuará mediante contrato escrito y se sujetará también a lo que dispone el Código de Comercio para el contrato de comisión.

3.- ADQUISICION Y ENAJENACION DE VALORES DE CARTERA PROPIA

Las Casas de Valores podrán adquirir o transferir con sus propios recursos acciones, obligaciones, bonos y demás títulos valores.

Para este propósito, el Reglamento sobre Casas de Valores establece los siguientes requisitos:

- Las inversiones se realizarán únicamente en valores y documentos inscritos en el Registro del Mercado de Valores;
 - Dentro de los cinco primeros días de cada mes, las Casas de Valores informarán a la Superintendencia de Compañías respecto del estado de su propia cartera ;
 - Estas negociaciones deberán postergarse mientras estén pendientes órdenes de compra o de venta de sus comitentes por los mismos títulos, y siempre que dichos valores tengan iguales características para efectos de su negociación ; y,
-

- Las Casas de Valores no podrán adquirir los valores que se les ordenó enajenar, ni enajenar de los suyos los que se les ordenó adquirir, sin autorización expresa y por escrito de su cliente.

4.- OPERACIONES EN EL MERCADO PRIMARIO

Las Casas de Valores realizarán operaciones en el mercado primario o de emisión, individualmente o mediante la formación de consorcios, a fin de obtener la primera colocación de una emisión de valores con la consiguiente captación de recursos para el emisor.

5.- ANTICIPACION DE FONDOS

Dentro de las atribuciones de las Casas de Valores, también consta la posibilidad de anticipar fondos de sus propios recursos a sus comitentes, con el fin de ejecutar órdenes de compra de valores inscritos en el Registro del mercado de valores.

La mencionada anticipación está sujeta a dos limitaciones:

- No podrá exceder el 50% del capital pagado de la respectiva casa de valores ;
 - El monto global de estas operaciones tampoco podrá exceder del doble de su patrimonio contable.
-

Las Casas de Valores deberán retener en garantía tales valores, hasta la reposición de los fondos y dentro de las limitaciones que establezcan las normas aplicables.

6.- REGISTROS CONTABLES Y OTROS DOCUMENTOS

Las Casas de Valores están obligadas a llevar los registros contables de conformidad con el plan de cuentas que para el efecto dicte el Consejo Nacional de Valores.

Además deberán llevar los siguientes libros y documentos:

- Un registro de las órdenes de los comitentes para efectuar transacciones ;
- Un registro de las operaciones que celebren, anotadas en orden cronológico y con especificación de la fecha, del valor que se ha negociado, precio, plazo, nombre del comitente y número de comprobante de transacción y/o liquidación ;
- Un registro en el que deben consignarse los valores que hayan recibido de sus comitentes para su custodia y administración.

7.- PARTICIPACION EN OTRAS COMPAÑIAS

La Ley de Mercado de Valores permite que las casas de valores participen como miembros o accionistas en todas aquellas instituciones previstas y reguladas por dicha Ley, con excepción de otras casas de valores y compañías calificadoras de riesgo.

8.- ASESORAMIENTO EN OPERACIONES BURSATILES

Estas entidades podrán prestar asesoramiento para la negociación de valores, estructuración de portafolio de valores, adquisiciones, fusiones u otras operaciones de mercado.

9.- DEBER DE INFORMACION

Las casas de valores deberán facilitar a sus comitentes información actualizada sobre los valores en circulación en el mercado y acerca de la situación legal, administrativa, financiera y económica de las empresas emisoras.

10.- SIGILO BURSATIL

Las casas de valores están obligadas a guardar reserva de lo concerniente a las negociaciones realizadas, así como de los nombres de sus comitentes, salvo que la naturaleza de la transacción efectuada lo impida, o que exista requerimiento de la Superintendencia de Compañías, orden judicial o consentimiento expreso de los interesados.

11.- NORMAS GENERALES

Finalmente las casas de valores ejercerán todas las atribuciones necesarias para un óptimo desembolvimiento del mercado bursátil, siempre que cuenten con autorización del Consejo Nacional de Valores.

PROHIBICIONES

A las casas de valores les está prohibido:

- a. Realizar negociaciones privadas con valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores;
 - b. Operar en el Mercado Extrabursátil con valores inscritos en la Bolsa de Valores;
 - c. Efectuar operaciones ficticias o realizar actos con el fin de fijar artificialmente precios o cotizaciones, aunque están autorizadas para realizar actividades de estabilización de cotización, únicamente durante oferta pública de valores.
 - d. Divulgar directa o indirectamente información inexacta, imprecisa o privilegiada;
 - e. Retener un porcentaje de utilidad de las transacciones en las que interviniere como intermediaria, luego de percibir su correspondiente comisión;
 - f. Recibir depósitos del público;
 - g. Garantizar rendimientos o asumir pérdidas de sus comitentes;
 - h. Participar como accionista de otra casa de valores; o, como socio o accionista de una compañía calificadora de riesgo; y,
 - i. Exceder los márgenes de endeudamiento, colocaciones y otras condiciones de liquidez y solvencia patrimonial.
-

ANEXO 5

CALIFICADORAS DE RIESGO

CONCEPTO

La calificación de riesgo en el Ecuador surge como obligatoriedad para el emisor de valores a raíz de la expedición de la Ley de Mercado de Valores. Este negocio nació como especialidad a fines de siglo pasado en los Estados Unidos, pero con el desarrollo de la economía en otros países se extendió a Japón, Canadá, Australia, Francia, Inglaterra, Chile y México, naciones que vieron la necesidad de implantar este factor de medición como garantía para los inversionistas.

Las calificadoras de riesgo son sociedades anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías que tienen por objeto exclusivo la calificación del riesgo y de la solvencia de los emisores o de los valores que se negocian en el mercado. Entre esos valores se encuentran: valores representativos de deuda, acciones y demás obligaciones patrimoniales, así como fondos colectivos de inversión. Cabe indicar que las acciones o títulos de renta variable no están obligados a presentar calificación de riesgo, para estos títulos es opcional, sin embargo, por el interés de los propios emisores por participar en el mercado y el desarrollo del mismo se lo implementa.

Debido a que el campo de acción de las calificadoras es sumamente reducido ya que sus potenciales clientes no sobrepasan los 40 comprendidos en el sector

corporativo, el Consejo Nacional de Valores a través de resoluciones determina conceder más facultades a estas compañías tales como: efectuar análisis y valoración de créditos, bienes u otros activos de empresas en general y consecuentemente, el procesamiento, distribución y suministro de información estadística agregada que tenga relación con sus fines, así como las demás actividades requeridas para el estricto cumplimiento de estos objetivos.

Es importante indicar que, si bien la compañía calificadora de riesgo se pronuncia sobre el emisor y los valores objeto de posterior oferta en el mercado, otorgándoles una calificación, esta no significa recomendación de compra, venta, garantía de pago o estabilidad de precio, sino que constituye una evaluación sobre el riesgo del valor.

Las compañías que se iniciaron en el proceso han atravesado una serie de contratiempos de orden legal y financiero, ya que a pesar de la disposición que obliga a los emisores a contar con la calificación como requisito previo para que sus valores puedan ser ofertados públicamente, el retraso de un reglamento para su operación que no se dio sino hasta el 31 de diciembre de 1993, lo cual impidió su introducción de forma inmediata.

Por lo anteriormente mencionado, al principio del proceso existieron tres compañías interesadas en ingresar al negocio: Ratings Calificadora de Riesgo (Quito), Humphreys & Calfivar S. A. (Guayaquil) y Calificsa. Las dos primeras

actualmente en operación, pero la última decidió retirarse porque estimó que el mercado no era lo suficientemente atractivo.

OBJETO DE LAS CALIFICADORAS DE RIESGO

El objetivo de las calificadoras de riesgo es proporcionar al mercado un criterio técnico adicional a fin de que el inversionista disponga de una información más completa a la hora de invertir. La decisión es única y exclusiva del inversionista, quien puede optar por comprar un valor que ofrezca mayor rentabilidad con alto riesgo, o a su vez uno que ofrezca menor rentabilidad pero también menor riesgo.

Como consecuencia de este objeto podrán efectuar análisis y valoración de créditos, bienes u otros activos, y de empresas en general, así como el procesamiento, distribución y suministro de información estadística agregada relacionada con sus fines y demás actividades vinculadas con el cumplimiento de estos objetivos.

ACCIONISTAS Y CONSTITUCION

Las entidades del sector financiero al igual que las Bolsas y Casas de Valores, Administradoras de Fondos y demás entidades reguladas por la Ley de Mercado de Valores o sus grupos empresariales, no podrán tener acciones o participaciones en el capital de las compañías calificadoras de riesgo.

Las compañías deberán incluir en su denominación la expresión CALIFICADORAS DE RIESGO y agregar la expresión peculiar que permita diferenciarse entre sí.

Las compañías que realizan la actividad de calificadoras de riesgo sin la autorización de la Superintendencia de Compañías estarán sujetas a las sanciones impuestas por esta entidad, con perjuicio hasta para los administradores y representantes.

El capital suscrito mínimo será de 30.000 UVC, cuya cotización será la que corresponda al día de la apertura de la cuenta de integración de capital.

Para que las calificadoras de riesgo puedan ejercer sus actividades, deberán previamente obtener el certificado de autorización del Superintendente de Compañías, el mismo que deberá exhibirse en todos los locales que realice su actividad.

OBLIGACIONES DE LAS CALIFICADORAS DE RIESGO

Son obligaciones de las calificadoras de riesgo las siguientes:

1. Dedicarse única y exclusivamente a la calificación del riesgo involucrado en la negociación de valores y de la solvencia de los emisores o títulos valores que se negocian en el mercado;
-

2. Conformar obligatoriamente un comité de calificación de riesgo, compuesto por personas naturales o jurídicas;
3. Acoger los resultados de la evaluación realizada por el comité de calificación ;
4. Informar a la Superintendencia de Compañías el cambio de directores, administradores o miembros del comité de calificación de riesgo, dentro del plazo de 5 días de haberse producido cualquiera de estos hechos;
5. Comunicar trimestralmente a la misma entidad de control, la calificación de emisores y de valores realizados dentro de este período;
6. Informar a esta entidad de control acerca de la revisión de las sociedades emisoras y de los valores que hayan sido objetos de calificación previa por parte de la calificadora de riesgo;
7. Llevar su contabilidad según las normas dictadas por el Consejo Nacional de Valores.

CATEGORIAS DE CALIFICACION

EVALUACION

La evaluación realizada por el comité de calificación de riesgo, se sujetará a lo dispuesto por el reglamento de calificación y deberá ser aprobada por lo menos por el 80% de los integrantes del comité. La compañía calificadora de riesgo estará obligada a acoger la calificación efectuada por el comité.

El comité estará compuesto por personas naturales o por personas jurídicas, en el estatuto se determinará los mecanismos para la designación de los miembros del comité de calificación.

CATEGORIAS

La calificación de riesgo se sujetará a los procedimientos, sistemas y categorías de evaluación y periodicidad determinados por el Consejo Nacional de Valores. Debe especialmente considerarse la naturaleza de los valores a ofertarse (de una renta fija o de renta variable) y se observarán las siguientes reglas:

- a) Al tratarse de valores representativos de deuda, se los calificará en atención a la solvencia del emisor, a las garantías que presentare, a la eventualidad del incumplimiento, etc. Por disposición del Reglamento, esta calificación deberá mantenerse periódicamente actualizada hasta la redención del título.

Existen algunas categorías de calificación de los títulos de deuda, tomando en cuenta la mayor, menor o escasa capacidad de pago de sus emisores y garantes, así como la posibilidad de que ésta se deteriore y exista incumplimiento. Esta categorías serán las siguientes: AAA, AA, A, B, C, D y E.
 - b) Para la calificación de las acciones y demás valores patrimoniales se considerará la presencia bursátil del emisor, la desconcentración accionaria y su liquidez en el mercado. Según lo señalamos en su oportunidad, la calificación de acciones es obligatoria unicamente en aquellos casos en los que el Consejo Nacional de Valores lo considere necesario.
-

Las categorías de calificación de acciones determinarán la situación económico-financiera de la emisora, su liquidez, y utilidad, la mayor o menor difusión de información al mercado y la tendencia del precio en el mercado. Así como las categorías serán: AAA, AA, A, B, C, D y E.

- c) Cuando se trate de cuota de los fondos colectivos de inversión, la calificación se hará en base a la capacidad técnica y operativa de la administradora, la política de inversión del fondo, sus activos e inversiones, la rentabilidad del proyecto y las pérdidas que pudieren ocurrir.

Por tanto las categorías de calificación serán: AAA, AA, A, B, C, D y E, dependiendo de la buena o insuficiente liquidez, seguridad y rentabilidad en el mercado de las cuotas que se ofertan.

- d) Los valores emitidos por instituciones financieras se calificarán según los criterios generales de toda calificación y adicionalmente se hará una evaluación general de la solidez financiera de la empresa, incorporando una opinión acerca de la vulnerabilidad de la institución a cambios adversos en el propio negocio y a condiciones económicos-financieros, particulares.

Las categorías de calificación de los valores emitidos por instituciones financieras serán: AAA, AA, A, BBB, BB, B, C, D y E.

En síntesis las categorías de Calificación en el Ecuador es la siguiente:

AAA.- Excelente capacidad de pago. No se vería afectada ante cambios predecibles. Optima combinación de las variables indicadas de riesgo.

AA.- Muy buena capacidad de pago. No se vería afectada ante cambios predecibles. Muy buena combinación de las variables indicativas de riesgo.

A.- Buena capacidad de pago. Se vería afectada levemente ante cambios predecibles. Buena combinación de las variables indicativas de riesgo.

B.- Tienen capacidad de pago. Susceptible de ser afectada ante eventuales cambios. Satisfactoria combinación de las variables de riesgo.

C.- Mínima capacidad de pago. Susceptible de ser afectada ante eventuales cambios. Pueden mejorar en forma rápida ante cambios favorables.

D.- Inadecuada capacidad de pago. Posibilidad de incumplimiento efectivo.

E.- Instrumentos cuyo emisor presenta información válida representativa y suficiente.

ASPECTOS QUE DEBEN SER CALIFICADOS

Con la información proporcionada, los principales aspectos que deben ser objetos de análisis y evaluación son los siguientes:

- a) Riesgo sectorial y entorno económico en que se califica la oferta y demanda del sector, y el nivel de vulnerabilidad con respecto a los cambios que se pudieran registrar en el conjunto de la economía.
 - b) Posición competitiva del emisor en el mercado y sus expectativas futuras;
 - c) Solvencia y capacidad del emisor, según sus estados financieros y contables;
 - d) Estructura accionaria, y distribución de beneficios y contribución a capital;
-

- e) Apoyo directo e indirecto de las políticas públicas a la actividad mercantil desplegada por el emisor;
- f) Características generales y específicas de la emisión

Considerando los principales aspectos mencionados para la realización del análisis y evaluación para una correcta calificación, de acuerdo al artículo en Mundo Económico del 13 de Diciembre de 1994, podemos mencionar que se debe también tomar en cuenta dos aspectos fundamentales:

1. **Aspecto cuantitativo:** Se revisa la solvencia del emisor, es decir la capacidad de pago de interés que demanda la obligación o bono (pago de interés, gastos financieros y amortización del principal).

Se efectúa un recuento del pasado -cobertura histórica- y el análisis se lo realiza en base a los estados financieros auditados de cinco años atrás que entrega el cliente (emisor). Se aclara que la calificación no realiza la auditoría, no da la veracidad de los números. Después la calificación se proyecta hacia el futuro en base a sus propios criterios o en base a conversaciones con el emisor para calcular la capacidad de pago para el tiempo que va a estar en circulación el papel.

Luego se hace el análisis de sensibilidad del proceso con escenarios desfavorables: Qué pasaría en caso de que se caiga la tasa de interés? Qué pasaría si la compañía depende de insumos importados y se devalúa la

moneda? Qué ocurriría si el margen de ventas de la industria se reduce a causa de la competencia?.

2. **Aspecto cualitativo:** Es el análisis del entorno macroeconómico, a través de la evaluación sectorial: Cómo está la industria?, Cómo se comporta el sector en el cual compete esta compañía?, etc. Luego de eso se analiza la posición competitiva de la empresa con respecto a sus rivales: ubicación, condiciones de liderazgo, niveles de producción y finalmente se analiza las características de administración de la empresa (familiar o profesional).

En síntesis podemos decir que la calificación de riesgos se basará en la información proporcionada por el emisor, por las casas y bolsas de valores, o por las instituciones financieras. Esta información deberá incluir el riesgo sectorial, entorno económico, la posición competitiva del emisor en el mercado, sus expectativas futuras, solvencia, capacidad y estructura accionaria.

PROCEDIMIENTO DE CALIFICACION

Para la realización de una calificación de riesgo de un valor se deberá contar con un estudio técnico que será analizado y aprobado por el respectivo comité de calificaciones.

Para decidir sobre la calificación de un valor, será necesario que se lo apruebe con el voto a favor de al menos del 80% de todos sus miembros presentes.

La calificación se comunicará al emisor, el mismo que dentro de 3 días hábiles siguientes, podrá solicitar que sea revisada si considera que hay error en la misma.

Si el emisor no acepta la calificación podrá contratar una calificación adicional con otra calificadora.

La empresa que emite los valores será analizada cada vez que emita títulos o valores. El plazo de vigencia de la respectiva calificación será de un año. Cuando los valores emitidos a plazos mayores de 360 días, deberán ser revisados un mínimo de dos veces al año, o en cualquier momento en que se susciten hechos que pudieran alterar la calificación original.

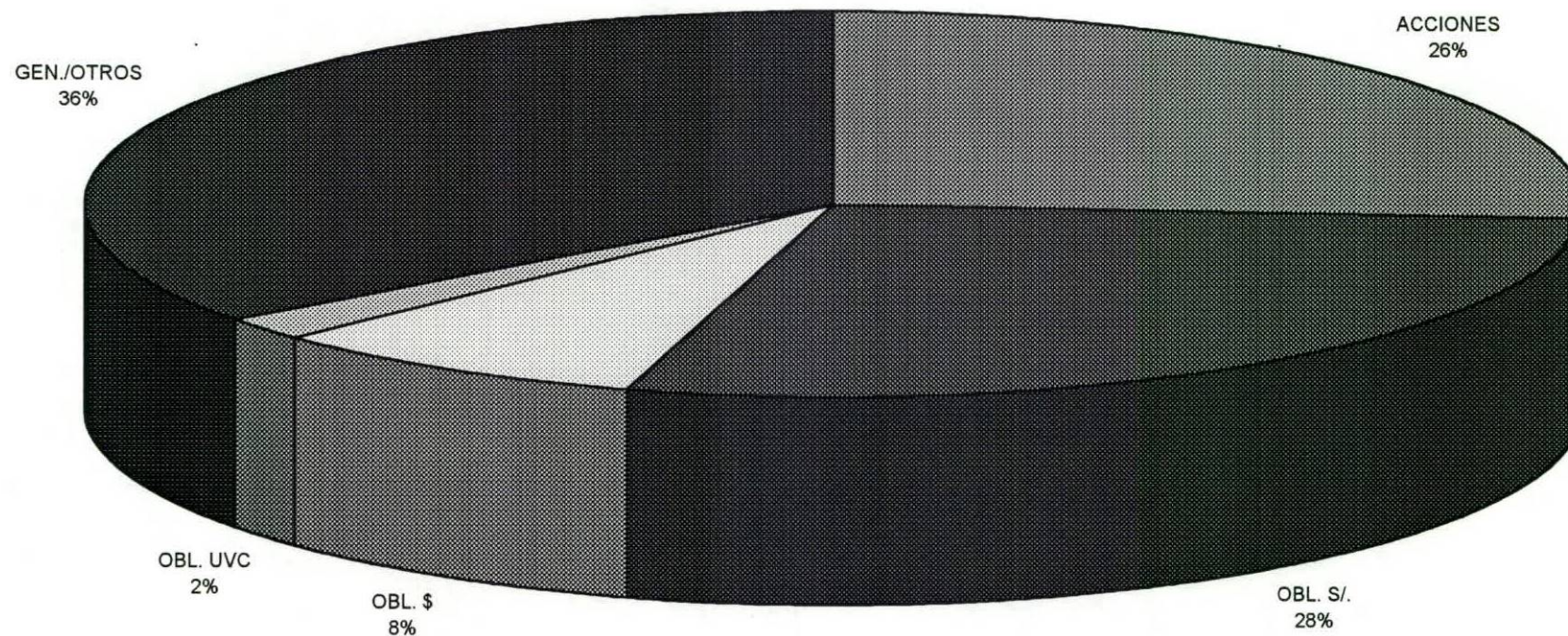
DIVULGACION DE LA CALIFICACION

Toda calificación deberá ser divulgada al mercado y comunicada por la respectiva compañía emisora a la Superintendencia de Compañías, a las Bolsas de Valores y a los Mecanismos de transacciones extrabursátiles, junto con un extracto de las conclusiones del estudio que sustente la calificación otorgada.

En caso de revisiones, éstas también deberán ser divulgadas al pública y remitidas a las instituciones indicadas, por lo menos cinco días hábiles de anticipación a la fecha de su publicación.

Cuando se efectúa dos calificaciones ambas deben ser comunicadas al público.

ANEXO 6
GRÁFICO DE LA DISTRIBUCIÓN DE LOS TÍTULOS POR # EMPRESAS.



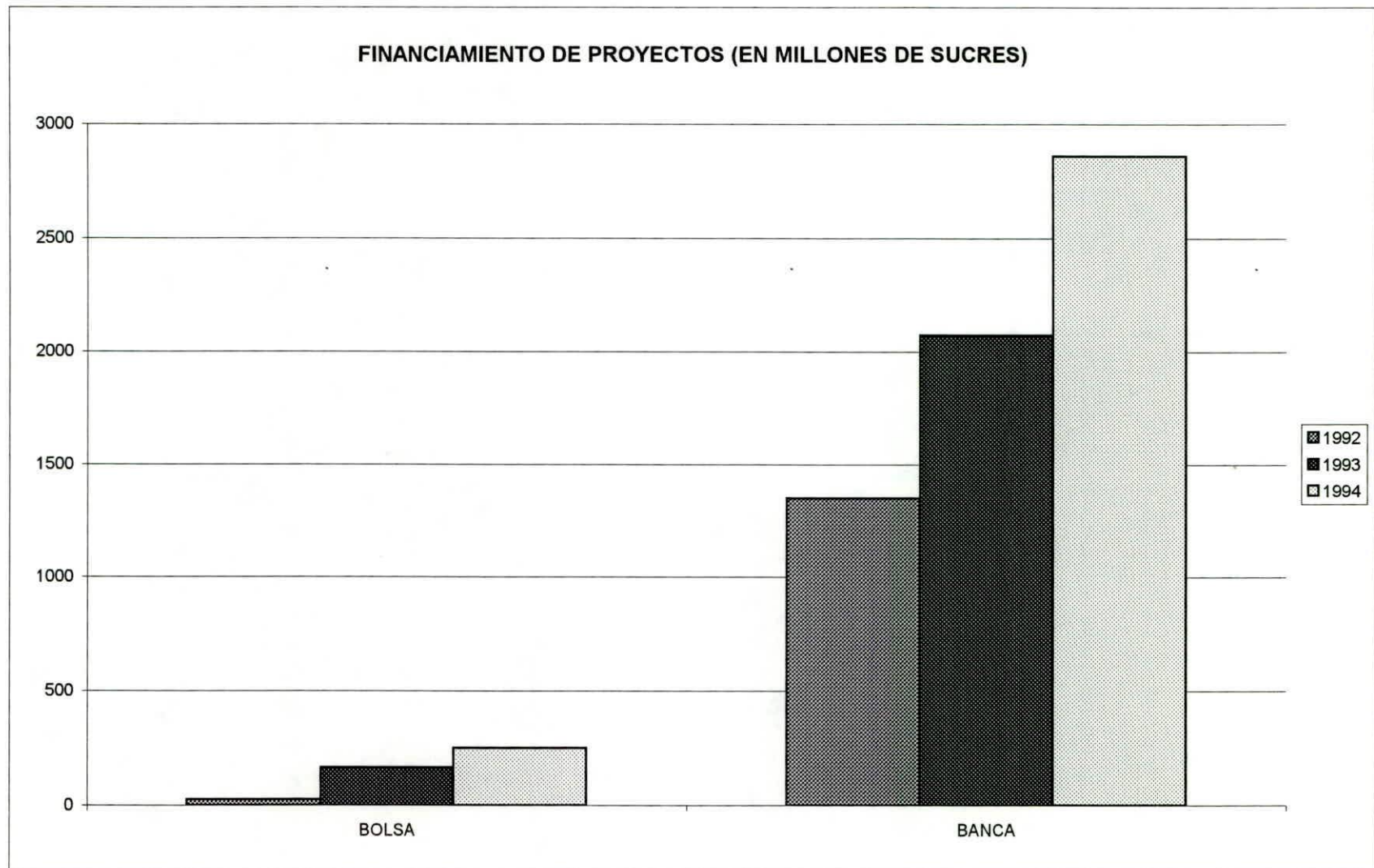
ANEXO 7							
EMPRESAS OFERENTES DE TÍTULOS TRANZADOS EN EL MERCADO DE VALORES							
INSTITUCION	CIUDAD	TIPO	ACCIONES	OBL. S/.	OBL. \$	OBL. UVC	GEN./OTROS
ABN AMRO BANK	Q	F					
ACERO PAXI S.A.	Q	I					
AGRILSA	G	I	X				
ALBOBANCO S.A.	G	F					X
C.E.M. ALCOHOLES DEL ECUADOR CODADE	Q	I					
ALMACENERA ALMACOPIO S.A.	Q		X				
ALMACENERA DEL AGRO S.A. ALMAGRO	G			X		X	
ALMACENERA DEL ECUADOR S.A. ALMESA	G						
ALMACENES DE PRATI S.A.	G	C		X			
ALTERFINSA S.A. SOCIEDAD FINANCIERA	Q	F	X				X
AMERAFIN CIA FINANC. S.A.	Q	F					X
AMERCA S.A. SOCIEDAD FINANCIERA	Q	F					X
ARTEFACTA	Q	C		X			
ASERVAL CIA. FINANCIERA S.A.	Q	F					X
ASOC. MULT. DE AH. Y CR. AZUAY	C	F					
ASOC. MULT. DE AH. Y CR. PICHINCHA	Q						X
ASOC. MULT. AH. Y CR PREVISION Y SEGURIDAD	G	F					X
AUTOMOTORES Y ANEXOS S.A. AYASA	Q	C		X			
AUTOS Y MAQUINAS DEL ECUADOR S.A. AYMESA	Q	C	X				
AVESCA AVICOLA ECUATORIANA S.A.	Q			X			
B. P. LEASING S.A.	Q						
BANCO AMAZONAS	Q	F	X				X
BANCO BOLIVARIANO S.A.	G	F	X				X
BANCO CAJA CREDITO AGRIC. GAN. S.A.	Q	F					X
BANCO CENTRAL DEL ECUADOR	Q	F					BEMS
BANCO CONTINENTAL S.A.	G	F	X				X
BANCO DE COLOMBIA (ECUADOR) S.A.	Q	F					X
BANCO DE CREDITO S.A.	Q	F					X
BANCO DE GUAYAQUIL S.A.	G	F	X	X	X	X	X
BANCO DE LA PRODUCCION S.A.	Q	F					X
BANCO DE MACHALA S.A.	G	F					X
BANCO DE PRESTAMOS S.A.	Q	F	X	X			X
BANCO DEL AUSTRO	Q	F					X
BANCO DEL AZUAY	C	F					X
BANCO DEL LITORAL S.A.	G	F					X
BANCO DEL PACIFICO S.A.	G	F	X				X
BANCO DEL PICHINCHA C.A.	Q	F	X	X			X
BANCO DEL PROGRESO S.A.	G	F	X	X			X
BANCO DEL TUNGURAHUA S.A.	Q	F	X				X
BANCO FINANCORP S.A.	G	F	X				X
BANCO LA PREVISORA S.A.	G	F	X				X
BANCO POPULAR S.A.	Q	F	X	X	X		X
BANCO SOCIEDAD GENERAL DE CREDITO	G	F					X
BANCO TERRITORIAL S.A.	G	F					X
BANCO UNIVERSAL S.A. UNIBANCO	Q	F					X
BANICREDIT S.A.	G	F					X

EMPRESAS OFERENTES DE TÍTULOS TRANZADOS EN EL MERCADO DE VALORES							
INSTITUCION	CIUDAD	TIPO	ACCIONES	OBL. S/.	OBL. \$	OBL. UVC	GEN./OTROS
BANUNION S.A.	G	F					X
CARTOPEL S.A.	Q	I		X	X		
CASABACA S.A.	Q	C		X			
CASA DE VAL. GUERRERO & HERM. S.A. CAVALGSA	G	F	X				
CEGALSA S.A.	G			X			
CEMENTOS SELVA ALEGRE	Q	I	X				
CEMENTOS CHIMBORAZO C.A.	Q	I	X	X			
CENTRO GRAFICO GEOGRAFICO S.A.	Q	S	X				
CEPSA S.A.	Q	C	X	X			
CERVECERIA ANDINA S.A.	Q	I	X				
CITIBANK N.A.	Q	F					X
COMERCIAL KYWI S.A.	Q	C					
COMODITI CORP. S.A.	G				X		X
COMPAC S.A.	Q	C					
COM. EL UNIVERSO	G	I		X			
COMPAÑÍA DE CERVEZAS NACIONALES	G	I	X				
COMPAÑÍA ECUAT. DEL CAUCHO ERCO S.A.	C,Q	I	X	X			
CONFIANZA SOCIEDAD FINANCIERA S.A.	G	F	X				X
CONJUNTO CLINICO NACIONAL CONCLINA C.A.	Q						
CONFITES ECUATORIANOS C.A. CONFITECA	Q			X			
CONTICORP	G	F	X				
CORPORACION ALBORADA S.A.	G	F				X	
CORPORACION FINANCIERA NACIONAL	Q	F		X			BONOS S/.
CORPORACION MULTI-BG S.A.	G	F		X	X		
CORPORACION TURIST. RECREAC. CORTURIS S.A.	G						
CRISTALERIA DEL ECUADOR S.A. CRIDESA	G	I	X				
DEFACOR S.A. SOCIEDAD FINANCIERA	G	F					X
ECUACORP S.A. CORP. ECUAT. DE INVERSIONES	G	F					X
ECUAFACOR S.A. SOCIEDAD FINANCIERA	Q	F					X
ECUAPEL S.A.	Q	I		X			
ECUATORIANA DE AVIACION S.A.	G	S	X				
ECUAT. DE DESARR. S.A. COMP. COFIEC S.A.	Q	F	X				X
ECUAT. DE FINANC. S.A. ECUFINSA	G	F					X
ECUATORIANA DE LAMINACION S.A. ELAMSA	Q	I		X			
EDITORES NACIONALES S.A. ENSA	G	I		X			
EL CAMPO S.A. CAMPOSA	G	I		X			
ELABORADOS DE CARNE S.A. EDCA	Q	I	X				
ELECTROBLES S.A.	G	I		X			
ELECTRODOMESTICOS P.I.P.S.A. S.A.	G	I		X			
ELECTROQUITO S.A.	Q	S	X				
EMB. DE BEBIDAS CITRICAS DE GUAYAQUIL	G	I		X			
ENLACE SOCIEDAD FINANCIERA S.A.	Q	F	X				X
EQUIDOR S.A.	G	I		X			
FABRICA DE ALUMINIO U.M.C.O. S.A.	Q			X			
FACTURINSA	G	F		X			
FILAN-CASA DE VALORES S.A.	G	F		X			X
FILANBANCO S.A.	G	F		X		X	X
FILANLEASING S.A.	G	F		X			X

EMPRESAS OFERENTES DE TÍTULOS TRANZADOS EN EL MERCADO DE VALORES							
INSTITUCION	CIUDAD	TIPO	ACCIONES	OBL. S/.	OBL. \$	OBL. UVC	GEN./OTROS
FILASA SOCIED. FINANC. S.A.	G	F	X				X
FINAGRO BANCO DEL AGRO S.A.	G	F	X				X
FINANCAPITAL SOCIED. FINANC. CAPITAL S.A.	G	F					X
FINANCIERA DE LA REPUBLICA S.A. FIRESA	G	F	X				X
FINANCIERA DE LA RESERVA S.A.	G,Q	F	X	X			X
FINANCIERA DEL OCCIDENTE S.A.	Q	F	X	X			X
FINANNOVA SOCIED. FINAN S.A.	G	F		X			X
FINEC S.A.	G	F		X	X		X
FINVERLEASING S.A.	G	F	X	X	X		
GRUPO FINANCIERO CONTICORP S.A.	G	F	X	X			
GUAYAQUIL BANK&TRUST CO. LDTA.	G	F					X
HICO DEL MAR C.A. HICOMAR	G			X			
HORMIGONES PREGON S.A.	G	I	X	X			
HOTEL COLON INTERNACIONAL C.A.	Q	T	X	X			
IMPORTADORA EL ROSADO	G	C		X			
IMPORTADORA IND. AGRICOLA S.A. ILLA S.A.	G	I		X			
IMPORTADORA TOMBAMBA S.A.	G	I		X			X
INVERSIONISTAS NACIONALES CONSEJEROS INCA	G	F		X			X
INDUSTRIAL LICORERA HISPANOAME. S.A. ILSA	G	I		X			
INDUSTRIAL PESQUERA JAMBELI S.A.	G	I	X	X			
INDUSTRIAS ALES C.A.	G	I	X				X
INMOEC SOCIEDAD FINANCIERA	G	F					X
INTERMEDIARIA FINANCIERA C.A. GLOBAL	G	F					X
INTERMIL FINANCIERA S.A.	G	F		X			X
INVESPLAN CIA. FINANCIERA S.A.	G	F	X	X			X
LA CEMENTO NACIONAL S.A.	G	I	X				
LA UNIVERSAL S.A.	Q	I		X			
L.I.F.E. S.A.	G	I		X			
LEASING ALBORADA S.A.	G	F		X			
LEASING DEL PACIFICO S.A.	G	F		X			X
LOYDS BANK BLSA LTDA	G	F		X	X		X
MARRIOT S.A.	Q,G	C		X	X		X
MANABITA DE FINANCIAMIENTO S.A. MANAFINSA	G	F		X			X
MASTERCARD DEL ECUADOR S.A.	G	F		X	X		
MEPANDINA S.A.	G	C	X		X		
							BONOS S/., \$, DE ESTADO, NOTA DE CREDITO, CERTIFIC. TESORERIA
METROCAR S.A.	G	C	X				
							BONOS S/., \$, DE ESTADO, NOTA DE CREDITO, CERTIFIC. TESORERIA
MINISTERIO DE FINANZAS Y CREDITO PUBLICO	G	PU					
NOVACERO S.A.	Q	I			X		
NUTRANSA S.A.	G	I			X		
OSO LLANTERA NACIONAL S.A.	Q	C			X		
OTECAL S.A.	Q	S	X		X		
PALM-EXPORT S.A.	G	I	X				X
PARFINSA SOCIEDAD FINANCIERA S.A.	G	F			X		X

EMPRESAS OFERENTES DE TÍTULOS TRANZADOS EN EL MERCADO DE VALORES							
INSTITUCION	CIUDAD	TIPO	ACCIONES	OBL. S/.	OBL. \$	OBL. UVC	GEN./OTROS
PESQUEROS UNIDOS CIA. LTDA.	G	I		X	X		
PINTURAS CONDOR S.A.	Q	I		X			
PLASTICOS RIVAL CIA. LTDA.	Q	I		X			
PLASTIEMPAQUES S.A.	G	I		X			
PROANDI S.A.	Q	I	X				
PROCAESA	Q	I	X	X			
PROCUTON S.A.	G	I	X	X			X
PROINCO S.A.	Q	F	X				X
PROFIN S.A.	G	F					X
RESINAS ANDINAS S.A. RESINSA	Q	I					X
S.F.P. FINANCIERA SOC. FINANC. PRINCIPAL S.A.	Q	F					X
SEMILLAS CERTIF. ENSEMILLAS C.E. MIXTA	G	I					X
SERFINSA SOCIEDAD FINANCIERA	Q	F					X
NTESA	Q	I	X				
SOCIEDAD AGRICOLA E IND. SAN CARLOS S.A.	G	I	X				
SAETA S.A.	Q	T	X				X
SOCIEDAD FINANCIERA S.A.FINAMBATO	Q	F					X
SOCIEDAD FINANCIERA S.A. HEMISFERIO	G	F					X
SOCIEDAD FINANCIERA LEASING CORP.	G	F					X
SOCIEDAD FINANCIERA PROMERICA	Q	F					X
SOLINVERSIONES SOC. FINANCIERAS	G	F			X		X
SOLUBEL S.A.	G	I		X	X		X
SONAPAL SOCIED. NACIONAL DE PAPELES S.A.	G	I	X	X			
SUPERMERCADOS LA FAVORITA C.A.	Q	C	X			X	
TECNIQUIMICA CIA. LTDA.	Q						X
TECFINSA	Q	F	X				X
TEXTILES NACIONALES S.A. TENASA	Q	I	X				
UNIAUTO S.A.	Q	C	X	X			

ANEXO 8



ANEXO 9

CUADRO DE COSTO SEGUN MONTO DE LA EMISION

MONTO DE LA EMISION	S/.500,000,000	S/.1,000,000,000	S/.5,000,000,000	S/.10,000,000,000	S/.30,000,000,000
COSTO DEL CAPITAL (VIA PRESTAMOS)	S/.323,100,000	S/.646,200,000	S/.3,231,000,000	S/.6,462,000,000	S/.19,386,000,000
COSTO DE LA EMISION (MERCADO DE VALORES)	S/.33,500,000	S/.41,000,000	S/.96,000,000	S/.121,000,000	S/.171,000,000

ANEXO 10

COSTO DE UNA EMISION

MONTO DE LA EMISION

COMISION

S/.30,000,000,000	0.50%
S/.10,000,000,000	1.00%
S/.5,000,000,000	1.50%
S/.1,000,000,000	2.00%
S/.500,000,000	2.50%

COSTOS FIJOS

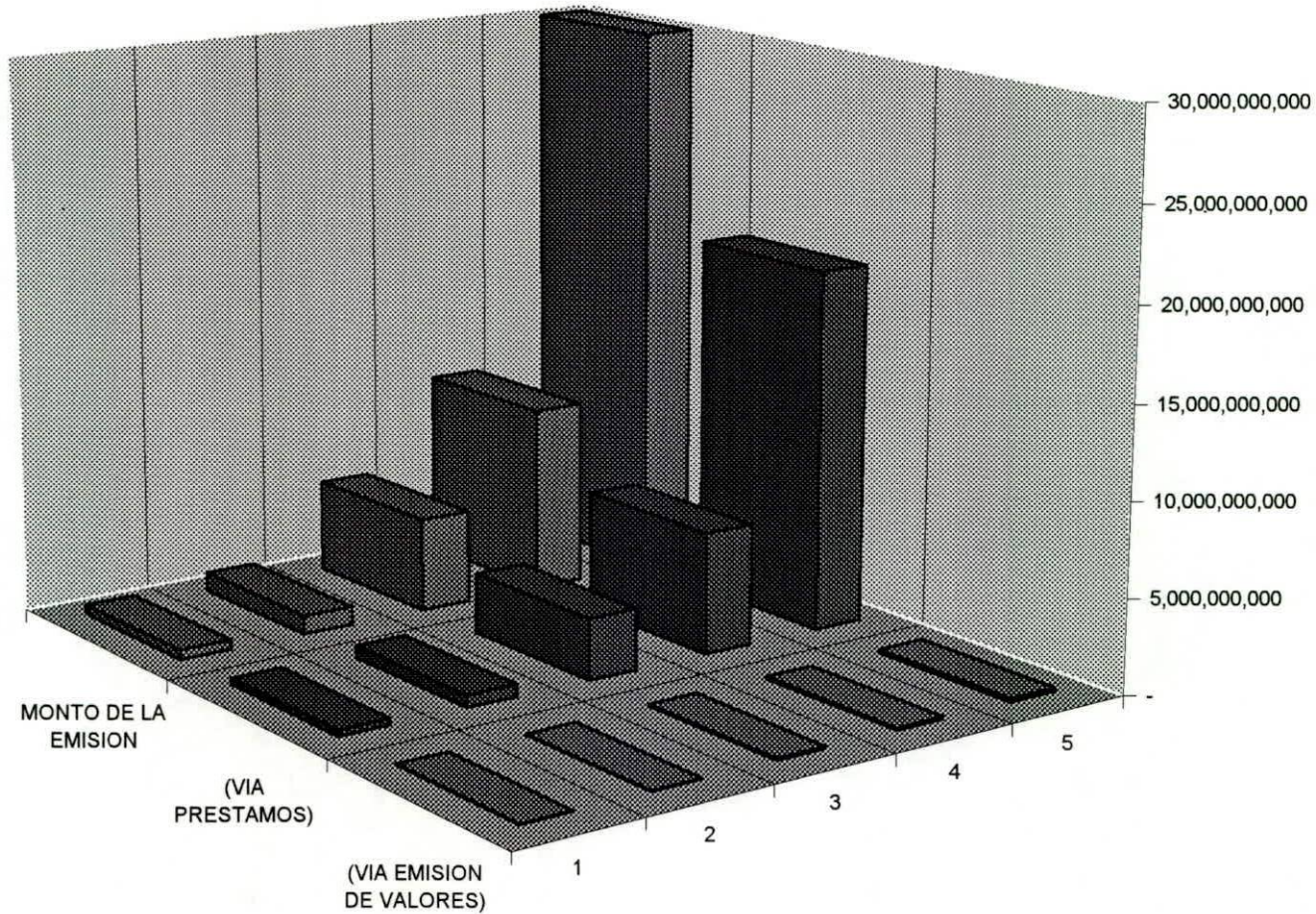
PUBLICIDAD	S/.3,000,000
200 PROSPECTOS	S/.3,000,000
CALIFICADORA DE RIESGO	S/.15,000,000
	S/.21,000,000

TASA ACTIVA (PRESTAMOS)

62.00%
2.62%

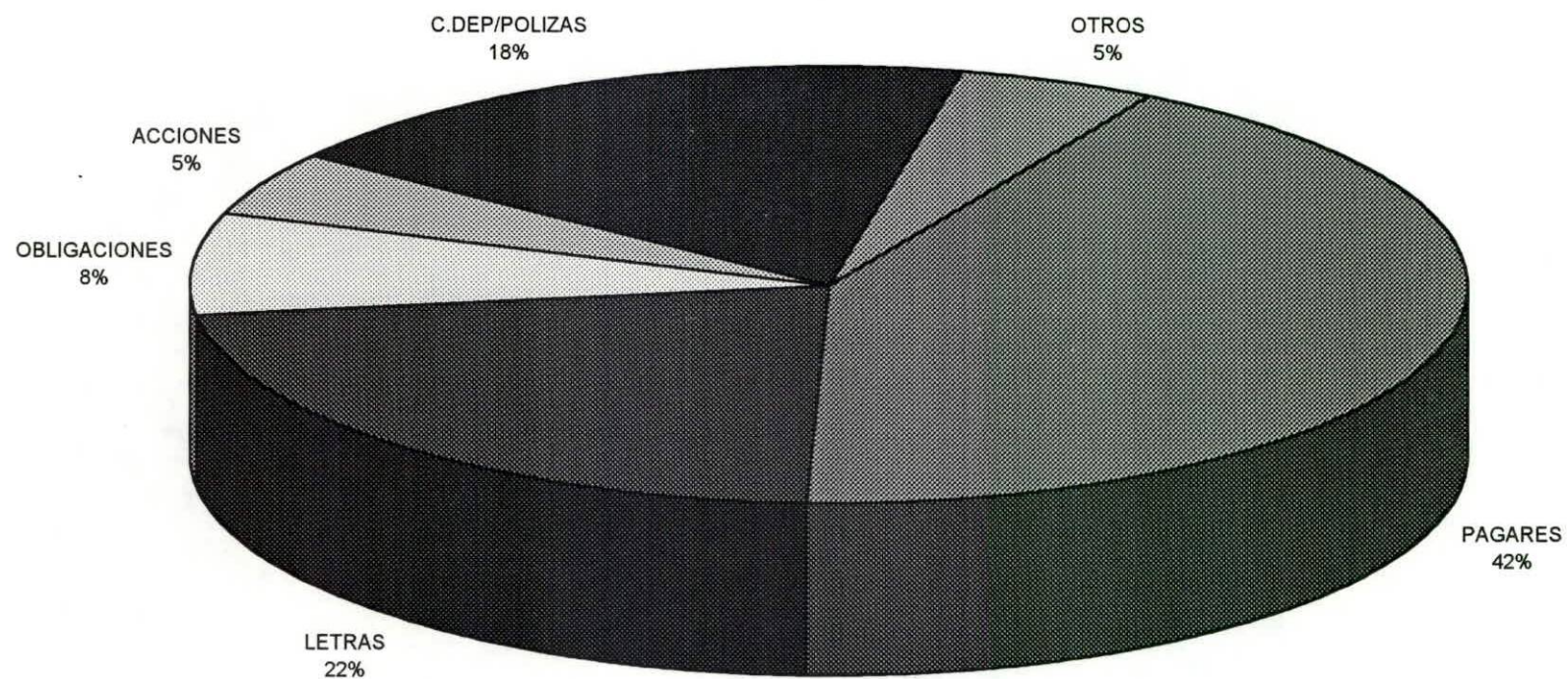
ANEXO 11

COSTO COMPARATIVO DE CAPITAL



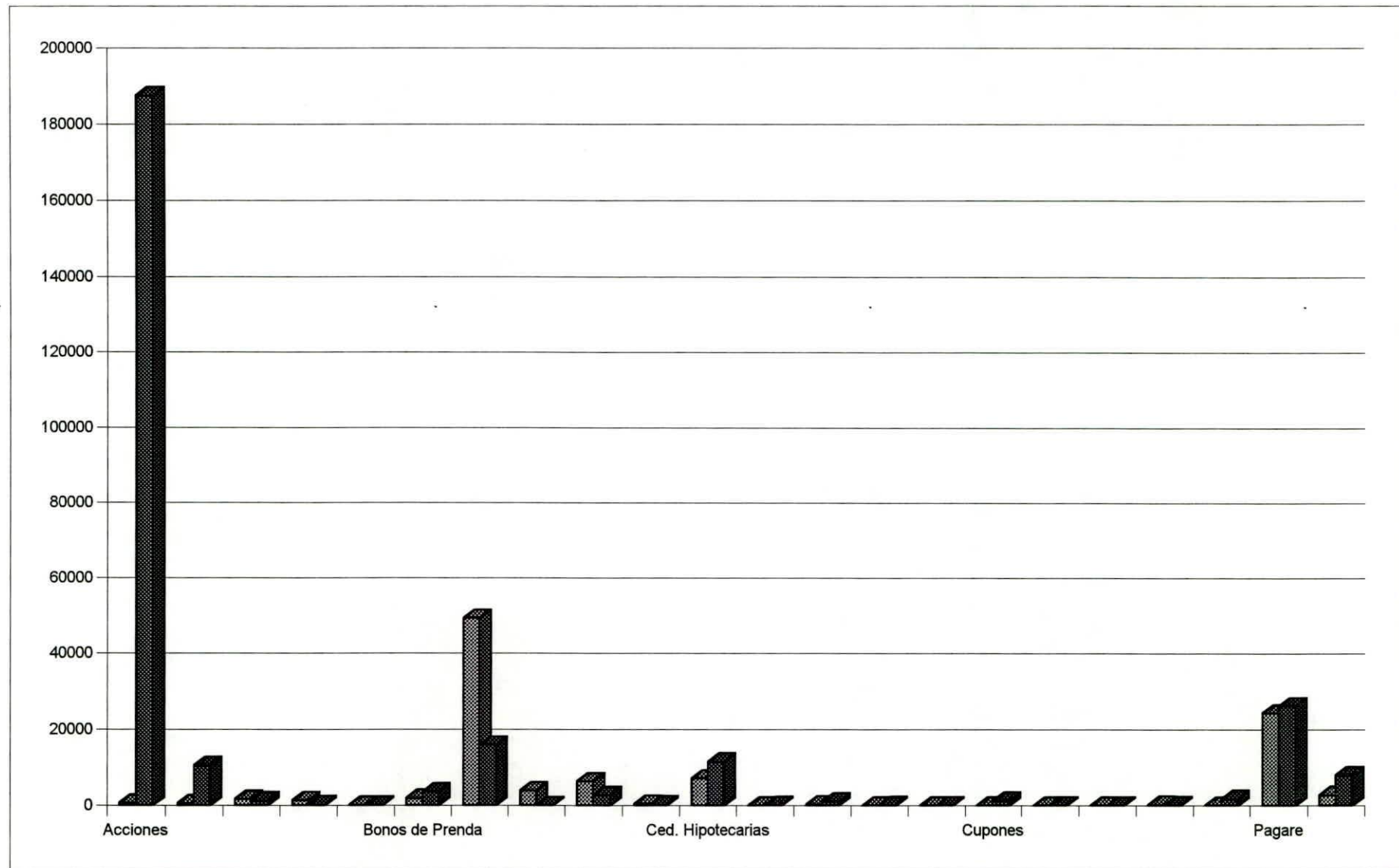
ANEXO 12

PARTICIPACION DE TITULOS EN UNIDADES MONETARIAS EN LA BOLSA DE VALORES



ANEXO 13

NEGOCIACION RELATIVA DE TITULOS

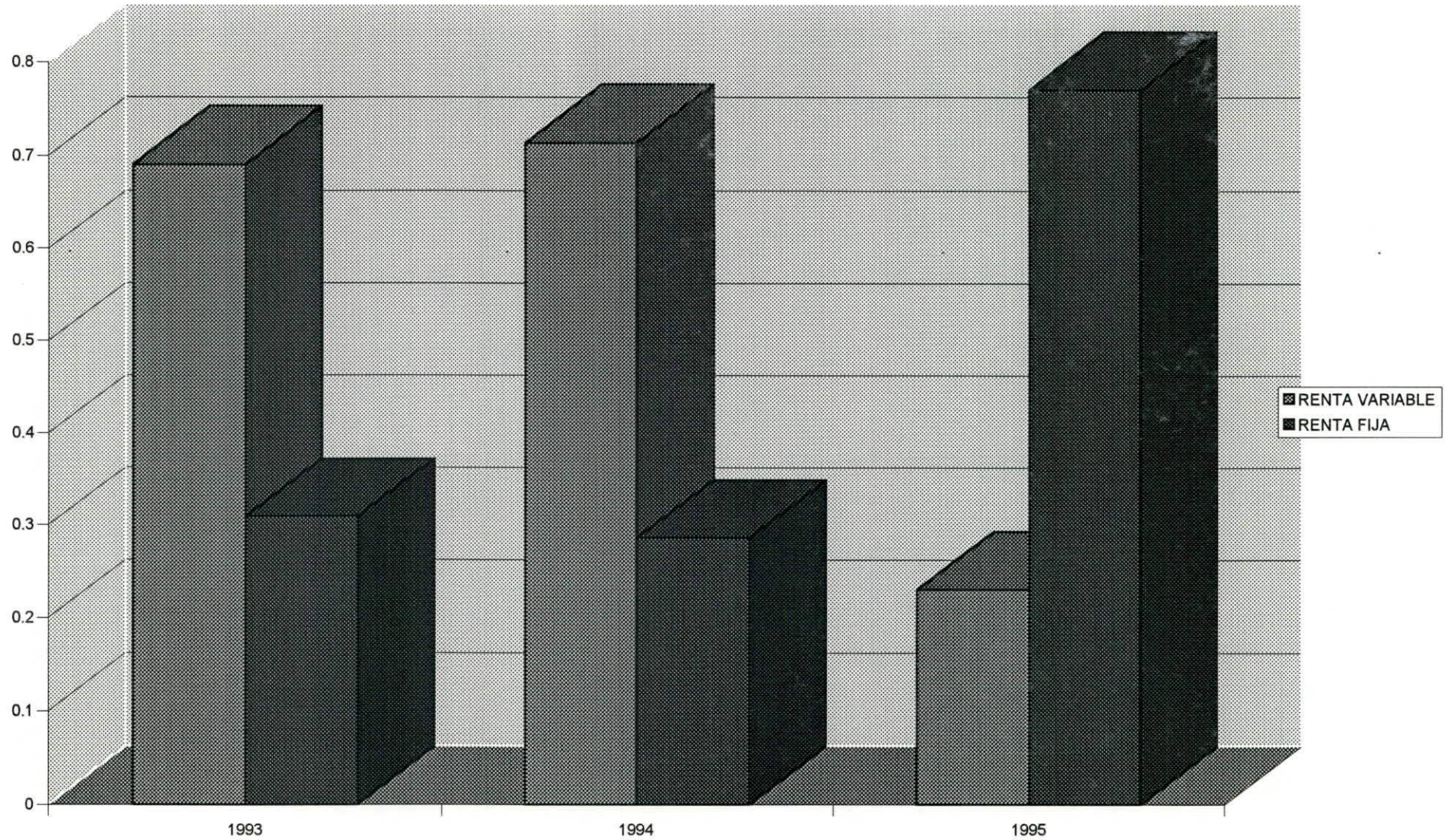


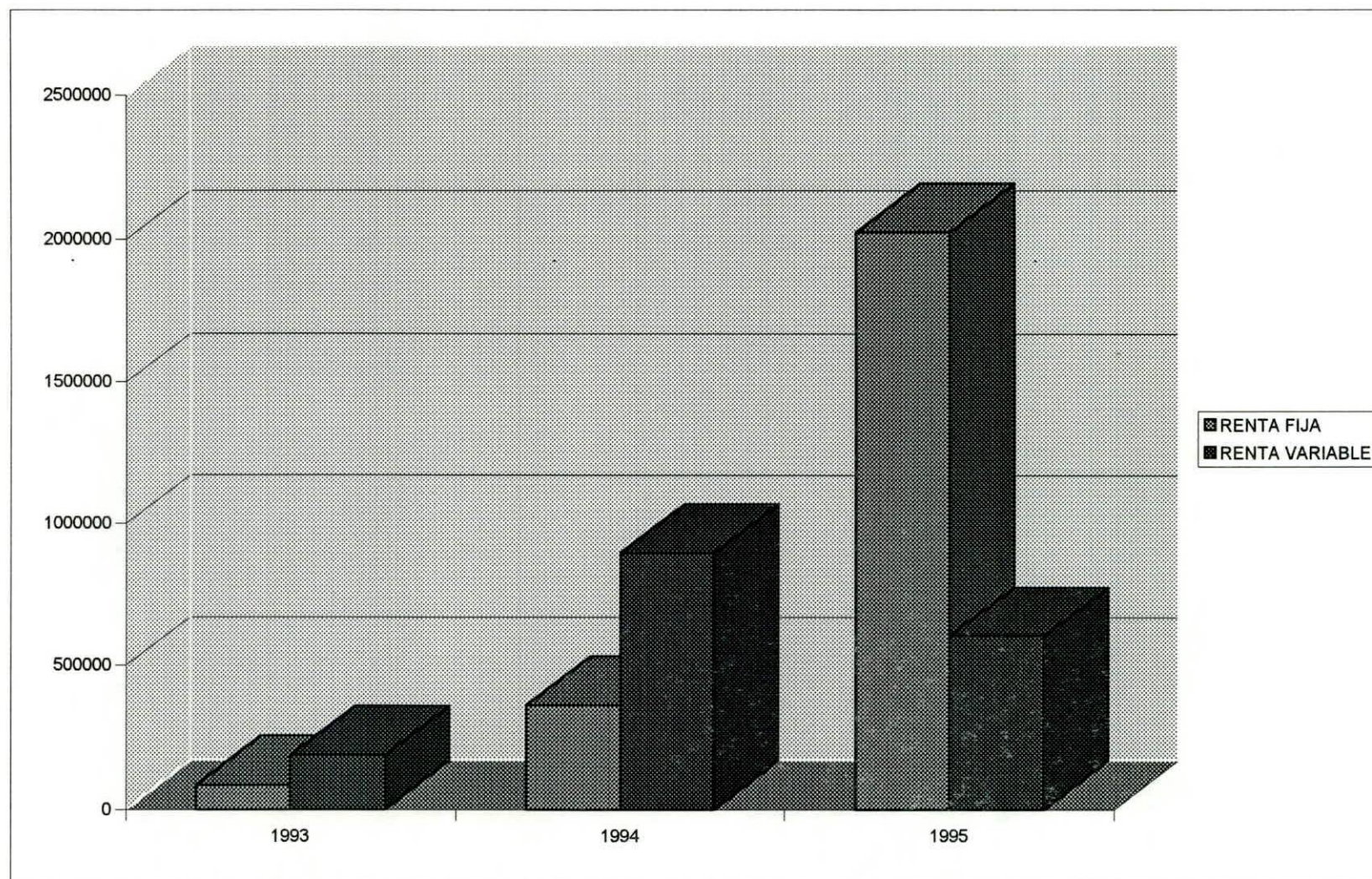
ANEXO 14

VOLUMEN DE OPERACIONES POR TIPO DE PAPEL

	1993		1994		1995	
RENTA VARIABLE	187,502	69.06%	899,260	71.37%	605,757	23.03%
RENTA FIJA	83,986	30.94%	360,811	28.63%	2,024,292	76.97%
	271,488	100.00%	1,260,071	100.00%	2,630,049	100.00%

ANEXO 15
GRÁFICO DE VOLUMEN DE OPERACIONES POR TIPO DE PAPEL





Fuente: BVG
Elaboración: Propia

VOLUMEN DE OPERACIONES

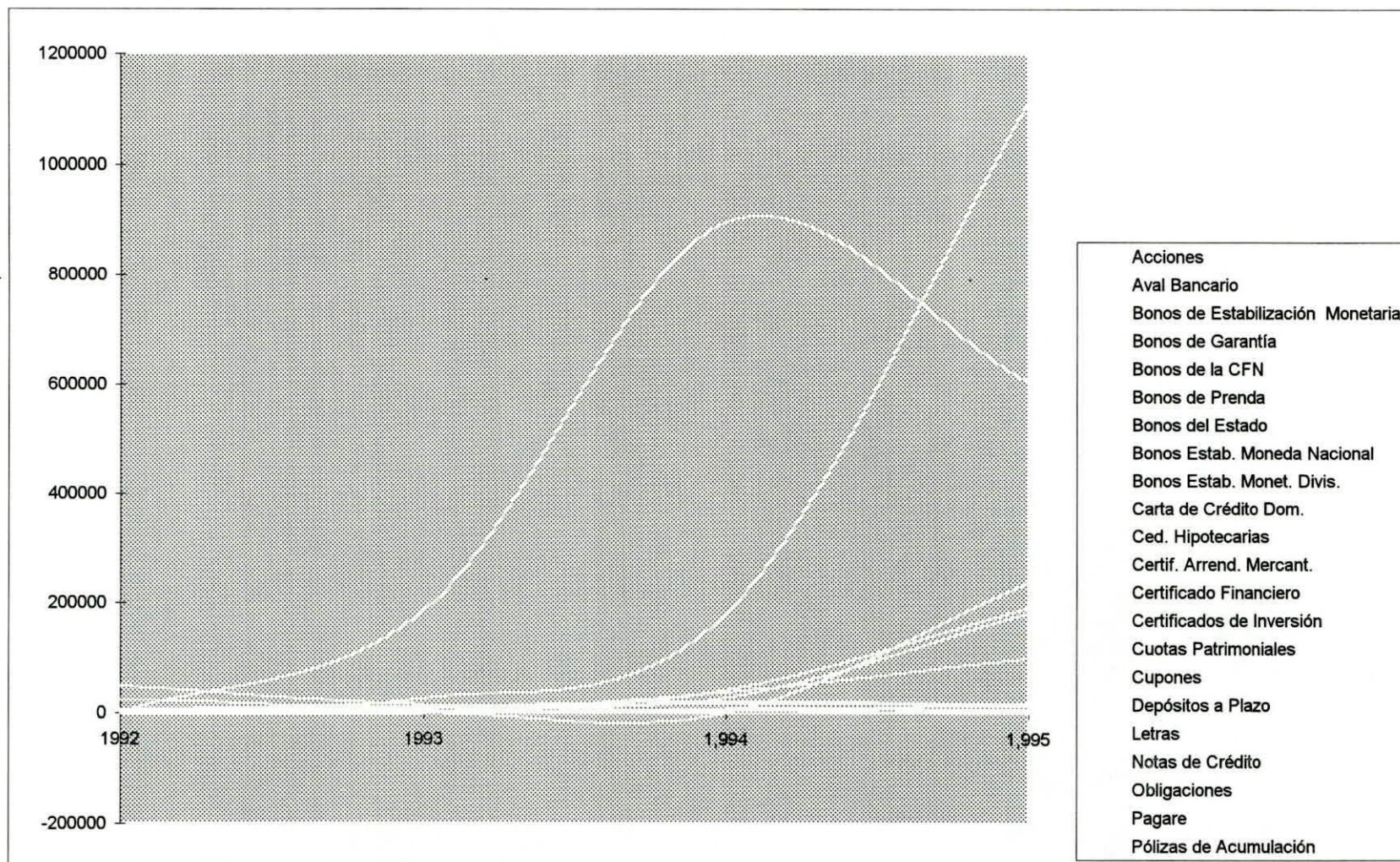
TITULOS	1992		1993		1,994		1,995	
Acciones	592	0.59%	186,537	68.95%	897,919	71.26%	605,757	24.06%
Aval Bancario	456	0.46%	10,557	3.90%	28,145	2.23%	181,809	7.22%
Bonos de Estabilización Monetaria	1,630	1.63%	1,204	0.45%	8,398	0.67%	13,648	0.54%
Bonos de Garantía	1,282	1.28%	174	0.06%	449	0.04%	2,813	0.11%
Bonos de la CFN	131	0.13%	17	0.01%	-	-	-	-
Bonos de Prenda	1,843	1.84%	3,504	1.30%	1,062	0.08%	264	0.01%
Bonos del Estado	49,267	49.21%	15,816	5.85%	23,448	1.86%	17,037	0.68%
Bonos Estab. Moneda Nacional	3,834	3.83%	-	-	5,017	0.40%	2,472	0.10%
Bonos Estab. Monet. Divis.	6,277	6.27%	2,598	0.96%	733	0.06%	-	-
Carta de Crédito Dom.	391	0.39%	196	0.07%	183	0.01%	6,858	0.27%
Ced. Hipotecarias	7,035	7.03%	11,464	4.24%	5,200	0.41%	16,266	0.65%
Certif. Arrend. Mercant.	-	-	11	0.00%	190	0.02%	142	0.01%
Certificado Financiero	200	0.20%	910	0.34%	6,064	0.48%	8,763	0.35%
Certificados de Inversión	-	-	137	0.05%	-	-	1,300	0.05%
Cuotas Patrimoniales	-	-	-	-	1,340	0.11%	-	-
Cupones	-	-	1,255	0.46%	-	-	-	-
Depósitos a Plazo	-	-	-	-	42,300	3.36%	192,224	7.64%
Letras	-	-	-	-	758	0.06%	238,831	9.49%
Notas de Crédito	146	0.15%	95	0.04%	115	0.01%	612	0.02%
Obligaciones	-	-	1,706	0.63%	38,111	3.02%	100,346	3.99%
Pagare	24,311	24.29%	26,355	9.74%	182,145	14.46%	1,113,169	44.22%
Pólizas de Acumulación	2,711	2.71%	7,987	2.95%	18,491	1.47%	15,050	0.60%
	100,106	100.00%	270,523	100.00%	1,260,068	100.00%	2,517,361	100.00%

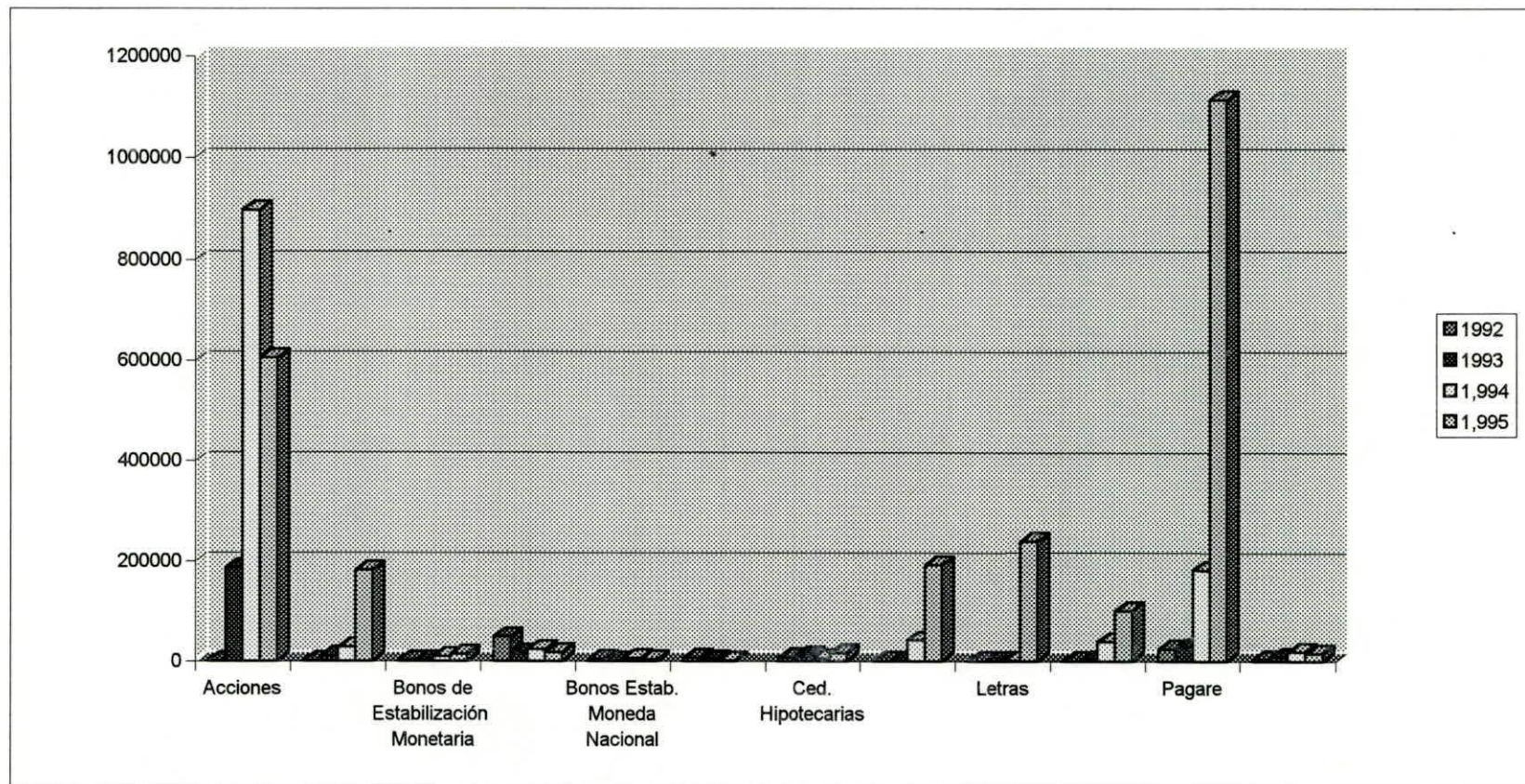
Fuente: Boletín Mensual Feb/96 de la Bolsa de Valores de Guayaquil

Elaboración: Propia

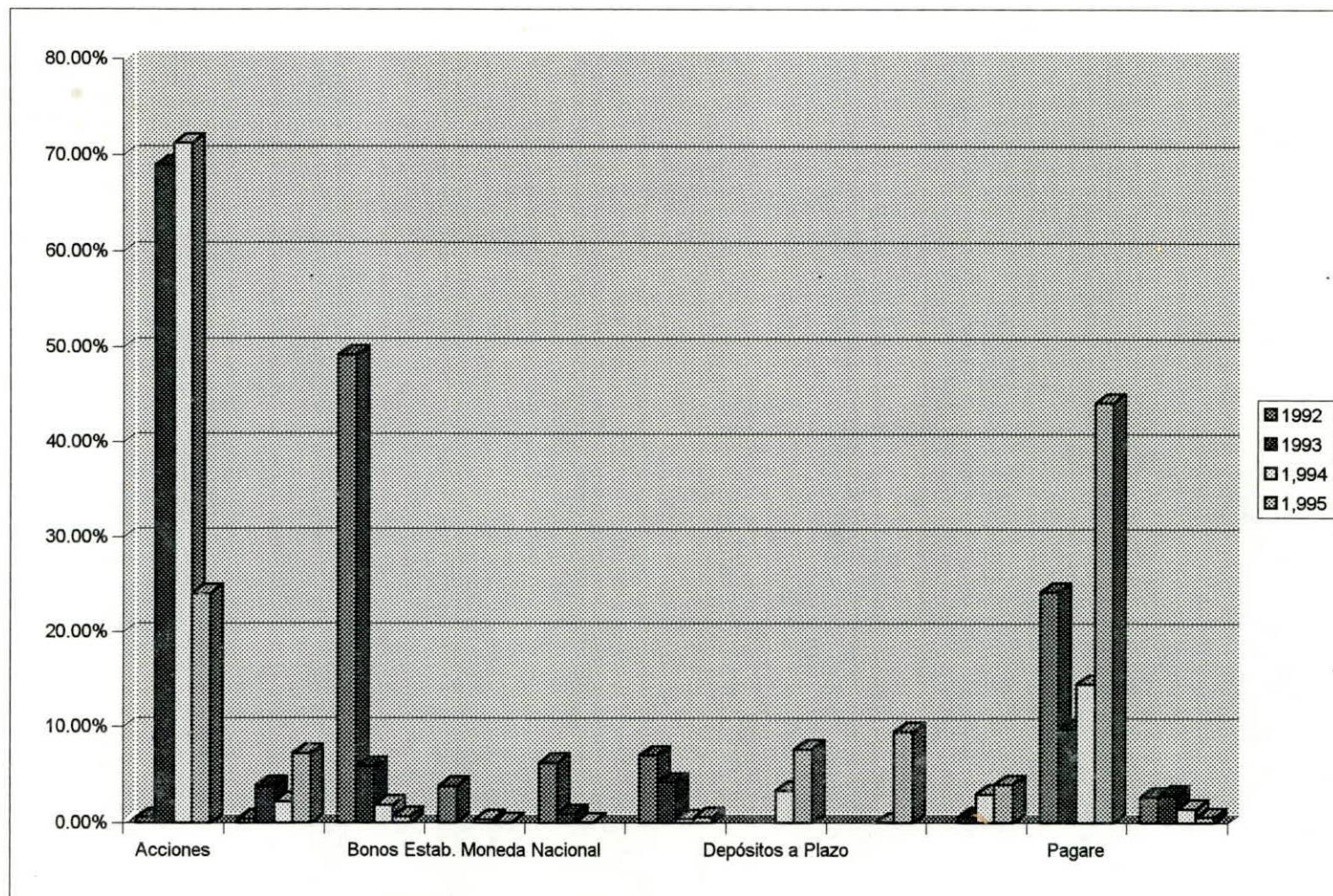
ANEXO 17

GRÁFICO VOLUMEN DE OPERACIONES





Fuente: Boletín Mensual BVG
Elaboración: Propia



Fuente: Boletín Mensual Feb/96 de la BVG
 Elaboración: Propia