

**UNIVERSIDAD INTERNACIONAL SEK**

**Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas  
Carrera de Ingeniería Financiera**

**“LA EMISION DE OBLIGACIONES COMO FUENTE  
DE FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL”**

**Jorge Calvopiña Parreño**

**Director de tesis: Eco. Juan Lara.**

**1998 - 1999**

**Quito - Ecuador**

## **AGRADECIMIENTO**

Al Econ. Juan Antonio Lara Alvarez, Director de Tesis, sin cuyo asesoramiento, interés y dedicación no hubiese sido posible el desarrollo de esta investigación.

**DEDICATORIA**

A mis padres

## **Declaratoria**

“Declaro que la investigación en el diseño que presento en este formulario será absolutamente original, auténtica y personal mía. Para ello recurriré a las fuentes bibliográficas, estudios, artículos especializados, consultas a expertos etc., etc. Que estime necesarios, pero siempre señalaré o reconoceré, específicamente, en la redacción de la tesis, la autoría respectiva.

Por otra parte, en base del marco teórico y mi experiencia profesional y/o académica, desarrollaré mi aporte personal, siendo éste, en extensión y contenido, la parte más importante de mi investigación-tesis.

Con esto, que será mi trabajo de investigación, me comprometo a estudiar los resultados de la misma para llegar a una conclusión la cual será mi tesis, tesis que será redactada en la segunda etapa previa autorización.

Jorge Calvopiña Parreño.  
171222211-4

**LA EMISION DE OBLIGACIONES COMO FUENTE DE  
FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL**

## INTRODUCCION

Los últimos años de la economía ecuatoriana se han caracterizado por limitaciones de recursos financieros necesarios para la producción de bienes y servicios, entre otros. Por cuanto las políticas gubernamentales han buscado a través del manejo de las variables monetarias el control del proceso inflacionario.

Dicha circunstancia ha originado el permanente reclamo del sector empresarial, el cual ha solicitado al gobierno mejores y mayores posibilidades crediticias en condiciones blandas para los referidos créditos.

Los estudios por los entes llamados a ejercer el control y vigilancia del sector empresarial en el Ecuador, han identificado claramente la problemática originada por la falta de recursos necesarios para financiar las actividades productivas, paralela al alto grado de dependencia de las empresas frente a los recursos de terceros, los mismos que deben ser cancelados generalmente a corto plazo.

La imposibilidad de las compañías de obtener recursos frescos del sistema financiero formal, tanto nacional como extranjero se ve reflejada en los siguientes aspectos:

- La falta de liquidez de la economía,
- La inestabilidad de nuestra moneda en comparación con las principales divisas, etc.

A pesar de las restricciones anotadas, los organismos de control y específicamente la Superintendencia de Compañías ha venido promoviendo fuentes alternativas de financiamiento que sustituyan a las tradicionales, en condiciones favorables como es en este caso “La emisión de obligaciones”, que permite la obtención de capitales o recursos frescos que faciliten el financiamiento de la empresa a corto y largo plazo, con una tasa de interés fija, cuyos rendimientos están exonerados del pago de impuestos.

## INDICE GENERAL

AGRADECIMIENTO

DEDICATORIA

DECLARATORIA

TEMA

INTRODUCCIÓN

### **ARGUMENTO I**

1 - 24

CON LA EMISION DE OBLIGACIONES, LAS EMPRESAS  
CONSIGUEN MAYORES VOLUMENES DE RECURSOS Y A  
COSTOS MAS CONVENIENTES.

### **ARGUMENTO II**

25 - 34

EL MARCO LEGAL RELACIONADO CON EL MERCADO DE  
VALORES PERMITE SU DESARROLLO Y EXPANSION

### **ARGUMENTO III**

35 - 45

LAS NEGOCIACIONES COTIZADAS EN LAS BOLSAS DE  
VALORES SE BENEFICIA DE INCENTIVOS TRIBUTARIOS.

### **ARGUMENTO IV**

46 - 53

INCIDENCIA DE LA ECONOMIA DE CAPITALES EN LA  
ECONOMIA A TRAVES DEL MODELO AHORRO-INVERSION CON  
LO CUAL DETERMINAMOS EL TAMAÑO GLOBAL DEL  
MERCADO.

AL ESTAR UNA ENTIDAD SATURADA EN SU CAPACIDAD CREDITICIA, RECURRE AL MERCADO DE VALORES PARA CON ESTO MEJORAR SU POSICION FINANCIERA

**CONCLUSIONES**

CONCLUSIONES GENERALES

124-125

CONCLUSIONES ESPECIFICAS

125-129

ANEXO 1.- REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS Y NOTAS DE LLAMADA

ANEXO 2.- INFORMACION ADICIONAL: RAZONAMIENTOS, CUADROS, GRAFICOS.

## **INDICE DE CUADROS ANEXOS**

### **COMPAÑIA CEDAL (Cuarta Emisión de Obligaciones)**

**CUADRO No 1: Información General de la Emisión**

**CUADRO No 2: Tabla de Amortización del Crédito Bancario Corporativo**

**CUADRO No 3: Costo Financiero Bancario (Simulación)**

**CUADRO No 4: Costo de Emisión de Obligaciones**

**CUADRO No 5: Cuadro comparativo de la emisión de obligaciones vs. crédito corporativo.**

**CUADRO No 6: Flujos de pago correspondientes a intereses y principal.**

### **COMPAÑIA LIFE (Segunda Emisión de Obligaciones)**

**CUADRO No 7: Información General de la Emisión**

**CUADRO No 8: Tabla de Amortización del Crédito Bancario Corporativo**

**CUADRO No 9: Costo Financiero Bancario (Simulación)**

**CUADRO No 10: Costo de Emisión de Obligaciones**

**CUADRO No 11: Cuadro comparativo de la emisión de obligaciones vs. crédito corporativo.**

### **COMPAÑIA LIFE (Tercera Emisión de Obligaciones)**

**CUADRO No 12: Información General de la Emisión**

**CUADRO No 13: Tabla de Amortización del Crédito Bancario Corporativo**

**CUADRO No 14: Costo Financiero Bancario (Simulación)**

**CUADRO No 15: Costo de Emisión de Obligaciones**

**CUADRO No 16: Cuadro comparativo de la emisión de obligaciones vs. crédito corporativo.**

**CUADRO No 17: Flujos de pago correspondientes a intereses y principal.**

COMPañIA CEPSA (Primera Emisión de Obligaciones)

CUADRO No 18: Información General de la Emisión

CUADRO No 19: Tabla de Amortización del Crédito Bancario Corporativo

CUADRO No 20: Costo Financiero Bancario (Simulación)

CUADRO No 21: Costo de Emisión de Obligaciones

CUADRO No 22: Cuadro comparativo de la emisión de obligaciones vs. crédito corporativo.

COMPañIA CEPSA (Segunda Emisión de Obligaciones)

CUADRO No 23: Información General de la Emisión

CUADRO No 24: Tabla de Amortización del Crédito Bancario Corporativo

CUADRO No 25: Costo Financiero Bancario (Simulación)

CUADRO No 26: Costo de Emisión de Obligaciones

CUADRO No 27: Cuadro comparativo de la emisión de obligaciones vs. crédito corporativo.

COMPañIA CEPSA (Tercera Emisión de Obligaciones)

CUADRO No 28: Información General de la Emisión

CUADRO No 29: Tabla de Amortización del Crédito Bancario Corporativo

CUADRO No 30: Costo Financiero Bancario (Simulación)

CUADRO No 31: Costo de Emisión de Obligaciones

CUADRO No 32: Cuadro comparativo de la emisión de obligaciones vs. crédito corporativo.

CUADRO No 33: Flujos de pago correspondientes a intereses y principal.

COMPañIA ARTEFACTA (Primera Emisión de Obligaciones)

CUADRO No 34: Información General de la Emisión

CUADRO No 35: Tabla de Amortización del Crédito Bancario Corporativo

CUADRO No 36: Costo Financiero Bancario (Simulación)

CUADRO No 37: Costo de Emisión de Obligaciones

CUADRO No 38: Cuadro comparativo de la emisión de obligaciones vs. crédito corporativo.

COMPañIA ARTEFACTA: (Segunda Emisión de Obligaciones)

CUADRO No 39: Información General de la Emisión

CUADRO No 40: Tabla de Amortización del Crédito Bancario Corporativo

CUADRO No 41: Costo Financiero Bancario (Simulación)

CUADRO No 42: Costo de Emisión de Obligaciones

CUADRO No 43: Cuadro comparativo de la emisión de obligaciones vs. crédito corporativo.

CUADRO No 44: Flujos de pago correspondientes a intereses y principal.

CUADRO No 45: Evolución de los principales índices de la Compañía

CEDAL, 1991 - 1994.

CUADRO No 46: Evolución de los principales índices de la Compañía

LIFE, 1991 - 1995.

CUADRO No 47: Evolución de los principales índices de la Compañía

CEPSA, 1991 - 1995.

CUADRO No 48: Evolución de los principales índices de la Compañía

ARTEFACTA, 1991 - 1995.

## **INDICE DE GRAFICOS - ANEXOS**

GRAFICO No 1: Ventaja Financiera de la Emisión de Obligaciones vs. el Crédito Corporativo. Caso CEDAL (Cuarta emisión).

GRAFICO No 2: Ventaja Financiera de la Emisión de Obligaciones vs. el Crédito Corporativo. Caso LIFE (Segunda emisión).

GRAFICO No 3: Ventaja Financiera de la Emisión de Obligaciones vs. el Crédito Corporativo. Caso LIFE (Tercera emisión).

GRAFICO No 4: Ventaja Financiera de la Emisión de Obligaciones vs. el Crédito Corporativo. Caso CEPSA (Primera emisión).

GRAFICO No 5: Ventaja Financiera de la Emisión de Obligaciones vs. el Crédito Corporativo. Caso CEPSA (Segunda emisión).

GRAFICO No 6: Ventaja Financiera de la Emisión de Obligaciones vs. el Crédito Corporativo. Caso CEPSA (Tercera emisión).

GRAFICO No 7: Ventaja Financiera de la Emisión de Obligaciones vs. el Crédito Corporativo. Caso ARTEFACTA (Primera emisión).

GRAFICO No 8: Ventaja Financiera de la Emisión de Obligaciones vs. el Crédito Corporativo. Caso ARTEFACTA (Segunda emisión).

## ARGUMENTO I

### CON LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES, LAS EMPRESAS CONSIGUEN MAYORES VOLÚMENES DE RECURSOS Y A COSTOS MAS CONVENIENTES

Iniciaremos denominando a las Obligaciones como títulos valores de renta fija, los cuales también son variables, generalmente emitidos a mediano o largo plazo, por medio del cual el emisor se compromete a pagar al portador o endosatario del mismo (Obligacionista), el importe del capital más los intereses en los plazos y fechas previamente establecidos. El cumplimiento del pago de capital e intereses por el deudor puede estar respaldado por una garantía de tipo general o específica. Las Obligaciones pueden estar colocadas mediante oferta pública o privada. Cabe indicar que el término jurídico Obligación resulta multívoco. Por esta razón países como Argentina y Brasil han adoptado el término inglés "Debenture"<sup>1</sup>, el cual no da lugar a confusión.

A las Obligaciones también se las suele llamar con el tecnicismo bono, el mismo que en nuestro país se lo utiliza para designar a las Obligaciones emitidas por el Estado y entidades seccionales.

El término Debenture se lo utiliza para definir a una Obligación general emitida a mediano o largo plazo, sin garantía específica o fondos especiales de repago. Esto quiere decir que un Debenture constituye una Obligación respaldada únicamente por la buena fe y la posición financiera del emisor.

El término emisión muy utilizado en materia de obligaciones, también resulta multívoco.

Primero se lo utiliza para designar la creación de las obligaciones, en segundo lugar para señalar la totalidad de obligaciones y por último para connotar al acto de poner las obligaciones en circulación.

Cabe recalcar que el propósito fundamental de la emisión de obligaciones por parte de una compañía, es el de acudir directamente al público para financiar parte de sus operaciones, en procura de fondos con costos significativamente menores a los prevalecientes para el crédito bancario o extrabancario.

Se acude al préstamo bajo la modalidad de empréstito público, dividiendo la suma total solicitada en una pluralidad de

partes, las mismas que están representadas por un cierto número de títulos valores denominados obligaciones<sup>2</sup>.

La emisión de obligaciones es por lo tanto la oferta de un contrato de préstamo, que el futuro prestamista ( Obligacionista) acepta.

Pero lo característico de la operación, no es el contenido del contrato, sino la forma de su documentación: el crédito del prestamista se incorpora a un título, la obligación que es transmisible sin necesidad del consentimiento del deudor de manera general<sup>3</sup>.

Además el marco jurídico bajo el cual se desenvuelve la emisión de obligaciones, se encuentra consagrado en la Ley de Mercado de Valores y su Reglamento específico sobre el tema<sup>4</sup>. Este marco otorga las siguientes características a este especial instrumento de financiación:

- La ley contempla a la emisión de obligaciones como una alternativa dirigida especialmente a cubrir requerimientos de financiación, a mediano y largo plazo, bajo la modalidad de emisión de obligaciones comunes u obligaciones convertibles en

acciones, preveyendo también la opción de que se lo pueda hacer a corto plazo o papel comercial.

La emisión de obligaciones especiales o papel comercial, tendrá un plazo máximo de 180 días contados 30 días después de la aprobación de la circular de oferta. Este tipo de emisión está gravado con el 8% de impuesto a la renta para el inversionista.

La emisión de obligaciones comunes y la emisión de obligaciones convertibles en acciones, tendrán un plazo que será mayor a 180 días. Este tipo de emisiones estarán exentas del impuesto a la renta para el inversionista, siempre y cuando su plazo sea superior a un año.

Las Obligaciones contienen: Nombre y domicilio, a la orden o al portador, forma y fecha de amortización, constitución de la compañía, garantía de la obligación, valor nominativo en sucres, divisas o UVC, rendimiento, agente pagador y lugar de pago e inscripción en el Registro de Mercado de Valores.

- Toda emisión de obligaciones estará amparada por una garantía, sea esta de tipo general o específica.

1. La garantía general comprende la totalidad del patrimonio o bienes del emisor que no estén afectados por una garantía específica. Puede ser constituida por medio de una prenda o hipoteca en cuyo caso el monto máximo para emisiones amparadas bajo este tipo de garantía no podrá exceder del 80% del total de los activos libres de todo gravamen sin considerarse los activos diferidos.
2. Por su parte la garantía específica es aquella de carácter real o personal. Aseguran el pago del capital, de los intereses o de ambos. El monto máximo de la emisión no podrá superar el 80% de los bienes que la garantizan. Puede constituirse por medio de fianzas o avales bancarios en cuyo caso el monto de la emisión podrá equivaler al 100% de las mismas. En todo caso el Consejo Nacional de Valores es quien regula los montos máximos de emisión de obligaciones en relación con el tipo de garantías que las respalden.

También se pueden constituir garantías específicas por medio de obligaciones ejecutivas de terceros o flujo de fondos predeterminado o específico. En el primer caso los valores deberán depositarse en el depósito centralizado de compensación y liquidación, en el segundo caso se debe fideicomisar los fondos.

Un punto que cabe señalar es que las disposiciones constantes en la ley de compañías que impiden al sector no financiero otorgar garantías en favor de otras compañías del mismo sector, fueron tácitamente derogadas con la ley de mercado de valores, por lo que una compañía perteneciente a un grupo empresarial conformado de acuerdo con la ley podrá emitir obligaciones con caución otorgada por la matriz o por otra de las compañías pertenecientes al mismo grupo.

- La emisión de obligaciones se la puede realizar tanto en sucres, UVC o en divisas con la excepción de que si se trata de papel comercial no se lo puede hacer en UVC, por su plazo menor a 180 días.

En caso de que se decida hacer la emisión en divisas, para calcular el valor total se utilizara la cotización vigente a la fecha en que la Junta General de Accionistas o de socios resuelva la emisión.

- El rendimiento que ofrece la emisión de obligaciones puede establecerse a tasa fija o reajutable y será de libre contratación dentro de las regulaciones o parámetros que para el mercado financiero emita la Junta Monetaria.

En tal sentido existe gran cantidad de alternativas que pueden tomarse de acuerdo con lo que decide la compañía emisora, así por ejemplo se puede emitir a una tasa fija durante todo el período, a tasa reajutable cada cierto plazo dentro del período total, a una tasa en función de otra del mercado financiero.

La emisión precisa de autorización de la Junta General de la compañía, designación de un Agente Pagador, todo lo cual consta en la escritura pública de emisión. La emisión se la hace de una sola vez o por partes.

Pueden emitir obligaciones aquellas compañías anónimas o de responsabilidad limitada, que se encuentran inscritas en el mercado de valores, pudiendo hacerlo de acuerdo con el artículo 362 y 366 de la Ley de Compañías en comandita por acciones y las de economía mixta.

No existe disposición para las compañías constituidas como bancos e instituciones financieras, por lo que estas también están facultadas para emitir obligaciones.

No pueden hacerlo por prohibición expresa de la Ley de Mercado de Valores, las compañías administradoras de fondos.

Anteriormente la ley solo facultaba a las compañías anónimas a emitir obligaciones.

- Los intereses provenientes de la inversión en obligaciones se hallan exonerados<sup>5</sup> del pago del impuesto a la renta.
- Existe exoneración total del pago de impuestos fiscales y municipales, a la escritura de emisión y a su inscripción en el registro de la propiedad y en el registro mercantil. De igual forma existe exoneración total de impuestos fiscales y municipales para la cancelación de las garantías.
- Se establece además que los derechos y gastos por la inscripción de los actos que contengan emisión de obligaciones, sus garantías, constitución de compañías y aumentos de capital en ningún caso serán superiores al 0.5/1000 de la cuantía del acto o contrato.
- Los estados financieros de la Superintendencia de Compañías contemplan cuentas especiales del pasivo no corriente. En el

pasivo diferido se prevee la cuenta # 23.02 prima en venta de obligaciones emitidas, en donde se registran y permanecen los valores de los premios recibidos durante el tiempo en el que se vayan a amortizar las obligaciones. Y correlativamente en el activo diferido se prevee la cuenta # 15.09 denominada descuento en venta de obligaciones de propia emisión.

- Por su forma de transferencia las obligaciones son:
  1. A la orden o al portador;
  2. Si tienen cupones esto son nominativos a la orden o al portador.
- Según la forma como se amortizan las obligaciones pueden ser:  
por sorteo o a plazo fijo.
- En caso de disolución de la compañía emisora, las obligaciones en circulación se convierten automáticamente en vencidas teniendo el crédito de los obligacionistas privilegio al de los accionistas, y tomando en cuenta adicionalmente la garantía que las caucione.

Existen tres tipos o modalidades bajo las cuales se emitan obligaciones y son: emisión de obligaciones comunes, emisión de

obligaciones convertibles en acciones y emisión de obligaciones especiales o papel comercial<sup>6</sup>.

- La emisión de obligaciones comunes son las que se realizan generalmente a mediano y largo plazo, en virtud de la cual la compañía emisora reconoce o crea una deuda a cargo de la misma y que puede estar respaldada con garantía especial o específica.
- La emisión de obligaciones convertibles en acciones son aquellas realizadas por compañías anónimas que pueden ser convertidas en acciones y que dan derecho a su tenedor o titular para exigir alternativamente que la compañía le pague el valor de dichas obligaciones, conforme a las disposiciones generales o que a su vez las convierta en acciones.
- La emisión de obligaciones especiales o papel comercial, son aquellas obligaciones a corto plazo no mayor a 180 días, que no requieren de mayor formulismo, como la emisión de obligaciones comunes. Esta no requiere del otorgamiento de escritura pública y para realizar oferta pública de la misma se necesita únicamente de una circular de oferta.

Obligacionista es aquel que ha invertido en la emisión de obligaciones y para protegerlo, la ley obliga a que la compañía emisora celebre un convenio de representación con una persona natural o jurídica, para que sea esta persona la encargada de velar por los derechos e intereses colectivos de los obligacionistas hasta que sean totalmente canceladas las obligaciones. El representante de los obligacionistas actuará bajo responsabilidad fiduciaria, pudiendo imponer condiciones a la compañía emisora, demandarla, solicitar la subasta de la propiedad prendada o ejercer otros actos legalmente permitidos en favor de sus representados.

La Ley de Mercado de Valores promulgada en mayo 28 de 1993, modifica en forma sustancial el proceso de emisión de obligaciones.

Aproximadamente un año después, esto es marzo 22 de 1994 se expide un reglamento de emisión de obligaciones, por lo que aquellas solicitudes de emisión de obligaciones presentadas en este lapso se acogieron a la transitoria de la ley y operaron bajo el proceso anteriormente establecido. Existiendo inclusive interés de algunas compañías en el proceso anterior, pues así podían evitar la calificación de riesgo.

El nuevo proceso que deberán seguir aquellas compañías interesadas en emitir obligaciones es el siguiente<sup>7</sup>:

El directorio o la administración de la compañía presenta el proyecto a la junta general de accionistas o socios, según sea el caso o al órgano que hubiese sido delegado para su respectiva autorización.

La junta general de accionistas o socios podrá delegar a la administración la determinación de algunas o de todas las condiciones de la emisión dentro del límite autorizado.

Al igual que en el proceso anterior, es facultad de la compañía contratar o no a un asesor financiero que la ayude o asesore en el trámite a seguir. Sobre este particular, cabe señalar que por las buenas experiencias de compañías que han emitido obligaciones con el apoyo de un asesor financiero, se espera que las compañías se interesen en seguirlo haciendo de esta manera, a pesar de que el trámite ya no sea tan complejo y engorroso. Una de las tareas fundamentales del asesor financiero será la de coadyuvar a la compañía emisora, para que consiga una apropiada

calificación de riesgo para los valores a ser emitidos. Además el asesor financiero debe ser su agente de bolsa.

Una vez conseguida la autorización por parte de la Junta General de Accionistas o socios y contactado el asesor financiero, la compañía selecciona a la Compañía Calificadora de Riesgo, con la que desea trabajar para que se proceda a la calificación de riesgo de los valores que se desea poner en circulación.

Luego se procede a celebrar un convenio de representación de los Obligacionistas. Este convenio se lo celebrará con la persona natural o jurídica que crea conveniente la compañía emisora, respetando las excepciones impuestas en el artículo 33 del Reglamento de Emisión de Obligaciones.

Si la compañía emisora no está interesada en pagar directamente a los obligacionistas, ésta designa un agente pagador por intermedio del cual se procede a la cancelación del capital e intereses correspondientes a las obligaciones puestas en circulación.

Con todo esto se procede a otorgar la escritura pública de emisión correspondiente, además se adjunta el acta de aprobación

de la Junta General de Accionistas o socios, el convenio de representación de los obligacionistas y la carta de aceptación del agente pagador, si es éste una persona diferente al emisor.

Con la escritura pública de emisión y con la calificación de riesgo, el representante legal de la compañía o su apoderado, solicitan la inscripción de la emisión en el Registro del Mercado de Valores.

Presentada dicha solicitud, la Superintendencia de Compañías procede a evaluar la petición y si cumple con todos los requisitos en un plazo de 15 días emite la resolución autorizando la inscripción en el registro del mercado de valores y que se proceda a realizar oferta pública de los valores calificados.

Vencido el plazo de 15 días si la compañía emisora no cumple con los requisitos establecidos, se niega mediante resolución la solicitud de emisión. Si la Superintendencia de Compañías no se pronuncia dentro del plazo estipulado se sobreentiende que la solicitud de la compañía emisora ha sido aprobada.

Luego de la resolución que aprueba la inscripción en el registro del mercado de valores, la compañía emisora dispone de 180 días para la colocación de las obligaciones a través de oferta pública.

Posterior a poner en circulación sus obligaciones, las compañías emisoras tienen que informar semestralmente a la Superintendencia de Compañías y a los mecanismos de transacciones extrabursátiles llamados METEX<sup>8</sup>, sobre el cumplimiento de los términos previstos en la escritura de emisión.

Además la compañía debe presentar semestralmente su balance condensado y publicarlo por la prensa conjuntamente con la calificación de riesgo respectiva y de igual forma está obligada a proporcionar la información financiera que le sea solicitada para mantener su registro actualizado en el registro del mercado de valores.

El proceso de emisión de obligaciones es una alternativa de financiación que a diferencia de otros productos que ofrece el mercado, requiere de un cierto procedimiento específico.

Dicho procedimiento involucra ciertos costos que necesariamente los emisores deben absorberlos y que por lo tanto constituyen un incremento adicional a su costo, ya que además de la tasa de interés que paga a los obligacionistas, deben cubrir los costos que se detallan a continuación.

1. La Asesoría Financiera Externa es el soporte que se debe brindar a la compañía emisora, para que ésta cumpla con las diversas actividades necesarias para que pueda emitir obligaciones, entre las cuales se tienen a las siguientes:

- Diseño y definición de las características generales de la emisión (Plazo, monto, moneda, etc).
- Proceso de aprobación de la solicitud de emisión.
- Venta de las obligaciones en el momento oportuno.
- Figuración del convenio de representación.
- Elaboración del prospecto de emisión y de la circular de oferta.
- Manejo de la publicidad de emisión.

- Trabajar conjuntamente con la calificadora de riesgo para que la compañía emisora obtenga la calificación de riesgo adecuada.

La comisión del asesor financiero se estima que tiene un costo que oscila entre un 0.25% a 0.75%, calculado sobre el valor total de la emisión, dependiendo tal porcentaje del volumen de la emisión y del alcance que tenga la asesoría.

2. La garantía que se ofrece a la emisión de obligaciones debe ser apropiada, ya que de ésta manera se logra una mejor calificación de riesgo y por lo tanto un mejor precio en la negociación de las mismas.

3. La comisión del agente pagador se estima en un 0.35% del total de la emisión. Cabe señalar que la compañía emisora puede hacer de agente pagador.

4. La compañía emisora debe celebrar un contrato de representación de los obligacionistas con una persona natural o jurídica, la cual no podrá ser ni el asesor financiero ni tampoco el agente pagador. Los honorarios del representante debe constar en el convenio de representación celebrado. Se estima que su costo no será mayor al 0.35% del valor total de la emisión.

5. La comisión que cobran las compañías calificadoras de riesgo se estima que no sobrepasa de un 0.75% del valor total de la emisión.

6. Existen diversos costos adicionales como son los relacionados con los aspectos legales de la emisión, costos de diseño y elaboración de los prospectos de emisión y de los títulos representativos de las obligaciones, costos de la publicidad necesaria para dar a conocer al mercado el lanzamiento de las obligaciones, costos relacionados con el tiempo invertido por el personal administrativo de la empresa, para llevar adelante el trámite y otros costos irrelevantes pero necesarios en el proceso de emisión y posterior negociación de las obligaciones.

Los costos mencionados en el párrafo anterior representan un monto muy pequeño comparado con el valor total de la emisión, por lo que tratando de estimar un valor en conjunto se puede decir que el total de los costos al que se hace referencia se aproxima al 0.1% del valor total de la emisión.

Las obligaciones son títulos ejecutivos que pueden ser negociados a la par, bajo la par o sobre la par, dependiendo para

ello de varios factores que en ciertos casos están bajo total control del emisor, en otras situaciones el emisor puede tener control indirecto y por último hay circunstancias en que el emisor no tiene ningún control por cuanto obedece a variables exógenas. Las siguientes son las principales variables que afectan al precio de negociación de las obligaciones y por lo tanto las compañías emisoras deberían tenerlas muy en cuenta, antes de salir al mercado con sus obligaciones.

1. Las características de la emisión de obligaciones en cuanto al plazo, moneda y tipo de emisión son aspectos muy importantes que definitivamente el inversionista debe tomar en cuenta y que va a tener incidencia en el precio de negociación, así por ejemplo una negociación en UVC de obligaciones convertibles en acciones de una compañía de prestigio puede ser muy bien recibida en el mercado y por lo tanto puede obtener un precio interesante.

2. Para mejorar la cotización de sus obligaciones, el emisor puede optar por ofrecer como respaldo de la emisión una garantía específica en lugar de una garantía general, lo cual incide en el precio ya que el inversionista se sentirá mas confiado al realizar la inversión en obligaciones así respaldadas.

3. Definitivamente las tasas de interés que pagan las obligaciones es un punto de mucha importancia en el precio de negociación, ya que el inversionista siempre está interesado en obtener el mayor rendimiento para su inversión, con el menor riesgo posible. Las expectativas que debe cubrir la tasa de interés conduce a que en condiciones normales ésta se ubique entre las tasa activa y pasiva del mercado, debido a que la emisión de obligaciones elimina la desintermediación financiera. Así un inversionista paga más por una emisión de obligaciones que a más de ofrecerle seguridad, le reconoce una tasa de interés superior a la que obtiene al invertir en certificados financieros de un banco.

4. Al ser la calificación de riesgo una actividad que evalúa ampliamente al emisor, la emisión y su causionante, casi todas las variables que inciden en el precio, convergen a esta. En tal sentido la compañía emisora debe agotar todo lo que esté a su alcance para que dentro de sus posibilidades logre la mejor calificación de riesgo, pues el inversionista recurre a considerar primordialmente el nivel de calificación de riesgo de las obligaciones, ya que así tiene mejor información sobre el riesgo estimado de la inversión que va a realizar.

5. La liquidez del mercado constituye una variable exógena para el emisor, se la controla indirectamente en virtud de que la compañía emisora cuenta con un plazo de 180 días, para que una vez que se obtiene la aprobación de inscripción en el registro del mercado de valores, ponga en circulación la emisión de sus obligaciones. Utilizando tal plazo de ser factible para la compañía, puede a su conveniencia colocar la emisión de obligaciones cuando lo considere adecuado.

Desde el punto de vista de la oferta de dinero es mucho más conveniente para el emisor colocar sus obligaciones en momentos en que existe liquidez en el mercado, ya que así por una parte tiene menor dificultad en captar inversionistas y por otra parte en época de liquidez las tasas de interés caen, por lo que la compañía emisora podrá reconocer una tasa de interés menor por sus obligaciones.

6. Sobre la relación existente entre la tasa activa y tasa pasiva del mercado, se puede decir que al respecto de esto la compañía emisora debe actuar como todo buen banquero conocedor sobre la relación existente entre estos dos tipos de tasas en virtud de la evolución esperada de estas tasas, evaluar si conviene o no salir al mercado con la emisión de obligaciones.

En la economía ecuatoriana, cuando las condiciones económicas se mantienen estables las variaciones de la tasa pasiva producen variaciones de la tasa activa con un retraso de aproximadamente uno a tres meses. Esta estimación no constituye de ninguna manera una regla general de comportamiento de las tasas, sino mas bien es el resultado del análisis del proceder de tales variables en los últimos años.

A continuación se describen algunos de los aportes o ventajas de la emisión de obligaciones que consideramos dan un beneficio sustancial al mercado de valores.

- Permite utilizar adecuadamente el apalancamiento financiero y reestructurar pasivos y acordar plazos.
- Desde el punto de vista del empresario se presenta como una excelente alternativa para lograr recursos financieros que le permitan satisfacer sus necesidades de fondos a un menor costo financiero, y desde el punto de vista del inversionista la presencia de las obligaciones en los mercados primario y secundario, le da la posibilidad de elegir plazos y rendimientos a los cuales quiere sujetar la colocación de sus recursos.

- La compañía tiene presencia en el mercado de valores, con los correspondientes beneficios de imagen, solidez y confianza que éste les proporciona.
- La emisión de obligaciones convertibles en acciones, es un instrumento muy interesante, puesto que además de las ventajas anotadas le permite al inversionista ingresar primero como acreedor de la empresa y familiarizarse con sus estados financieros y su desempeño para luego tener la posibilidad de convertirse en accionista, transformando a la obligación contraída por la empresa en capital, sin tener que aportar nuevos fondos.
- Las obligaciones especiales o papel comercial, constituyen una nueva forma de financiamiento de capital de trabajo, permitiendo liberar recursos del sistema bancario y financiero, deben reorientarse hacia otras actividades y tienen un impacto positivo en la estructura de tasas de interés. El excedente de recursos de corto plazo encuentra en estos instrumentos una alternativa avalizada por dos calificaciones de riesgo y mayor atractivo para la inversión.

## ARGUMENTO II

### EL MARCO LEGAL RELACIONADO CON EL MERCADO DE VALORES PERMITE SU DESARROLLO Y EXPANSIÓN

La promulgación el 28 de mayo de 1993 en el Registro Oficial No. 199, de la Ley del Mercado de Valores o Ley No 31, fue una iniciativa válida y muy a tiempo en el caso ecuatoriano. Aunque las leyes por si mismo no hacen un mercado, era muy importante establecer claramente un cuerpo legal de las instituciones, instrumentos y mecanismos en el que se apoye el desarrollo de un mercado organizado de valores.

El objetivo primordial de la Ley No 31, es promover la canalización del ahorro interno y externo hacia la inversión productiva, por medio de un mercado de valores integrado, organizado, eficiente y transparente. Trata de proveer el marco legal para la creación de nuevas sociedades de capital abierto, para la constitución de compañías que desarrollen la gama de actividades del área bursátil, especifica el establecimiento de bolsas como foros dedicados eminentemente a prestar servicios a sus miembros (las casas de valores) y al mercado en general; y,

auspicia la conformación de instituciones dedicadas a manejar recursos de inversión de riesgo<sup>9</sup>.

Establece además, determinadas normas para otras figuras modernas del mercado de valores, como son: los fondos de inversión, los fideicomisos, las administradoras de fondos, los depósitos centralizados de valores y la calificación del riesgo, entre otras. Identifica las sanciones correspondientes cuando las compañías quebrantan las reglas.

Todo este escenario, trata de perfeccionarse bajo un conjunto de políticas monetarias, cambiarias, fiscales y tributarias que estimulen y cambien la conducta del inversionista, empresario y del país en general.

Es así que, se puede decir que los aportes y beneficios que pretende dar esta Ley son, una mejor utilización de los instrumentos financieros en el Mercado de Valores para permitir una eficiente canalización del ahorro, lo que fortalecería el sector productivo, con la consiguiente generalización de empleos y del incremento de la producción de bienes y servicios.

Además busca precautelar los intereses de los inversionistas en valores, democratizar la participación social en el capital de las empresas y velar por un Mercado de Valores autosostenido, eficiente, organizado, integrado y transparente. A continuación se describirán algunos de los aportes que consideramos dan un beneficio substancial en el mercado de valores así como algunos aspectos que parecen no están claros y que podría en el futuro causar problemas al mercado.

Como aspectos positivos de la Ley del Mercado de Valores tenemos:

- El Consejo Nacional de Valores, se creó dentro de la Superintendencia de Compañías con el objetivo de establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento. Como entidad es responsable del desarrollo institucional del mercado de valores y del establecimiento de regulaciones generales encaminadas a una intermediación transparente, efectiva y equitativa de valores.
- Para efectos de esta ley, se considera valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores, incluyendo contratos de

negociación a futuro, opciones de compraventa, obligaciones, bonos, cédulas y otros documentos o títulos que determine el CNV. Dejando de esta manera, abierta la posibilidad de incluir nuevos instrumentos financieros apegados al concepto de título valor.

- El perfeccionamiento de la oferta pública que, se entiende a la propuesta para negociación de valores, dirigida al público en general, o sectores específicos de este, con el propósito de obtener la adquisición o enajenación de dichos valores en el mercado. Previo a la realización de una oferta pública, el emisor debe cumplir con los siguientes requisitos<sup>10</sup>:
  - a) Obtener calificación de riesgo del valor del instrumento financiero, por parte de calificadoras privadas independientes y de giro exclusivo
  - b) Poner en circulación un prospecto que deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías, para que los inversionistas financieros obtengan información relevante sobre el título o valor (en cuanto a rentabilidad, riesgo y liquidez) y sobre la solvencia del emisor.
  - c) Haber inscrito los valores en el Registro del Mercado de Valores.

- En la Ley de Mercado de Valores se asigna un destacado papel a los inversionistas institucionales en el desarrollo del mercado de Valores, que para su efecto se introdujo las siguientes medidas:
  - a) El Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) debe efectuar sus inversiones a través de la Bolsa de Valores<sup>11</sup>.
  - b) Normativa de los fondos de inversión incluyendo resoluciones de carácter general del CNV relativa a la composición y estructura de sus activos e instrumentos financieros elegibles.
  - c) Regulación de la figura de fideicomiso con el objeto de posibilitar el surgimiento de fiduciarios completamente independientes de las personas que los constituyen como tales, como las administradoras privadas de fondos y pensiones.
  - d) Acceso a fondos gremiales de cesantía y jubilación (profesores, policías, empleados universitarios y otros) al mercado organizado de valores siempre y cuando implanten una administración profesional.
- La nueva Ley del Mercado de Valores creó la Unidad de Valor Constante o Unidad de Cuenta de Valor Constante (UVC)<sup>12</sup>. Esta unidad se reajusta diariamente de acuerdo con la variación del

índice de precios al consumidor y que es apreciable en operaciones financieras a más de un año plazo. Su uso se limita a obligaciones de dinero efectivas, pasivas y contingentes que hayan sido autorizadas mediante regulación por Junta Monetaria. Este instrumento reactiva el mercado de cédulas hipotecarias y a su vez consiste un financiamiento para la vivienda.

- Para efectos del ingreso único del 8%<sup>13</sup> que grava a los ingresos provenientes de las inversiones financieras (intereses, descuentos y rendimiento financiero) la nueva ley autorizó a las personas naturales a deducir el componente inflacionario de estos ingresos.
- En el servicio que presentan obligatoriamente las bolsas de valores, en forma individual o conjunta, y tiene por objeto la custodia, compensación, liquidación y registro de las transferencias de valores que se negocian en el mercado bursátil, sugiriendo de esta manera el tiempo de compensación de las operaciones que se realizan en bolsa y su costo de transacción. El CNV puede, en circunstancias especiales autorizar el funcionamiento de otros depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores.

- Las casas de valores son compañías anónimas que están controladas por la Superintendencia de Compañías (convirtiéndose en un caso sui generis pues siendo corporaciones civiles, parecería improcedente que estén controladas por la Superintendencia de Compañías que controla solo compañías mercantiles; no obstante, se entendería que es jurídicamente aceptable dada la actividad y el objetivo de las bolsas de valores, de servicio auténticamente económico y mercantil, si bien tiene un esquema legalmente civil)<sup>14</sup>. Su principal función es la administración de portafolios o dinero de terceros para invertirlos discrecionalmente en instrumentos del mercado de valores.

La creación de esta figura jurídica hizo que el público en general confíe en estas instituciones debido a que están sujetas al control de la Superintendencia de Compañías y que cuentan con un recurso humano capacitado y profesional. Por este motivo, las casas de valores se han convertido en fuente de información y en una forma de incursionar en las finanzas y en los valores, además han obtenido un valor agregado con la incursión en este tipo de mercados:

- Son las sociedades anónimas o de responsabilidad limitada y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto exclusivo la calificación de riesgo y la solvencia de los emisores o de los valores que se negocian en el mercado.
- Acceso directo de las empresa al mercado de capitales, a una gran plaza organizada de recursos, que está en constante movimiento. Aquello facilita al empresario financiamiento, a cambio de la colocación de títulos de mediano y largo plazo.
- Apertura a una pluralidad de inversionistas, ahorradores pequeños y medianos, a un amplio mercado de oportunidades. esto permite la democratización de la tenencia de los capitales empresariales y además la participación de los ahorrantes en el desarrollo económico del país.
- Admisión a un generoso mercado de liquidez. Esto facilita ágiles negociaciones para que el accionista pueda liquidar su inversión cuando necesite hacerla efectiva. En efecto, cuando se compra una acción, aparentemente sólo se adquiere en principio el derecho de recibir dividendos, pero este título puede enajenarse con fluidez, recuperando en cualquier instante el dinero invertido.

- Canalización del ahorro hacia la inversión productiva y ya no hacia la especulativa de corto plazo, que antes era la única alternativa del sistema financiero convencional (bancos). Los recursos no se orientaban hacia inversiones permanentes, y un país no se desarrolla en esas condiciones. De esta manera, ahora, ganan todos, los ahorristas, las empresas y el país en conjunto.
- Permite la diversificación del riesgo, tanto para los compradores de títulos, como para sus oferentes que en primera instancia buscan una fuente alternativa y más barata de financiamiento; y que de otro lado prefieren tener muchos pequeños acreedores que uno solo o muy pocos, pero grandes.
- Mide el pulso de un país, al actuar como termómetro de todo el acontecer económico, político y social, nacional e incluso internacional.
- Facilita la protección del ahorro cuando hay inflación, al efectuarse, por ejemplo, inversiones en acciones que están respaldadas por activos reales que se revalorizan y, por otra parte, posibilitan tasas positivas de rentabilidad. Los

demandantes pueden obtener un rendimiento real mayor que el que obtendrían a través de los medios e instrumentos tradicionales.

Complementado esto último, los recursos canalizados a las compañías, a través de la colocación de acciones, son dineros que en términos empresariales logran una mayor eficiencia. Las experiencias externas indican que los rendimientos de las empresas cotizadas en las bolsas, superan el promedio de la media e incluso de la gran empresa no cotizadas en estos mercados. Adicionalmente, la exigencia de una mayor transparencia impulsa a las corporaciones a ser más eficientes.

### **ARGUMENTO III**

#### **LAS NEGOCIACIONES REALIZADAS EN LAS BOLSAS DE VALORES SE BENEFICIAN DE INCENTIVOS TRIBUTARIOS**

Los mercados emergentes, aquellos que están surgiendo y adaptándose a las nuevas formas de conducción económica del mundo globalizado e internacionalizado, condicionan para su arranque, incentivos, entre ellos los tributarios, que estimulan la canalización de recursos hacia los mercados de capitales.

Sin embargo, bajo el nuevo rol del Estado, los alientos tributarios ya no requieren perennizarse ni paternalizarse a perpetuidad, éstos deben ser específicos y por períodos determinados. Bajo estas nociones, las exenciones fiscales, han sido uno de los factores de atraktividad con el que se han desenvuelto el mercado de capitales ecuatoriano, así como latinoamericano y del sudeste asiático, para atraer a los inversionistas internos y foráneos, y motivar a los emisores. La política ha sido fortalecer a los mercados en despegue.

Si un país dinamiza su economía, resultado de la movilidad de capitales en las actividades productivas, las empresas generan

mayores bases tributables y el fisco obtendrá para sí mayores impuestos.

Desde el punto de vista inversor, hay que tener presente que los impuestos constituyen disminuciones a los intereses, ganancias y rentabilidades obtenidas, por lo cual es imperioso calcular la rentabilidad efectiva una vez descontados los impuestos, con el fin de conocer lo que efectivamente un inversionista se lleva al bolsillo en forma neta. De otro lado, en los mercados financieros vale recordar que nadie se hace rico enfocando su atención únicamente en las deducciones tributarias, hay otras maneras de obtener rentabilidades.

Es así que, por la importancia vital que tienen en los mercados de capitales los diferentes títulos, analizo puntualmente la incidencia tributaria en ellos.

Para el desarrollo de un mercado de valores sólido, un complemento importante son los incentivos fiscales puntuales y periódicos, que culturicen al ahorrista a invertir en títulos financieros, especialmente de largo plazo, para financiar la expansión industrial con acciones.

En razón de ellos, reflexionamos también que un mercado de valores, en donde fundamentalmente se estimula negociar acciones, debe funcionar en forma natural, sin distorsiones, ni normas atentatorias que puedan opacar contra el retorno de este tipo de títulos.

Bajo este contexto revisemos las normas para estos valores en el Ecuador.

Las principales pautas tributarias que se plantean como incentivos para la adquisición y emisión de acciones (por ejemplo) son:

a. Para el adquirente: el 50% del pago (en numerario) durante el ejercicio fiscal, por la compra primaria de acciones mediante oferta pública, será deducible de la base imponible para el pago de impuestos. Esto inclusive es válido hasta el año 2000, inclusive.

Sin embargo, las acciones objeto de est beneficio, no podrán ser transferidas durante el lapso de 6 meses contados desde la fecha de su respectiva adquisición.

b. Para el emisor: el 50% de la emisión de acciones objeto de colocación primaria, a través de las bolsas de valores y en oferta pública, será deducible para la determinación de la base imponible dentro del ejercicio fiscal respectivo. Igualmente, es válido hasta el año 2000, inclusive.

En este caso, la compañía no puede reducir su capital social en 5 años.

Analizando el primer incentivo, esta norma les inhibe a los inversionistas de aprovechar las oportunidades de compraventa que se presenten en el mercado, durante el lapso especificado de 6 meses.

La segunda norma, al otorgar una deducción importante a los emisores, trata de motivar una mayor oferta de acciones, para fomentar positivamente el mercado de capitales<sup>15</sup>.

De esta forma, se retribuye a las operaciones primarias y no así a las transferencias del mercado secundario.

En lo referente a las ganancias de capital para acciones.

Los rendimientos financieros por ganancias habituales, provenientes de ventas de acciones o participaciones están gravados con el tributo de acuerdo a la renta global.

No existe ningún tipo de motivación tributaria especial para las ganancias de capital, sobre las operaciones que se efectúan con acciones u obligaciones fuera de las bolsas.

De igual manera, también existen pautas que dan incentivos para el uso de obligaciones.

Es así que, antes de la promulgación de la Ley de Mercado de Valores, la ley que regulaba la emisión de obligaciones de las Sociedades Anónimas, era la Ley de Compañías, y en lo que respecta al tratamiento tributario decía en su artículo 243 segundo inciso:

“...Para efectos tributarios se asimilarán a las cédulas hipotecarias emitidas por bancos privados y sus intereses tendrán el mismo tratamiento que el otorgado por la Ley a los de esas cédulas”.

La ley de Mercado de Valores, en su artículo 71 reforma a la ley de Régimen Tributario Interno en los siguientes términos:

En el artículo 9 de la Ley de Régimen Tributario Interno (respecto de las exenciones tributarias), se agrega el numeral 23 dice:

“Los intereses que generen las obligaciones emitidas por las sociedades sujetas a la vigilancia y control de la Superintendencia de Compañías”.

Con ello quedan exentos del impuesto único, los intereses generados por las obligaciones emitidas, sin distinción del plazo en el cual fueron emitidas.

El Registro Oficial 349 del viernes 31 de Diciembre de 1993 en el art. 22 dice: A continuación del artículo 36 añádanse los siguientes incisos:

Salvo los rendimientos financieros de los Fondos de Cesantía Colectivos, privados o no, los ingresos por concepto de intereses, descuentos y cualquier otra clase de rendimientos financieros, generados por préstamos, certificados financieros,

pólizas de acumulación, certificados de inversión, avales, fianzas, cédulas hipotecarias, bonos de garantía general o específica, bonos de prenda, obligaciones emitidas por sociedades y cualquier otro tipo de documentos similares, sean estos emitidos por instituciones bancarias, financieras o de intermediación financiera constituidas o establecidas en el país que no pertenezcan al sector financiero, así como las ganancias de capital originadas en la compraventa de títulos-valores o de documentos financieros, no formarán parte de la renta global y estarán gravados con el impuesto único del 10%, sin deducción alguna, sin que sean aplicables las exoneraciones establecidas en esta ley y leyes especiales a favor de perceptores de ingresos...

Esto quiere decir que lo promulgado en la Ley de Mercado de Valores en su artículo 71 y las respectivas reformas introducidas por ella, a la Ley de Régimen Tributario Interno, quedaba sin efecto con la reforma introducida en el Registro Oficial 349 del 31 de Diciembre de 1993 en su artículo 22.

El jueves 10 de marzo de 1994, se introducen nuevas reformas a la Ley de Régimen Tributario Interno a través del Registro Oficial #396 del jueves 10 de marzo de 1994, en su artículo 8 dice:

Suprímase el Art. 22 de la ley No. 51 y a continuación del Art. 36 de la ley de Régimen Tributario Interno, añádase el siguiente artículo:

“Art. .- ... Impuesto Unico a los Rendimientos Financieros.

Los impuestos por concepto de intereses, descuentos y cualquier otra clase de rendimientos financieros, generados por préstamos, certificados financieros, pólizas de acumulación, certificados de inversión, avales, fianzas y cualquier otro tipo de documentos similares, sean estos emitidos por instituciones bancarias, financieras o de intermediación financiera constituidas o establecidas en el país o por personas naturales residentes en el Ecuador o sociedades establecidas en el país que no pertenezcan al sector financiero, así como las ganancias de capital originadas en la compraventa de títulos-valores o de documentos financieros, no formarán parte de la renta global y estarán gravados con el impuesto único del 8%, sin deducción alguna, sin que sean aplicables las exoneraciones establecidas en esta Ley y leyes especiales a favor de perceptores de dichos ingresos.

Se encuentran exentos de este impuesto único los siguientes rendimientos financieros: los rendimientos generados por cédulas hipotecarias, las obligaciones emitidas a plazos mayores a un año, con sujeción a la Ley de Mercado de Valores; los intereses provenientes de obligaciones pactadas en UVC's; y las ganancias obtenidas en la compraventa ocasional de acciones, participaciones y derechos de sociedades...”

Esto nos dice que las exoneraciones previstas en la Ley de mercado de Valores vuelven a ser efectivas, por medio de la restitución de la exoneración del impuesto único a los intereses generados por las obligaciones emitidas con plazo mayores a 365 días.

El lunes 30 de diciembre de 1996, por medio del registro Oficial #98 suprime el artículo 8 de la Ley 05 del Registro Oficial del 10 de marzo de 1994, dejando sin efecto el impuesto que gravaba el 8% a los rendimientos financieros, y por lo cual las obligaciones dejaron de ser títulos valores demandados, puesto que se hallaban en las mismas condiciones tributarias que los demás títulos-valores del sector financiero.

El jueves 27 de marzo de 1997 en el registro oficial #32, se vuelve al texto original del Registro Oficial #396 del jueves 10 de marzo de 1994, donde se incluye el impuesto único del 8% a los rendimientos financieros, y exonera de dicho pago a las obligaciones emitidas a plazos mayores a 365 días, poniendo nuevamente a estos títulos-valores en una posición competitiva frente a los demás títulos-valores del sector financiero, los cuales si están gravados con el impuesto único del 8%.

Además, es importante mencionar que el impuesto se causa una vez que se pongan en circulación las obligaciones, es por ello que de acuerdo con el estudio realizado. la cuarta emisión de Cedal y la segunda de Life, se rigen por lo expuesto en la Ley de Mercado de Valores, o sea los intereses generados por las obligaciones emitidas, se encuentran exentos del impuesto a la renta y del impuesto único, sin hacer distinción del plazo al cual fueros emitidas.

La tercera emisión de Life, la primera, segunda y tercera emisión de Cepsa y la primera y segunda emisión de Artefacta, se rigen al tratamiento otorgado por el registro oficial #396 del jueves 10 de marzo de 1994, pues las fechas en las que fueron

colocados los títulos en cuestión hacen referencia a la mencionada ley.

Como acotación final diría que, en los mercados de capitales en emergencia del mundo, se han tratado de asilar todo tipo de reglas fiscales que puedan desmotivar su surgimiento. Debido a ello, el impacto de las normas tributarias, es esencial en las plazas de capitales en partida; sin desconocer, por supuesto, que cuando los incentivos fiscales, se generalizan y eternizan, podrían convertirse en parámetros fijos y provocar aumentos artificiales en los precios del mercado.

En el Ecuador, en su ciclo de despegue, en el cual se clama un mercado de valores fuerte y activo, se trata de incentivar el ambiente accionario con las normas anteriormente expuestas.

Un sistema tributario que incide en forma real, la negociación de los títulos-valor, es fundamentalmente importante para promover etapas con plazos de desarrollo. Igualmente, recordemos que los mercados se van perfeccionando con el tiempo.

## ARGUMENTO IV

### **INCIDENCIA DEL MERCADO DE CAPITALES EN LA ECONOMÍA A TRAVÉS DEL MODELO AHORRO-INVERSIÓN CON LO CUAL DETERMINAMOS EL TAMAÑO GLOBAL DEL MERCADO.**

El papel que juega la política macroeconómica en el mercado de capitales es de suma importancia. En primer lugar, por definición el monto total de ahorro-inversión es el principal determinante del tamaño global del mercado de capitales. Por lo tanto, es claro que la incidencia de la política macroeconómica sobre estas variables repercute en el tamaño del mercado. En segundo término, la política macroeconómica puede afectar, explícita o implícitamente, el tipo de mercado de capitales que una sociedad adopte.

En una economía, el ahorro nacional es igual a la inversión, de manera que el saldo en la cuenta corriente es cero. Cualquier incremento en el ahorro es acompañado de un aumento en la inversión. En una economía abierta, el déficit en cuenta corriente es el exceso de inversión sobre el ahorro doméstico. Por lo tanto, si el ahorro interno es menor a la inversión, los extranjeros deben

asumir la diferencia adquiriendo derechos sobre el ingreso o producto doméstico.

Cuando la inversión se financia con ahorro externo, es posible que el mercado de capitales no se desarrolle. Este es el caso de la adquisición de bienes de capital importados financiados con crédito externo. En estas condiciones, las empresas adquieren maquinaria y equipo, y se endeudan en el exterior, lo cual implica que la intermediación se hace enteramente por fuera del mercado de capitales doméstico. Sin embargo, el ahorro externo puede contribuir al desarrollo del mercado de capitales si por ejemplo, los recursos externos son canalizados hacia las firmas con necesidad de financiación a través del mercado de capitales doméstico. Es el caso de la inversión extranjera de portafolio o la utilización de los intermediarios financieros nacionales para trasladar el ahorro externo hacia la inversión doméstica.

El hecho de que el ahorro externo no juegue un papel decisivo en el desarrollo de los mercados de capitales locales es un resultado común. Feldstein y Horioka (1980), en el primero de una serie de trabajos, encontraron que para horizontes de tiempo suficientemente largos, cambios en el ahorro doméstico se reflejan completamente sobre la inversión. Es decir en el largo plazo, la

inversión y el ahorro doméstico están correlacionados, de manera tal que la única forma de mantener altas tasas de inversión es mediante altas tasas de ahorro doméstico. Visto de otra forma, el tamaño del mercado de capitales depende del nivel de ahorro o inversión nacional. El ahorro externo sólo puede hacer contribuciones temporales.

En particular, Feldstein y Horioka (1990) encontraron que para una muestra de 16 países durante el período 1960 - 1974:

$$(I/Y)_j = 0.035 + 0.887 (S/Y)_j + u_j; R^2 = 0.92$$

donde  $(I/Y)$  es la tasa de inversión bruta promedio y  $(S/Y)$  la tasa de ahorro bruto nacional<sup>16</sup>.

Feldstein y sus colaboradores argumentan que si la movilidad de capitales fuera perfecta el coeficiente de pendiente de la anterior regresión sería mucho menor a uno (los ahorros en un país buscarían su mejor oportunidad de inversión en el mundo)<sup>17</sup>. De ahí la recomendación favorita de Feldstein, según la cual los esfuerzos por incrementar la tasa de ahorro mediante acciones de política se retribuyen en aumentos en la tasa de inversión.

Recientes estudios determina que el riesgo y el costo del uso del capital juegan un papel importante como determinantes de la inversión. Así tenemos que un mayor riesgo no incentiva la inversión en la medida que ésta es irreversible (total o parcialmente) y postergable en el tiempo. Si el riesgo de emprender un proyecto es alto, el inversionista sólo lo acometerá si la tasa de retorno esperada es alta, ya que un cambio abrupto en las condiciones existentes puede afectar de manera sustancial al flujo de caja esperado del mismo; de no ser suficientemente alta la tasa de retorno, el inicio del proyecto puede dilatarse hasta que se prevean condiciones más favorables.

De acuerdo con el desarrollo teórico reciente<sup>18</sup>, una empresa invierte hasta que el valor de su inversión sea igual a su costo de uso más el costo de oportunidad de ejercer la opción de invertir<sup>19</sup>, el cual crece con el riesgo.

Las variables de costo de uso del capital, tienen una incidencia estadísticamente significativa y cuantitativamente importante sobre la inversión, este es el caso de Colombia, donde:

Se determinó los efectos del riesgo sobre la inversión, encontrándose importantes implicaciones; sin embargo, el

elemento novedoso los constituye la relación negativa y significativa del riesgo inflacionario y cambio sobre la tasa de inversión. En efecto, un aumento del 1% en la volatilidad de la inflación implica una caída cercana al 5% en la tasa de inversión privada. Cabe anotar que es notoriamente mayor efecto de la incertidumbre inflacionaria que el de la cambiaria, de lo que se desprende que a una mayor incertidumbre existe menor inversión<sup>20</sup>.

Visto de otra forma, la manera más amplia de tener altas tasas de inversión es mediante una combinación de bajas tasas de interés acompañadas de estabilidad económica. Por supuesto, a mayor inversión mayor crecimiento, lo cual retroalimenta las necesidades de mayor acumulación de capital.

Dado que la relación entre ahorro y tasas de interés ha sido mucho más difícil de establecer, tanto a nivel regional como a nivel internacional, parece claro que el mejor ambiente para el desarrollo del mercado de capitales es el mismo que favorece a un rápido proceso de acumulación de capital. Una política de represión financiera, asociada a altas tasas de interés reales, no estimula el ahorro ni contribuye al crecimiento económico. Desde

el punto de vista del mercado de capitales favorece la creación de intermediarios financieros con un alto grado de ineficiencia.

Una vez conocidos los determinantes de la inversión resulta interesante explorar los factores que determinan al tamaño total del mercado de capitales, de los cuales la inversión es uno de ellos. Para analizar los determinantes del tamaño del mercado de capitales, se realizaron algunos ejercicios de corte transversal para una muestra de 40 países que incluye algunos de los denominados mercados emergentes. Los datos son promedios para el período 1985-1993. En las regresiones que se muestran en el Anexo N° 4a podemos ver que se utiliza como variable dependiente el logaritmo de la capitalización total del mercado como proporción del PIB. Como es lógico, los países con mayores tasas de inversión tienen mercados de capitales más profundos. De hecho la elasticidad correspondiente es cercana a uno, lo que indica que aumentos en la inversión van acompañados de aumentos proporcionales en el tamaño del mercado de capitales. Algo idéntico ocurre con el ahorro doméstico, dada su correlación con la inversión.

Las demás determinantes del tamaño del mercado de capitales muestran resultados de interés. Las economías con mayor

grado de desarrollo del mercado de capitales son también, en promedio, las que tienen mayor riesgo per cápita. La inestabilidad económica medida a través del nivel y volatilidad de la inflación, así como la volatilidad de la tasa de devaluación real, tienen una incidencia negativa sobre el tamaño del mercado de capitales. En todos estos casos los coeficientes son negativos y estadísticamente significativos.

En el Anexo N<sup>o</sup> 4b se utiliza como variable dependiente el logaritmo del valor total transado/PIB, una medida de la liquidez del mercado de capitales. Los resultados son muy similares. En promedio, los mercados de capitales son más líquidos en economías menos inflacionarias y con menor volatilidad. En este caso, la elasticidad con respecto a la inversión es superior a la unidad, lo que indica que aumentos en la inversión tienden a reflejarse más que proporcionalmente sobre la liquidez del mercado de capitales. En el Anexo N<sup>o</sup> 4c aparece como variable dependiente la relación M2/PIB, la medida más comúnmente utilizada de profundidad financiera. El impacto negativo de la volatilidad aparece de nuevo como un factor de importancia. Sin embargo, es necesario anotar que la elasticidad con respecto a la inversión se reduce a 0.57 aproximadamente, y por otra parte, que

el ahorro no resulta significativo para explicar el nivel de profundidad financiera de esta conjunto de economías.

En suma, la inestabilidad económica es el mejor estímulo al desarrollo del mercado de capitales. Como se mencionó anteriormente, la estabilidad además de favorecer la inversión (determinante del tamaño del mercado de capitales), contribuye en forma directa a crear condiciones propicias para el desarrollo del mercado. Más aún, como se aprecia en el Anexo N<sup>o</sup> 4d, la volatilidad de las variables macro depende en buena medida de su propio nivel. Así las cosas, la mejor receta para tener baja volatilidad en las tasas de inflación y devaluación es tener bajos niveles en dichas variables. Algo opuesto ocurre con la volatilidad en el PIB per cápita, que depende inversamente del ingreso.

## ARGUMENTO V

- **AL ESTAR UNA ENTIDAD SATURADA EN SU CAPACIDAD CREDITICIA, RECURRE AL MERCADO DE VALORES PARA CON ESTO MEJORAR SU POSICIÓN FINANCIERA.**

Al hacer un análisis del crédito corporativo en el Ecuador durante el período comprendido entre 1993 y 1997, podremos decir que los bancos privados realizaron operaciones crediticias por un monto de 18.980 millones de sucres que representaron el 76.5 por ciento (en promedio) del total de operaciones de crédito del sistema bancario y financiero nacional. Dicho monto fue demandado en un 61.8% (promedio) en el plazo de 1 a 90 días.

De las cifras expuestas, parece que las empresas se han visto abocadas a optar por dicho plazo para utilizar esos fondos en refinanciamiento de pasivos y pequeñas inversiones de capital, puesto que en el corto plazo se generan presiones de liquidez que hacen difícil renovar las estructuras productivas actuales.

Bajo el actual entorno macroeconómico es difícil que se cuente con mecanismos de financiamiento de mediano y largo plazo, ya que los recursos que se captan de los inversionistas, no

son colocados en los plazos requeridos, de los que se deriva, que bajo el actual esquema no puede existir un enlace perfecto entre los fondos captados y los fondos colocados. Desde este punto de vista, la emisión de obligaciones puede cambiar dicha estructura de créditos a la que tradicionalmente acceden los empresarios; pues se incentivaría a los mismos a emitir este tipo de títulos que serán demandados por los inversionistas, generando una mayor profundidad del mercado en cuanto a emisores y títulos se refiere; lo que permitiría dinamizar un mercado de valores poco desarrollado y dentro de ello un mercado de capitales aún incipiente. Pese a que desde 1964, año en el que se expidió la Ley de Compañías, las compañías anónimas contaban con el mecanismo de emisión de obligaciones, es durante el gobierno del Arq. Sixto Durán-Ballén que se ha dado un impulso a esta forma de financiamiento con la promulgación de la Ley de Mercado de Valores.

De igual manera al hacer el análisis del mercado de emisión de obligaciones en el Ecuador período 1993-1997, se puede ver que una vez cerrado el ejercicio económico correspondiente al año 1997 y conociéndose los resultados económicos consolidados de las 22.888<sup>21</sup> empresas que reportaron sus estados financieros a la Superintendencia de Compañías, se hace necesario analizar cuál es

la situación real del sector societario del país en el cual laboran alrededor de 300 mil personas.<sup>22</sup>

El sector societario ecuatoriano presenta una estructura relativamente cerrada, lo cual se evidencia en la estructura de composición de las empresas durante el período de análisis. Por otro lado, es importante hacer referencia a ciertas debilidades presentadas por el sector y que conviene sean tomadas en consideración y en consecuencia ser analizadas, una insuficiencia de capital propio, por lo cual las operaciones financieras de las empresas se han convertido en una rama especializada para optimizar el flujo de sus recursos. Esto ha determinado que los gerentes financieros busquen los sistemas de endeudamiento más convenientes y, a la vez, promuevan las colocaciones de los excedentes transitorios con las tasas más altas, siendo ésta una de las razones por las cuales las tasas de interés pasivas, han sido holgadamente positivas frente a la inflación, evitando que bajen, y a la vez presionando para que las tasas activas reales sean elevadas.

Al analizar los resultados de las empresas por sus operaciones propiamente dichas, y descartar en forma paralela las utilidades o pérdidas por sus actividades financieras, se puede

apreciar que sus utilidades operacionales en relación con el patrimonio neto vienen disminuyendo sistemáticamente desde 1991.

En este año se situaron en el 19%, bajaron al 7.8% en 1993 y luego de un leve repunte en 1994 es decir 8.4%, volvieron a decrecer en 1995. Correlativamente, el nexo entre tales utilidades y el volumen de ventas ha disminuido desde 1991, en que llegaba al 8% para ubicarse al momento en menos del 3%.<sup>23</sup>

No obstante el esfuerzo realizado en el país para estimular el mercado de capitales y la apertura de las empresas, una serie de circunstancias relacionadas con la mayor confianza de los agentes económicos en el mercado, han determinado que, mientras en 1994 se negociaron más de un billón de sucres en títulos de renta variable (acciones y obligaciones) en 1995 tal negociación, según reportes de las bolsas de valores del país, sea inferior al menos 9.25% y en términos reales en más del 30%. En cambio las operaciones de renta fija se incrementaron en alrededor de un 500%.

La falta de recursos propios de largo plazo sólo puede suplirse con aumentos de capital, emisión de obligaciones, y

recursos provenientes de los fondos de pensiones, pero la situación política de los dos últimos años ha deteriorado esas posibilidades. De allí que los gastos financieros frente al patrimonio neto que gracias al modelo económico adoptado por la administración del Arq. Sixto Durán-Ballén bajaron del 11.25% en 1992 al 7.2% en 1994, han vuelto a subir alcanzando el 8.6% en 1995.

La serie de problemas ocurridos en 1995 revertieron un proceso de estabilidad y crecimiento que se dio en la primera mitad del gobierno anterior y afectaron a las utilidades netas de las compañías, pues comparándolas frente al patrimonio vuelven a bajar a los niveles que tuvieron en 1993, y en relación con las ventas, son menores que las de 1994, aún que si superaron las de 1993.

Es importante destacar que la eficiencia empresarial es la suma de factores y es difícil pensar que se repita en el futuro una combinación de crisis como la eléctrica, la bélica, y la política que pueda generar en el actual y próximos años, peores situaciones que las de 1995 que impactaron tan negativamente en los resultados finales de las sociedades.

El fortalecimiento del mercado de valores no se dará en el país mientras los sistemas de ahorro y crédito a largo plazo estén reprimidos por la inexistencia de una política nacional sobre el manejo de los fondos de pensiones. Hace falta legislar para que tales recursos acumulados cuantiosamente en el sector empresarial público, estén debidamente orientados a preservar su rentabilidad y seguridad, con inversiones de mediano y largo plazo que activaren el mercado de capitales.

El número de compañías informantes<sup>24</sup> para el año de 1993 fueron 20.053, para 1994 fueron 21.009, para 1995 fueron 20.423, para 1996 fueron 22.673, y para 1997 fueron 22.888<sup>25</sup>; ellas repartidas en nueve ramas de actividad económica; las cuales son :

- Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca;
- Minería, extracción y explotación de minas;
- Industrias manufactureras, alimenticias, textiles, etc.;
- Electricidad, gas y agua;
- Construcción;

- Comercio por mayor y menor, restaurantes y hoteles;
- Transporte, almacenamiento y comunicaciones;
- Servicios a empresas, bienes inmuebles, financieros, seguros;
- Servicios a personas, comunales, sociales y personales.

En 1993, del total de empresas informantes, el 62% correspondían a compañías anónimas, el 37% a compañías limitadas, y cerca del 1% compañías de economía mixta y sucursales de compañías extranjeras. La composición no varió mucho en 1994, puesto que del total de empresas informantes el 64% fueron compañías anónimas; el 35% compañías limitadas y el 1% se dividía en compañías de economía mixta y sucursales de compañías extranjeras. Para 1995, las compañías anónimas representaban el 65% del total de empresas informantes, las compañías limitadas el 33% y el 2% correspondía a compañías de economía mixta y sucursales de compañías extranjeras.

De las 20.053 compañías informantes en 1993, el 79% de las empresas obtuvieron utilidades y el 21% registraron pérdidas económicas. En 1994, el 81% de la empresas generaron utilidades

y el 19% contabilizaron pérdidas. El 77% de las empresas informantes para 1995 alcanzaron rendimientos positivos, al contrario el 23% registraron pérdidas económicas.

Las compañías informantes en 1993 generaron 364.694 puestos de trabajo, 345.888 durante 1994, y para 1995 generaron 297.617 puestos de trabajo.

Entre 1993 y 1995 existieron 89 autorizaciones para emisión de obligaciones, 46 realizadas en Quito, 42 en Guayaquil y 1 en Cuenca, las cuales fueron autorizadas a 72 compañías emisoras, de ellas 33 son de Quito, 38 de Guayaquil y 1 de Cuenca.

De las 33 compañías emisoras pertenecientes a Quito, 6 corresponden a entidades del sector financiero, y concentraron el 71% del monto autorizado, mientras que los restantes 27 pertenecen al sector mercantil y concentraron apenas el 29% del monto autorizado. Una situación similar se produce en Guayaquil, en donde de 38 emisores, 13 son del sector financiero y concentran el 80% de los montos autorizados, el restante 20% se reparte entre 25 emisores. La única compañía emisora en Cuenca corresponde al sector mercantil.

Así tenemos que al examinar los montos autorizados para emitir obligaciones, por ciudad, Quito recibió el 50% del monto total autorizado a nivel nacional, Guayaquil recibió el 49% y Cuenca el 1%. Del 100% de los montos autorizados a emitir, los empresarios prefirieron emitir en sucres el 74%, el 16% en dólares y el 10% en UVC's.

Para el estudio en concreto se tomó los emisores de compañías del sector mercantil, que fueron autorizadas en Quito, entre 1993 y 1995, y que amortizaron sus pagos de capital hasta junio de 1996.

El grupo que redimieron sus deudas fue de 17 empresas, de las cuales se ha tomado los siguientes ejemplos, que representaron el 30% aproximadamente del total, las 17 emitieron 83.080 millones de sucres, y las cuatro empresas abarcaron el 42% del total, es decir, 34.900 millones de sucres.

De ellos se tomó los que tuvieron mayor participación en el mercado, o sea los que presentaron 3 emisiones o más.

Así tenemos Artefacta (4 emisiones) de las cuales dos se cancelaron en su totalidad, una se recompró y una se redimió

fuera del plazo fijado para el estudio. Cedal ( 4 emisiones). Life (3 emisiones) dos de ellas se encuentran dentro del plazo del período de estudio y Cepsa (3 emisiones) todas redimidas.

Es importante resaltar el hecho de que no han existido casos de compañías emisoras que hubieren incumplido el pago de sus obligaciones (tanto de intereses como de capital), razón por la cual el mecanismo de Emisión de Obligaciones ha adquirido confianza entre los inversionistas.

Para hacer un análisis de la emisión de obligaciones que han realizado algunas compañías, las compararemos con el crédito corporativo bancario.

“Uno de los ejemplos que tomaremos en consideración es CEDAL S.A., compañía que pertenece al sector industrial y según el CIU, se dedica a la fabricación de productos metálicos estructurales. Su dirección domiciliaria es la ciudad de Latacunga en la provincia de Cotopaxi y sus oficinas funcionan en Quito. Cuenta con un capital social de 5.000 millones de sucres y el mayor accionista es CORPESA, que aportó un 99,9% del capital social.

El análisis realizado corresponde a la cuarta emisión de obligaciones de la compañía, cuyo monto total fue de 900 millones de sucres. La autorización para esta emisión se dio el 16 de septiembre de 1993, es decir, en un período de transición entre la normatividad de la Ley de Compañías y de la Ley de Mercado de Valores. No obstante, y pese a que el plazo de redención de la emisión de los títulos fue de 180 días, éstos se colocaron el 22 de septiembre de 1993, es decir 6 días más tarde de su autorización, mediante el sistema de subasta privada. Los títulos fueron demandados a un precio promedio de 106%. Del monto total de la emisión, el Banco Popular se adjudicó el 33% (300 millones de sucres) y el restante 67% se adjudicó al Banco del Pacífico. El valor nominal de cada título fue de 10 millones de sucres.

Es importante recalcar que no se exigió a la empresa la Calificación de Riesgo, por cuanto el reglamento que norma la misma, está vigente desde el 9 de junio de 1994, fecha posterior a la autorización de la emisión. La tasa pactada de la emisión fue del 40% fijo durante todo el período, al final del cual (21 de marzo de 1994) se cancelaron los intereses correspondientes al período más la totalidad del capital. El cupo máximo de la emisión, se calculó con base en el artículo 15 del Reglamento para Emisión de Obligaciones de la Ley de Mercado de Valores. Otras

características tales como Agente Pagador, Representante de los Obligacionistas y destino de los recursos, se pueden apreciar en el Cuadro Anexo 1.

Esta compañía reveló que antes de tomar la decisión de realizar la emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento frente al crédito bancario corporativo, se consultó con algunos bancos sobre las condiciones de crédito que ofrecían en ese momento y se tomó en cuenta al Banco Popular, en el cual la compañía mantenía su cuenta corriente y lógicamente brindaba mayores beneficios a través de menores tasas.

Hay que señalar que las condiciones del crédito bancario son diferentes de la emisión de obligaciones, puesto que el capital no se lo paga al final del plazo pactado, sino que se lo amortiza junto con los intereses generados en el transcurso del trimestre y es necesario renovar el crédito cada 90 días a una tasa reajustables de acuerdo con las condiciones del mercado. Es importante señalar que en cada renovación del crédito, se debe pagar una porción del capital, esta debe tributar el 2.6% de impuesto en cada nueva renovación, y como no se puede descontar del monto renovado, se recarga a la proporción de capital que originalmente debía cancelar, aumentando el pago total por concepto de los

intereses generados en el período, más la porción de capital incrementada en el monto exacto que debe tributar, calculado sobre el capital a renovarse en el nuevo período.

Un punto relevante es que, del monto total solicitado (900 millones de sucres), el desembolso efectivo habría sido de 876.6 millones de sucres, puesto que el banco actúa como agente de retención del 2.6% del monto solicitado (2% para SOLCA y el 0.6% para el INNFA); es decir, el monto que habría desembolsado responde a la siguiente fórmula  $900*(1-0.026)$ . En este contexto, la tasa pactada con el banco al momento del desembolso del crédito (22 de septiembre de 1993) habría sido del 58%.

En cuanto a la tasa que regía al 21 de diciembre de 1993, fecha en que la empresa habría amortizado la totalidad de los intereses generados durante el período y una parte del capital, fue del 36.75%, la misma que se habría aplicado para los últimos 90 días. Entonces, el pago del capital más los intereses a los primeros 90 días habría sido de 580.50 millones de sucres (amortizado al 58%) y en los últimos 90 días habría sido de 503.04 millones (amortizado al 36.75%, como se puede apreciar en la tabla respectiva). En dichos pagos va incluido el impuesto del 2.6% del impuesto al INNFA y a SOLCA.

El siguiente paso fue la aplicación del concepto de Tasa Interna de Retorno (TIR) para poder determinar el costo del capital nominal. Para ello, se tomó como flujo positivo (ingreso) los 876.6 millones de sucres que efectivamente habría desembolsado la institución financiera y como flujos negativos (egresos) los pagos de interés más capital que habría efectuado la empresa a los 90 y 180 días, los cuales fueron 580.50 y 503.04 millones de sucres en su orden. El resultado de esta aplicación de TIR a los flujos antes mencionados, fue anualizado es decir multiplicado por cuatro trimestres y dio como resultado el costo del capital nominal anual que fue de 63.14%. De inmediato se calculó el costo del capital efectivo anual, simplemente al convertir esa tasa nominal en una tasa, cuyo resultado fue de 79.72%. También se dedujo el escudo fiscal, conformado por el Impuesto a la Renta (25%) y la participación laboral (15%), factores que en conjunto representan un 36.25%

Finalmente el costo efectivo anual se multiplicó por el factor  $(1-0.3625)$  y se obtuvo un costo efectivo anual después de impuestos y participación laboral equivalente a 50.82% que es el costo financiero efectivo que habría tenido la empresa accediendo al crédito bancario corporativo.

Como se indicó anteriormente, la compañía emitió obligaciones con garantía general, a un plazo de 180 días con una tasa fija de 40% durante todo el período.

La metodología de cálculo y análisis fue la misma que se utilizó en la simulación bancaria, con una diferencia: el monto nominal a emitirse es decir 900 millones recibió un premio de 5.64% en la subasta privada, lo que permitió obtener 950.8 millones de sucres y a este monto se debió deducir los costos varios de emisión, que ascendieron a 10.6 millones, representando el 1.18% del monto nominal emitido. Es decir, luego de deducidos los costos de emisión, se obtuvo efectivamente 939.6 millones de sucres como producto de la siguiente fórmula:  $(950.8 * (1 - 0.0118))$

Este monto se convierte en el flujo inicial positivo (ingreso); y el pago único al final de la emisión (capital inicial más intereses generados en 180 días) se convierte en un flujo negativo (egreso) que representa 1.080 millones de sucres y que fue calculado con la siguiente fórmula:  $900 * (1 + (0.40 * 180 \text{ días} / 360 \text{ días}))$

En la mayoría de los casos analizados posteriormente, se aprecia que las empresas se atan a una Tasa Activa Referencial o a una Tasa Pasiva Referencial del Banco Central, la misma que es multiplicada por un factor menor que 1 en el caso de optar por una Tasa Activa Referencial y mayor que 1 al escoger la tasa pasiva Referencial. no obstante, lo dicho no está reglamentado, pero las empresas lo toman como referencia para evitar la incertidumbre y mejorar las condiciones de colocación de los títulos valores tanto para el emisor como para el inversionista. En el caso de CEDAL S.A., se optó por mantener una tasa fija del 40%, debido básicamente al corto plazo (180 días) de duración de la emisión.

Al analizar la emisión en cuestión, se puede mencionar que durante el primer trimestre se obtuvo una ventaja financiera de 18 puntos porcentuales (58% vs. 40%), situación que se revirtió en el segundo trimestre (36.75% vs. 40%) con una pequeña desventaja financiera de 3.25 puntos porcentuales.

Finalmente, el análisis global de la emisión revela que, en los costos de capital efectivos anuales después del escudo fiscal, existió una ventaja financiera neta a favor de la emisión de obligaciones de 30.35 puntos porcentuales, derivados de: 50.82%

vs.20.48%, correspondientes a la simulación del crédito bancario y a la emisión de obligaciones, en su orden.

Otro ejemplo que tomaremos en cuenta es el de LIFE S.A. (Laboratorios Industriales Farmacéuticos Ecuatorianos), esta compañía pertenece al sector industrial. Según el CIIU, se dedica a la fabricación de productos farmacéuticos y medicamentos. Su dirección domiciliaria es la ciudad de Quito en la provincia de Pichincha, sus oficinas funcionan en Quito. Cuenta con un capital social de 7500 millones de sucres, de este monto un 64.5% corresponde a PHARMEX LTDA. , el 22.5% al Ministerio de Salud y el restante 13% a otros accionistas.

En el Ecuador operan más de 100 laboratorios farmacéuticos. Sin embargo, más del 50% del mercado es controlado por apenas 10 empresas, la mayoría de ellas filiales de empresas multinacionales.

Los principales proveedores de la industria farmacéutica son los laboratorios internacionales, que desarrollan las fórmulas con base en las que se fabrican los fármacos. Dadas las millonarias inversiones que demanda el proceso de investigación de nuevas medicinas, el número de proveedores a nivel mundial es reducido.

Sus ingresos provienen del cobro de derechos por el uso de fórmulas, así como también por la venta de las materias primas usadas en el proceso de producción.

Desde su fundación en 1940, LIFE S.A. ha sido uno de los más importantes competidores en la industria farmacéutica ecuatoriana. Además de los fármacos, LIFE mantiene una importante línea de productos veterinarios, mercado en el cual también es líder nacional gracias a que cuenta con una completa oferta de productos y un moderno laboratorio de diagnóstico veterinario que permite ofrecer soluciones de acuerdo con las necesidades específicas de cada cliente.

En otro aspecto, la empresa ha realizado desde 1993 significativas inversiones en activos fijos a fin de mantener su posición competitiva y de liderazgo en el sector.

En el presente estudio se analiza la segunda emisión de la compañía LIFE, cuyo monto fue de 1.500 millones de sucres. Dicha emisión se autorizó el 20 de mayo de 1993, con 8 días de anterioridad a la expedición de la Ley de Mercado de Valores, por

lo cual la emisión estuvo enteramente regida por la Ley de Compañías.

La emisión tuvo un plazo de 360 días a partir de la fecha de colocación de los títulos y contaba con una garantía general. Los títulos se colocaron el 16 de julio de 1993, es decir a los 57 días de autorizada la emisión mediante subasta privada y obtuvieron un precio promedio de 193.6%. La emisión tuvo entre sus adjudicatarios al Banco Consolidado, que fue el más favorecido con 800 millones de sucres (en tres lotes distintos), lo que representó el 53% del total de la emisión; el restante 47% se repartió entre el Banco del Pichincha e Ignacio Ponce. Se emitieron 150 títulos, con un valor nominal de 10 millones cada uno.

La empresa no tuvo que realizar una Calificación de riesgo, puesto que su autorización se dio con anterioridad a la Ley de Mercado de Valores.

La tasa pactada de la emisión fue del 0.9% de la Tasa Activa Referencial del Banco Central del Ecuador; tasa que sería ejecutable a la fecha de pago de los intereses en forma trimestral y el capital se amortizaría al final del plazo pactado es decir el 11 de julio de 1994.

El cupo máximo de la emisión se lo calculó sobre la base del artículo 247 de la Ley de Compañías (Cuadro Anexo 7). Otras características tales como Agente Pagador, Representante de los Obligacionistas, etc. se señalan en el cuadro anexo 7.

Se pudo conocer que al igual que la compañía CEDAL, se había hecho un sondeo de las tasas de interés ofertadas por diferentes bancos de la ciudad y el banco que ofertaba tasas más bajas al momento de realizar la emisión era Filanbanco, por lo cual se tomó como referencia las tasas expuestas por dicho banco para hacer la simulación respectiva.

Dentro de la simulación realizada y como norma general para los análisis de las siguientes empresas, se amortizaría el capital en períodos trimestrales y se pagaría los intereses generados en cada trimestre más la proporción de capital amortizada para cada trimestre, se cobraría el 2.6% de impuesto al INNFA y a SOLCA en cada renovación del capital, tal y como se explicó para el caso de CEDAL.

El monto solicitado por la empresa sería de 1500 millones de sucres, de los cuales el banco acreditaría efectivamente 1.461

millones de sucres, luego de deducir impuestos; es así que la tasa pactada para los primeros noventa días fue del 60%, para el segundo trimestre bajó al 49%, el tercer trimestre se ubicó en 48.93% y al final del período 39.83%. Se amortizaron los intereses más la proporción de capital, a las tasas antes descritas, de lo cual surgen los flujos (ingresos y egresos) (Cuadro Anexo 9) que darán origen al cálculo del costo del capital nominal actual, que se ubicó en 64.54%; que en términos efectivos fue de 81.91% y después del escudo fiscal terminó en 52.22% que es la tasa que nos permitirá comparar lo ocurrido con la emisión de obligaciones, luego se sometería a una metodología similar a la aplicada en el caso de CEDAL.

Dentro del análisis de la presente compañía podemos mencionar que se obtuvo un premio en colocación de 3.62% es decir, del monto nominal ofertado que fue de 1.500 millones de sucres, se obtuvo efectivamente 1.554,26 millones de sucres y luego de deducir los costos varios de emisión (que ascendieron a 14,55 millones de sucres), quedó para operación de la empresa un monto de 1.539,19 millones de sucres, que se convertiría en el flujo inicial (ingreso) para poder obtener el costo del capital nominal, por medio de la aplicación del TIR. Luego de ello los egresos o erogaciones que realizaría la empresa, trimestralmente

por concepto de intereses, se convertirían en los restantes flujos (egresos) para calcular dichos intereses. Se adoptó el 0.9 de la Tasa Activa Referencial del Banco Central del Ecuador, a la fecha de pago de los intereses correspondientes a cada trimestre, como se puede observar en el Cuadro Anexo 10.

Luego de calcular el costo de capital anual, tanto nominal como efectivo y en base al mismo, se tiene finalmente el costo de capital efectivo después de impuestos y participación laboral, que se ubicó en 24.17% que es el costo que realmente afrontó la empresa para el caso de emisión de obligaciones.

En el cuadro anexo 11, conjuntamente con el gráfico anexo 2, se puede observar la confrontación entre las tasas bancarias y las tasas de emisión a las que realmente accedió la empresa; de la apreciación de éstas se desprende que en todos los trimestres, el hecho de haber emitido obligaciones fue ventajoso en términos financieros para la empresa, pese a que dicha ventaja financiera se vio disminuida en el último trimestre, ya que las tasas bancarias tendieron a converger a las tasas de emisión.

Al confrontar el costo del capital efectivo anual después de impuestos y participación laboral, tanto para la emisión de

obligaciones como para el crédito bancario, se apreció una importante ventaja financiera a favor de la emisión de obligaciones por 28.05 puntos porcentuales.

La tercera emisión de la compañía LIFE, fue autorizada el 23 de febrero de 1994 y se realizó por un monto de 2.000 millones de sucres, con garantía general, a un plazo de 540 días; cada título tenía un valor de 10 millones de sucres y se emitieron 200 títulos. Dicha emisión, pese a estar regulada en su totalidad por la Ley de Mercado de Valores, no se exigió una Calificación de Riesgo, puesto que el reglamento que norma la misma, entró en vigencia desde el 9 de junio de 1994. Los títulos-valores se colocaron el 18 de agosto de 1994; esto es a 4 días antes del vencimiento del plazo para la colocación de las obligaciones (180 días luego de autorizada la emisión). La colocación fue realizada mediante subasta privada y el mayor adjudicatario fue el Banco Amazonas con el 50% del monto nominal de la emisión (el 38% fue adjudicado al banco Consolidado y el restante 12% al Banco del Pacifico). En la colocación antes mencionada, se logró un premio promedio de 5.5% sobre el valor nominal.

La emisión se pactó a una tasa de 0.8 de la Tasa Activa Referencial del Banco Central del Ecuador, los intereses se

cancelaron en períodos trimestrales y el principal se amortizó al final de los 540 días de colocada al emisión (9 de febrero de 1996).

Otros tópicos tales como el Cupo Máximo de Emisión, Agente Pagador, Representante de los Obligacionistas, etc., se pueden hallar en el Cuadro Anexo 12.

De igual forma que lo mencionado para la segunda emisión de LIFE, se supo que el banco que ofertaba tasas más bajas al momento de realizar la emisión era el Banco Continental, en tal virtud, se tomó como referencia las tasas expuestas por dicho banco para hacer la simulación respectiva.

De los 2.000 millones solicitados por la empresa al banco, este efectivamente acreditaría a la empresa 1.948 millones, luego de haber deducido el 2.6% de impuestos.

Es importante mencionar que las tasas ejecutadas por el banco al momento de hacer las amortizaciones correspondientes, habría oscilado entre 43,23% y 55,85% entre el inicio y el final del período que duraría el crédito; sin embargo, en la tercera amortización la tasa se duplicaría en pocos días, de alrededor del

45% al 93,48%, esto sucedió ante el anuncio de un ataque peruano a nuestro país, lo que dio paso a que los depositantes hagan retiros masivos de efectivo, produciendo una crisis de liquidez, la elevación de las tasas de interés pasivas y por ende para poder financiar éstas, se elevaron aún más las tasas activas.

Con las tasas antes mencionadas, se hace el cálculo del pago de interés más capital en cada período, de los cuales el más alto habría sido 679.60 millones de sucres, debido al problema bélico con el Perú.

En suma el efectivo anual, el costo efectivo anual o tasa después de impuestos y participación laboral fue de 52,75%. Todo esto en el cuadro anexo 14.

Al analizar la tercera emisión de LIFE, se puede observar que en ella se obtuvo un premio de 5,47% por lo cual, del monto nominal ofertado de 2.000 millones de sucres se obtuvo 2.109,41 millones de sucres y deduciendo los costos varios de emisión, llegamos a los 2.094,06 millones de sucres.

La Tasa Activa Referencial del Banco Central del Ecuador, multiplicada por 0.8, fue la tasa de interés pactada por la empresa para calcular los intereses a pagar trimestralmente.

El capital se amortizó al final de los 540 días y se sumo a la última cuota de interés a pagar, es por ello que la última cuota fue de 2.219 millones de sucres y si se resta los 2.000 millones de capital, se observa que los intereses en el último trimestre alcanzaron los 219 millones de sucres.

Luego de calcular el costo de capital nominal y el efectivo anual, se procede a calcular la tasa que realmente debe afrontar la empresa como costo de la emisión de obligaciones, es decir, la tasa o costo del capital efectivo anual después de impuestos y participación laboral que asciende a 26,52%.

En el cuadro anexo 16 y el gráfico anexo 3, se puede observar la diferencia entre las tasas bancarias y las tasas de emisión a las que accedió la empresa, esta diferencia oscila entre 6,75% y 12,05%, excluyendo la tasa correspondiente al pago del trimestre del 14 de febrero al 15 de mayo de 1995, puesto que tal diferencia fue de 46,15% a favor de la emisión. La diferencia tan grande radica en que la tasa pactada con el banco era de 93,48%

(por el conflicto con el Perú en 1995) y la tasa de emisión fue de 47,33%, puesto que al estar atada a una Tasa Activa Referencial del Banco Central del Ecuador, ésta correspondía a la semana anterior, de modo que era calculada en base a la semana del 6 al 12 de febrero (días antes del conflicto) y regía para la semana del 13 al 19 de febrero de 1995. Entonces, como la tasa era pactada con la tasa vigente al 14 de febrero de 1995, el problema limítrofe no impactó en gran medida en la emisión en cuestión, puesto que dicho problema se evidenció en la semana del 20 al 26 de febrero de 1995, cuando ya se había pactado la tasa que regía para el trimestre. Por tal razón al examinar el gráfico anexo 3 observamos en el tercer trimestre una diferencia tan grande entre la tasa bancaria y la tasa de emisión.

Una vez analizado el contexto global de la emisión y observado el costo de capital efectivo anual después del impuesto a la renta y participación laboral, tanto para el caso del crédito bancario como para el caso de la emisión, es evidente que existió una ventaja financiera a favor de la emisión por alrededor de 26.23 puntos porcentuales.

Otro caso que tomaremos como ejemplo es el de CEPSA, compañía que pertenece al sector del comercio al por mayor, su

dirección domiciliaria es la ciudad de Quito en la provincia de Pichincha. Sus oficinas también funcionan en Quito. Cuenta con un capital social de 5.480 millones de sucres y el mayor accionista es KIMBALL INVESTMENT CORPORATION, que aportó un 20% del capital social; un 30% se distribuyen 3 empresas y el restante 50% está en manos de varios accionistas.

El principal objetivo de General Motors Ecuador es vender vehículos y sus planes de comercialización se apoyan en facilitar el financiamiento de los mismos. CEPESA, se mantiene como el tercer distribuidor de vehículos GM a nivel nacional, con una participación del 7% luego de Autolandia y Automotores Continental.

En 1958 inicia sus actividades comerciales con vinculación a intereses industriales que determinaron su campo de acción en el ramo automotriz.

La empresa creció rápidamente y en 1968 toma a su cargo la comercialización de productos lubricantes y grasas de la marca Castrol, afamados tanto en el sector automotriz, industrial y marítimo.

Luego de haber alcanzado una posición sobresaliente en el mercado, vendió la línea a la Compañía Castrol Ecuatoriana fundada en 1990, como una empresa subsidiaria de Castrol Limited de Inglaterra.

La actividad principal de CEPESA, se enmarca dentro del sector automotriz comercial (76% de sus ventas, incluyendo 48% vehículos y 28% llantas y repuestos) y está dirigida en un 100% al mercado nacional. Esta actividad tiene mucha dependencia en las políticas económicas tanto locales como las de subregión, las mismas que en los últimos años se han caracterizado por una tendencia de apertura y libre comercio, fomentando la expansión del libre mercado.

Actualmente, las operaciones comerciales ampliamente diversificadas son manejadas y controladas a través de cuatro centros productivos o divisiones comerciales. que son: División de Vehículos, División Automotriz, División de Repuestos Automotrices y División Químicos.

La línea de químicos, se vio afectada por la disminución de la productividad que sufrió la industria en general. Adicionalmente la mayor parte del año 1995, los cuatro

participantes principales en venta de productos químicos al granel, mantuvieron una guerra de precios, lo cual llevó a reducir los márgenes de utilidad bruta.

La línea automotriz (llantas, equipos para abastecimiento de combustible, vulcanizadoras, etc.), se vio también afectada por la recesión existente en el país.

La primera emisión de Obligaciones de la compañía CEPSA, se realizó por 3.000 millones de sucres, la misma que fue autorizada el 2 de agosto de 1994. El plazo de la emisión fue de 367 días desde la colocación de los títulos (23 de agosto de 1994). La emisión tuvo una garantía general y se la colocó mediante subasta privada, a los 21 días de la autorización por parte del Órgano de Control.

Se obtuvo un premio de 6.9% en la colocación, de la cual su mayor adjudicatario fue el Banco del Pacífico con el 42% de la emisión, el 33% se adjudicó el Banco Popular, y el restante 25% se repartió entre el Lloyd's Bank y Seguros Equinoccial. Se emitieron 300 títulos con un valor nominal de 10 millones de sucres cada uno.

Hay que resaltar que CEPESA no presenta una Calificación de riesgo, a pesar de que el reglamento que exigía dicha calificación ya estaba vigente 54 días antes de su autorización, tal situación se debe a que la primera Calificadora de Riesgo, Ratings, comienza a funcionar el 3 de octubre de 1994

La tasa pactada de la emisión fue del 1.1 de la Tasa Pasiva Referencial del Banco Central del Ecuador; tasa que fue ejecutables a la fecha de pago de los intereses en forma trimestral. El capital se amortizaría al final del plazo pactado (25 de agosto de 1995)

El cupo máximo de la emisión, así como otras características tales como Agente Pagador, Representante de los Obligacionistas, etc., se señalan en el cuadro anexo 18.

Al igual que en los casos anteriores, las empresas antes de optar por la emisión de obligaciones, consultaban los bancos que ofrecían las tasas más bajas del mercado y se escogió al Banco Popular, de modo que se tomó como referencia las tasas expuestas por dicho banco para hacer la simulación respectiva.

Al realizar la simulación, se amortizaría el capital en períodos trimestrales y se pagaría los intereses generados en cada trimestre más la proporción de capital amortizada para cada uno de ellos. De esta forma la empresa habría solicitado 3.000 millones de sucres y le habrían acreditado 2.922 millones de sucres, luego de deducir impuestos.

Durante el período de pago, las tasas no tuvieron casi variación, pues del promedio no llegaron a variar en más de 0.06 puntos porcentuales; sin embargo, al realizar la tercera amortización, la tasa varió en casi 37 puntos hasta alcanzar el 80%, debido a la crisis de liquidez que vivió el país, producto de un enfrentamiento armado con el Perú.

Así, luego de calcular el costo del capital nominal anual y el efectivo anual, el costo afectivo anual o tasa después de impuestos y participación laboral fue de 48.85%.

Al analizar la primera emisión de CEPISA, se observa que ella obtuvo un premio de 6.9% consecuentemente, del monto nominal ofertado de 3.000 millones de sucres se obtuvo 3.205,73 millones de sucres y deduciendo los costos varios de emisión, se obtiene los 3.178,21 millones de sucres.

La empresa CEPSA, adopta como tasa para la emisión, el 1.1 de la Tasa Pasiva Referencial del Banco Central del Ecuador, con esta tasa se calculan los intereses a pagar en forma trimestral y el capital se amortiza al final del plazo pactado, adicionando a la cuota respectiva de intereses, el capital entregado inicialmente.

Luego de calcular el costo de capital nominal y el efectivo anual, se calcula la tasa o costo de capital efectivo anual después de impuestos y participación laboral que asciende a 30.85% dicha tasa es la que realmente debe afrontar la empresa, como costo de la emisión de obligaciones.

La diferencia entre las tasas de emisión a las que realmente accedió la empresa y las tasas bancarias a las que según la simulación habría tenido que hacer frente, se exponen en el cuadro anexo 22 y el gráfico anexo 4.

La diferencia entre las tasas durante los tres primeros períodos fue a favor de la emisión, pero la correspondiente al último trimestre fue negativa, es decir a favor del crédito bancario; pero esta diferencia fue mínima (-1.32%).

Finalmente, luego de un análisis global de la emisión y una vez observado el costo de capital efectivo anual después de impuesto a la renta y participación laboral tanto para el caso del crédito bancario, como para el caso de la emisión, se desprende que existió una ventaja financiera a favor de la emisión por alrededor de 18 puntos porcentuales.

La segunda emisión de Obligaciones de la compañía CEPSA, tiene las mismas características de la primera emisión en cuanto a monto, plazo, garantía, tasa número de títulos emitidos, valor nominal de cada título, agente pagador, representante de los obligacionistas y sistema de colocación de los recursos.

La calificación de Riesgo obtenida fue AA y la calificadora que realizó el estudio fue Ratings. La presente emisión fue autorizada el 19 de enero de 1995. Se obtuvo un premio promedio de 3.6% en la colocación, de la cual su mayor adjudicatario fue el Banco de Colombia con el 62%, el 22% se adjudicó el Banco Popular y 16% se adjudicó al Banco del Pacífico y el Banco del Pichincha.

Se realizó la simulación bancaria con referencia a las tasas expuestas por el Banco Popular.

Con respecto al monto acreditado efectivamente, fue igual que la emisión anterior, se solicitó 3.000 millones de sucres y se habrían acreditado a la empresa 2.922 millones luego de retener impuestos.

Con las tasas vigentes a la fecha de pago se hace el cálculo del pago de interés más capital en cada período. De modo que, luego de calcular el costo del capital nominal anual y el efectivo anual, el costo efectivo anual o tasa después de impuestos y participación laboral fue de 46.12%

La segunda emisión de CEPISA tuvo un premio de 3.6% así el monto nominal ofertado fue de 3.000 millones de sucres pero se obtuvo 3.108,33 millones de sucres, y deduciendo los costos varios de emisión, se capta 3.060,10 millones de sucres.

La empresa CEPISA, adopta como tasa para la emisión, el 1.1% de la Tasa Pasiva Referencial del Banco Central del Ecuador, con dicha tasa se calculan los intereses a pagar trimestralmente y el capital se amortiza al final del plazo pactado, adicionando a la cuota respectiva de intereses, el capital entregado inicialmente.

Luego de calcular el costo de capital nominal y el efectivo anual, se calcula la tasa o costo del capital efectivo anual después de impuestos y participación laboral que asciende a 35.23% tasa que real mente debe afrontar la empresa, como costo de la emisión de obligaciones.

La diferencia entre las tasas de emisión a las que realmente accedió la empresa y las tasas bancarias a las que según la simulación habría tenido que hacer frente, se exponen en el cuadro anexo 27 y el gráfico anexo 5. la diferencia entre las tasas durante los dos primeros períodos fue a favor del crédito bancario, pero la primera de ellas no llegó al -1% y la segunda fue de -3.10%, indicando que la tasa bancaria fue menor a la tasa de emisión en esos períodos. Los dos últimos trimestres esa situación se revirtió a favor de la emisión, pues existió una diferencia positiva a favor de la emisión de 6.36% y 5.69%.

Luego de este análisis de la emisión y una vez calculado el costo de capital efectivo anual después del impuesto a la renta y participación laboral en cuanto al crédito bancario y a la emisión, se aprecia la existencia de una ventaja financiera a favor de la emisión por alrededor de 10.88 puntos porcentuales.

La tercera emisión de Obligaciones de la compañía CEPSA, tiene las mismas características de la primera y segunda emisión en cuanto a monto, plazo, garantía, tasa, número de títulos emitidos, valor nominal de cada título, agente pagador, representante de los obligacionistas y sistema de colocación de los recursos.

La calificadora de riesgo Ratings, realizó el estudio y presentó una calificación de A. La emisión fue autorizada el 8 de agosto de 1995. No se obtuvo premio en la colocación y su único adjudicatario fue Investplan.

Se efectuó la simulación bancaria con referencia a las tasas expuestas por el Banco Popular. Con respecto al monto acreditado efectivamente, fue igual que la emisión anterior, se solicitó 3.000 millones de sucres y se acreditó 2.922 millones luego de retener impuestos. Con las tasas vigentes a la fecha de pago se hace el cálculo del pago de interés más capital en cada periodo.

Así. luego de calcular el costo del capital nominal anual y el efectivo anual, el costo efectivo anual o tasa después de impuestos y participación laboral fue de 53.50%.

En la tercera emisión de CEPISA no existió premio, por lo cual se obtuvo el monto nominal ofertado de 3.000 millones de sucres y una vez deducidos los costos varios de emisión, se obtuvo 2.955,99 millones de sucres.

La empresa, adopta como tasa para la emisión el 1.1 de la Tasa Pasiva Referencial del Banco Central del Ecuador, con dicha tasa se calculan los intereses a pagar en forma trimestral y el capital se amortiza al final del plazo pactado, adicionando a la cuota respectiva de intereses, el capital entregado inicialmente.

Luego de calcular el costo de capital nominal y el efectivo anual, se procede al cálculo de la tasa o costo del capital efectivo anual después de impuestos y participación laboral, que asciende a 41.10% tasa que realmente afrontó la empresa, como costo de la emisión de obligaciones.

La diferencia entre las tasas de emisión a las que realmente accedió la empresa y las tasas bancarias a las que según la simulación habría tenido que hacer frente, se exponen en el Cuadro Anexo 32 y el gráfico anexo 6. La diferencia entre las tasas fue favorable para la emisión de obligaciones, pero la

tercera de ellas no llegó al 1% tendiendo a converger con la tasa del crédito bancario en esos período de pago.

Una vez analizado el contexto de la emisión y realizado el cálculo del costo de capital efectivo anual después del impuesto a la renta y participación laboral tanto para el caso del crédito bancario, como para el caso de la emisión, se observa una ventaja financiera a favor de la emisión por alrededor de 12.39 puntos porcentuales.

Otra de las compañías que tomaremos en consideración para nuestro estudio es ARTEFACTA, la cual pertenece al sector del comercio y según el CIU, se dedica a la comercialización de aparatos y accesorios eléctricos de uso doméstico. Su dirección domiciliaria es la ciudad de Quito, sus oficinas funcionan en la misma ciudad. Cuenta con un capital social de 8.000 millones de sucres. El mayor accionista es la sociedad NÚCLEO INC., que aportó el 95% del capital social, perteneciente a la familia Lucioni del Perú, la cual incursiona en actividades de diversa índole (textil, construcción, financiera, gráfica, agrícola.etc.) tanto dentro del Perú, como en Chile y Panamá.

Artefacta ha realizado 4 emisiones de obligaciones hasta el momento. Dentro del presente análisis se realizó la evaluación de dos de ellas, la primera y la segunda emisión, ya que de las dos restantes aún no se han amortizado los pagos correspondientes a algunos intereses y tampoco al capital y por consiguiente no se puede establecer su impacto final de costo-beneficio frente al crédito bancario corporativo.

La comercialización dentro del sector formal se realiza a través de cadenas minoristas (35%) como son: CRÉDITOS ECONÓMICOS, OCABSA, COMANDATO, MARCIMEX, ARTEFACTA, y otros negocios menores que venden al contado y a crédito hasta 24 meses. Adicionalmente existen compañías cuyo ámbito de negocio está enfocado local y regionalmente y representan el 30% del sector.

El mercado ecuatoriano de electrodomésticos es de aproximadamente US\$ 200 millones.

En el sector se deben diferenciar dos tipos de competencia: la formal (60%) y la informal (40%).

Es importante mencionar que la comercialización de electrodomésticos se desarrolla en un sector en crecimiento, que se ha visto fortalecido por una tendencia, liberal en el comercio exterior y por una recuperación del ingreso per cápita de la población, ésta es sin embargo una actividad sensible a políticas económicas y a cambios drásticos en la cotización de la divisa.

En el tiempo que lleva ARTEFACTA en el mercado, ha alcanzado un excelente posicionamiento en el mismo, convirtiéndose en 1994 en líder de la actividad con un 29% de la participación a nivel nacional. La aplicación de una estrategia bien planificada, le ha permitido diferenciarse entre sus competidores con una amplia red de distribuidores en todo el país, que ofrecen productos de marcas de prestigio y altamente diversificadas.

La primera emisión de obligaciones de la compañía ARTEFACTA, se realizó por un monto de 1.000 millones de sucres, la misma que fue autorizada el 20 de mayo de 1994. El plazo de la emisión fue de 360 días, inicialmente, pero luego en el prospecto de la emisión se cambió a 367 días. Dicha emisión tuvo una garantía específica y se la colocó mediante subasta privada a los 187 días de la autorización por parte del Órgano de Control

(Superintendencia de Compañías). Cabe señalar que la empresa solicitó una extensión del plazo a la Superintendencia de Compañías, para extender lo estipulado por la ley (180 días luego de autorizada la emisión).

Se obtuvo un premio promedio de 1.7% en la colocación, de la cual su único adjudicatario fue Lloyd's Bank. Se emitieron 100 títulos, de un valor nominal de 10 millones de sucres cada uno.

ARTEFACTA, no presentó una Calificación de Riesgo, puesto que el reglamento que exige dicha Calificación está en vigencia desde el 9 de junio de 1994, 20 días posteriores a la autorización de su emisión.

La tasa pactada de la emisión fue del 0.75 de la Tasas Activa Referencial del Banco Central del Ecuador; tasa que se ejecutó a la fecha de pago de los intereses en forma trimestral y el capital se amortizaría al final del plazo pactado (25 de noviembre de 1995). Hay que resaltar que de los casos analizados, la tasa ofrecida por ARTEFACTA es la más baja en comparación a las ofertadas por otros emisores, teniendo buena aceptación por parte del demandante, incluso se logró un premio, pero todo ello debido

a la garantía específica, consistente en un aval del Lloyd's Bank, que fue el único que adquirió sus títulos en el mercado primario.

El cupo máximo de la emisión, así como otras características tales como Agente Pagador, Representante de los Obligacionistas, etc., se señalan en el cuadro anexo 34.

El banco que ofertaba tasas más bajas al momento de realizar la emisión era el Banco del Pichincha; por tal razón se tomó como referencia las tasas expuestas por dicho banco.

Al realizar la simulación, se amortizaría el capital en períodos trimestrales y se pagaría los intereses generados más la proporción de capital amortizada para cada trimestre. De tal manera que, la empresa solicitaría 1.000 millones de sucres y se le acreditaría 974 millones de sucres, luego de deducir impuestos.

Durante el período de pago, las tasas no tuvieron mayor variación, pues del promedio no variaron ni en 1 punto porcentual. Sin embargo, al realizar la segunda amortización, la tasa varió en casi 18 puntos, hasta alcanzar el 62%, por la crisis de liquidez que vivió el país, producto de un enfrentamiento armado con el Perú.

Así, luego de calcular el costo del capital nominal anual y el efectivo anual, el costo efectivo anual o tasa después de impuestos y participación laboral fue de 48.18%.

Al realizar la primera emisión de ARTEFACTA, se puede observar que ella obtuvo un premio de 1.7%, es decir, el monto nominal ofertado fue de 1.000 millones de sucres pero solo obtuvo 1.017 millones de sucres y deduciendo los costos varios de emisión, se captó 998.51 millones de sucres. La empresa ARTEFACTA, adoptó como tasa para la emisión, el 0.75 de la Tasa Activa Referencial del Banco Central del Ecuador, con dicha tasa se calculan los intereses a pagar en forma trimestral y el capital se amortiza al final del plazo pactado, adicionando a la cuota respectiva de intereses, el capital entregado inicialmente.

Después de calcular el costo de capital nominal y el efectivo anual, se calcula la tasa o costo del capital efectivo anual después de impuestos y participación laboral que asciende a 30.94% que se constituye en la tasa que realmente debe afrontar la empresa, como costo de la emisión de obligaciones.

La diferencia entre las tasas de emisión a las que realmente accedió la empresa y las tasas bancarias a las que según la

simulación bancaria habría tenido que hacer frente, se exponen en el cuadro anexo 38 y el gráfico anexo 7. La diferencia entre las tasas durante todos los períodos de pago fue a favor de la emisión.

Analizando el contexto global de la emisión, es decir observando el costo de capital afectivo anual después de impuesto a la renta y participación laboral tanto para el caso del crédito bancario, como para el caso de la emisión, se deduce que existió una ventaja financiera a favor de la emisión por alrededor de 17.24 puntos porcentuales.

La segunda emisión de obligaciones de la compañía ARTEFACTA, tiene las mismas características de la primera emisión en cuanto a monto, plazo, garantía, tasa, número de títulos emitidos, valor nominal de cada título, agente pagador, representante de los obligacionistas y sistema de colocación de los recursos.

Ratings realizó el estudio y la Calificación de Riesgo que presentó fue AA. La emisión en análisis fue autorizada el 18 de enero de 1995. Se obtuvo un premio promedio de 0.02% en la colocación, de la cual su único adjudicatario fue el Lloyd's Bank.

Se realizó la simulación bancaria con referencia a las tasas expuestas por el Banco del Pichincha. Con respecto al monto acreditado efectivamente, fue igual que la emisión anterior, se solicitaría 1.000 millones de sucres y se acreditaría 974 millones, luego de retener impuestos. Con las tasas vigentes a la fecha de pago se hace el cálculo de la cancelación de intereses más capital en cada período. De modo que, luego de calcular el costo del capital nominal anual y el efectivo anual, el costo efectivo anual o tasa después de impuestos y participación laboral fue de 44.85%.

La segunda emisión de ARTEFACTA tuvo un premio de 0.02%, por lo que, el monto nominal ofertado fue de 1.000 millones de sucres pero se obtuvo 1.000,2 millones de sucres y deduciendo los costos varios de emisión, se alcanzó los 971.25 millones de sucres.

La empresa ARTEFACTA, adopta como tasa para la emisión, el 0.75 de la Tasa Activa Referencial del Banco Central del Ecuador, con dicha tasa se calculan los intereses a pagar trimestralmente y el capital se amortiza al final del período pactado, adicionando a la cuota respectiva de intereses, el capital entregado inicialmente.

Luego de calcular el costo de capital nominal y el efectivo anual, calculamos la tasa o costo del capital efectivo anual después de impuestos y participación laboral que asciende a 34.83%, dicha tasa es la que realmente debió afrontar la empresa, como costo de la emisión de obligaciones.

La diferencia entre las tasas de emisión a las que realmente accedió la empresa y las tasas bancarias a las que según la simulación habría tenido que hacer frente, se exponen en el cuadro anexo 43 y el gráfico anexo 8. La diferencia entre las tasas durante todos los períodos de pago fue a favor de la emisión, pero en el último período de pago, las tasas de emisión y la bancaria tendieron a converger, puesto que la diferencia entre ellas fue muy pequeña, apenas 1.20 puntos porcentuales a favor de la emisión de obligaciones.

Finalmente, calculado el costo de capital efectivo anual después de impuesto a la renta y participación laboral tanto para el caso del crédito bancario, como para el caso de emisión, se aprecia que existió una ventaja financiera a favor de la emisión por alrededor de 10.02 puntos porcentuales.

Para analizar los índices financieros de la compañía CEDAL, se los clasificó en grupos, dentro de los cuales se aprecian índices de liquidez, índices de endeudamiento, índices de capacidad de pago y los índices de rentabilidad.

- Índice de solvencia

ACTIVO CORRIENTE

PASIVO CORRIENTE

De la aplicación de esta fórmula, se desprende que el índice de solvencia es menos riguroso que la prueba ácida (por no incluir inventarios) y por lo tanto va a mostrar resultados satisfactorios dentro de los cuatro años de análisis. Es así que en promedio dicho índice fue de 2.19, lo cual indica que existieron en promedio 2.19 sucres para hacer frente a cada sucre de deuda de la empresa en un plazo próximo.

Capital de Trabajo Neto

ACTIVO CORRIENTE-PASIVO CORRIENTE

Se analiza también el Capital de Trabajo Neto, el cual indica los recursos con los cuales cuenta la empresa para satisfacer sus obligaciones luego de cubrir el pasivo corriente. Se observa que siempre es positivo, lo cual ubica a la empresa en una buena posición financiera.

- Índices de liquidez

Prueba ácida

ACTIVO CORRIENTE - INVENTARIOS

PASIVO CORRIENTE

Es importante resaltar la prueba ácida o índice de liquidez, que revela la capacidad de la empresa para hacer frente a sus vencimientos de corto plazo y permite explicar una potencial situación de iliquidez y un estado de insolvencia de la empresa. El hecho de que dicho índice no incluya en su fórmula de cálculo los inventarios (que son la parte menos líquida de los activos corrientes) hace que éste tenga una mayor exactitud que el índice de solvencia, para medir la capacidad de la empresa en cubrir sus deudas a corto plazo. Es decir, por cada sucre que la empresa adeude, podrá disponer de forma rápida de 1.3 sucres, quedando

los inventarios como una especie de colchón, que se los podría vender para contar con efectivo en caso de agravarse la situación de la empresa.

Es importante mencionar que la emisión de obligaciones realizada por CEDAL S.A. influyó en el Pasivo Corriente de dicho índice; así, se observa que en el año en el cual el índice es más bajo (1.19) es en 1993, puesto que el pasivo corriente de la compañía se hallaba inflado como producto de la emisión de obligaciones realizada en el plazo de 180 días, pero luego dicho índice se recupera significativamente a 1.37 en 1994.

- Índices de Endeudamiento

#### Índice de Solidez

PASIVO TOTAL

ACTIVO TOTAL

El índice de solidez o de endeudamiento permite determinar el nivel de autonomía financiera. Cuando dicho índice es elevado, se dice que la empresa depende mucho de sus acreedores y dispone de una limitada capacidad de endeudamiento adicional; por el

contrario, el hecho de que el índice sea bajo, se traduce en un elevado grado de independencia de la empresa frente a sus acreedores y admite la posibilidad de que una empresa se endeude, por ejemplo con emisión de obligaciones.

Sin embargo, los dueños del capital de una empresa, generalmente tienen interés en financiar gran parte del activo con capitales prestados, pues estos últimos son los que soportan los riesgos del negocio y permiten hacer uso del llamado efecto palanca.

Es favorable intensificar el endeudamiento, siempre que se incremente la rentabilidad de la empresa, aunque también aumenta el riesgo financiero. Al analizar un promedio de dicho índice, éste revela que por cada sucre del activo total, el 40% está financiado con recursos ajenos y el 60% con recursos del patrimonio, por lo que se puede concluir que el riesgo financiero de la empresa es bajo y que existe un mayor margen de garantía y seguridad para los acreedores y una mayor capacidad de endeudamiento adicional para atender futuras expansiones. En otras palabras, para CEDAL existió un escenario favorable para emitir obligaciones.

Se debe mencionar que en el año 1992, el 33% del Activo Total estaba financiado por recursos ajenos, pero en 1993 (año de la emisión) el índice sube a 0.42, lo cual indica que el 42% del Activo Total se hallaba financiado por recursos ajenos, en este caso producto de la emisión.

- Índices de Capacidad de Pago

#### Índice de Cobertura de Intereses

UTILIDAD OPERATIVA+DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES

TOTAL INTERESES

Este índice es de suma importancia ya que muestra en qué magnitud la empresa ha generado utilidades operativas capaces de cubrir la carga financiera e indica el número de veces que están disponibles para cancelar cada suceso de intereses de las deudas vigentes. Un índice alto demuestra que existe un buen funcionamiento de la empresa, ya que además de los intereses, la empresa deberá afrontar pagos de principal de deudas vigentes, inversiones de reposición o modernización, reparto de dividendos a los accionistas, etc.

Al aplicar el índice, se observa que la empresa ha tenido en promedio 3.30 sucres para cancelar cada sucre de deuda contraída. En 1992, la empresa disponía de 5.52 sucres para cubrir cada sucre por concepto de intereses de deuda contraída. En 1993 (año de la emisión), este índice cae a 1.39, lo cual indica que apenas se disponía de 1.39 sucres para cancelar intereses. En 1994, la empresa se recupera a 3.95 sucres por cada sucre de intereses a cancelar por concepto de deudas vigentes. Esta recuperación se origina en el impacto favorable de la emisión en el capital de trabajo y por consiguiente en el incremento de ventas y utilidad.

Estos resultados demuestran que dicho índice es muy susceptible de variaciones ante la contratación de una nueva deuda, como es el caso de la emisión efectuada en 1993

- Índices de Rentabilidad

#### Índice de Rentabilidad Global

UTILIDAD OPERATIVA

ACTIVO TOTAL

Mide la remuneración media que la empresa ha logrado por el uso productivo del total de fuentes de financiamiento (propias y ajenas), es decir, del uso productivo del activo total. Esta rentabilidad debe ser mayor que el costo promedio ponderado de las fuentes de financiamiento utilizadas para financiar el activo total.

- Índice de Rentabilidad del Patrimonio

### UTILIDAD NETA

#### PATRIMONIO

Mide la remuneración contable que la empresa brinda a sus accionistas por haber arriesgado un capital equivalente al patrimonio. Esta rentabilidad debe ser mayor a la rentabilidad que el equivalente monetario del patrimonio obtendría en una inversión alternativa de similar riesgo.

Hay que destacar que entre 1992 y 1994, el índice de rentabilidad global se halló entre 14.04% y 14.88%, siendo el único año que superó el 20% el año de 1991, pues obtuvo 21.52%. Cabe destacar que estas rentabilidades no incluyen las ganancias

de capital, que son posibles de determinar cuando el mercado de valores es eficiente.

Sin embargo, es difícil confiar en los índices de rentabilidad, puesto que el costo efectivo de capital después de impuestos y participación laboral de la emisión de obligaciones realizada en 1993, fue de 20.05%. Lo mismo sucede con el índice de Rentabilidad sobre el patrimonio, en el cual los accionistas no obtienen una remuneración de acuerdo al riesgo implícito en al presente inversión, pues en una inversión alternativa de similares características tendría un mayor rendimiento.

Se concluye entonces, que es fundamental contar con un mercado de valores cada vez más transparente y competitivo, en el que las empresas revelen información veraz que facilite una mayor profundización en cuanto al número de emisores de títulos valores; dando como resultado un mayor número de inversionistas que provocarán un mayor dinamismo en el mercado de valores ecuatoriano. Concretamente, la dinamización y eficiencia del Mercado de Valores hará posible calcular las verdaderas rentabilidades de las empresas, al permitir que se definan las ganancias de capital.

Para analizar los índices financieros de la compañía LIFE, se los clasificó en grupos, los cuales los vamos a estudiar a continuación.

### Índice de Solvencia

El índice de solvencia, en cambio, revela una baja en 1993 y 1994 (de 1.70 a 1.31), pero sobre todo en 1994 y 1995 (de 1.31 a 0.99); en 1994 porque el 11 de julio se amortiza la segunda emisión de obligaciones, cuyo capital fue de 1.500 millones de sucres y el 18 de agosto del mismo año se coloca 2.000 millones en el mercado, como producto de la tercera emisión. En 1995 el pasivo corriente se incrementa notablemente, por las causas ya indicadas, lo cual hace que este índice también se vea deteriorado.

### Capital de Trabajo Neto

Este resulta positivo para el período comprendido entre 1991 y 1994, pero en 1995 resultó negativo, como efecto del incremento del pasivo corriente.

- Índices de Liquidez

### Índices de Prueba Ácida

De los diversos índices de liquidez, se analiza inicialmente la prueba ácida, que en promedio presenta un índice de 0.68 y significa que por cada sucre que adeude la empresa se podrá disponer en forma inmediata de 0.68 sures para hacer frente al pasivo corriente, pero sin tomar en cuenta los inventarios.

El hecho de que suba el índice de prueba ácida entre 1993 y 1994 (de 0.79 a 0.84), implica que los inventarios en 1994 son menores que los de 1993, sobre todo los inventarios de materia prima y de suministros y materiales; por lo cual quedó en el numerador una porción más alta de activo corriente. En 1995 el pasivo corriente se incrementa, como efecto de una crisis de liquidez a causa de la guerra con el Perú, pues la cuenta Documentos por Pagar se incrementa en un 131% respecto del año pasado. Como resultado de esto, el índice prueba ácida se deteriora de 0.84 en 1994 a 0.54 en 1995.

- Índices de Endeudamiento

#### Índice de Solidez

Este índice se va incrementando, lo cual revela que la empresa, a medida que avanza el tiempo va dependiendo más de sus acreedores y cada vez va disponiendo de una limitada capacidad de endeudamiento; así evoluciona desde 0.56 en 1991 a 0.80 en 1995, reflejando que la empresa se halla financiada en un 80% por recursos ajenos como producto de las emisiones realizadas en 1993 y 1994.

- Índice de Capacidad de Pago

#### Índice de Cobertura de Intereses

Evidencia que entre 1991 y 1995, existe en promedio 1.4 sucres para pago de interés por cada sucre de deuda vigente. Es importante mencionar que por absorber una pérdida surgida en el ejercicio de 1993, la utilidad operativa de ese año baja notablemente, afectando la cobertura de intereses de 1993.

En 1995 como efecto del problema limítrofe y la falta de liquidez para cubrir pagos a los proveedores, se incrementan los intereses significativamente respecto de 1994, por tanto, el índice de cobertura de intereses baja en ese año.

- Índices de Rentabilidad

### Índice de Rentabilidad Global

Este revela parámetros, que para el promedio del período comprendido entre 1993 y 1995 son de 9.33%, para el período entre 1991 y 1995.

### Índice de Rentabilidad sobre el Patrimonio.

Este presenta una pérdida de 10.78% en 1993, la misma que, se dio por falta de cumplimiento oportuno de pagos de uno de sus mayores clientes, el Estado y fue absorbida por la empresa por medio de su patrimonio. En 1994 dicho índice se recuperó levemente a 2.29% y en 1995 se observa un leve decremento y se ubica en 2.25%.

Para analizar los índices financieros de la compañía CEPESA, se los clasificó en grupos, los cuales los estudiaremos a continuación.

### Índice de Solvencia

Este índice, no hace más que corroborar parte de la situación antes expuesta, es decir, la baja del índice de prueba ácida, no solo se debió a un incremento de los inventarios, sino también a un incremento de los pasivos, situación que se evidencia al caer el índice desde 1.5 en 1994 a 1.4 en 1995.

#### Índice de Capital de Trabajo Neto.

Se muestra positivo durante todo el período de análisis, pese a que se redujo entre 1994 y 1995, como producto de un incremento del pasivo corriente mayor al de los activos corrientes.

- Índices de Liquidez

#### Índice de Prueba Ácida

El promedio del período (5 años) reflejó un índice de 0.85 lo que significa que por cada sucre que adeude la empresa, se podrá disponer en forma inmediata de 0.85 para hacer frente al pasivo corriente, pero sin tomar en cuenta los inventarios.

Revisando la prueba ácida, se nota que ésta baja notablemente entre 1991 y 1992, como producto del aumento de

los pasivos corriente casi en un 160% del valor mantenido en 1991 (4.813 millones de sucres) a 1992 (12,277 millones de sucres), al incrementarse sobre todo las obligaciones por pagar a bancos.

Entre 1994 y 1995, el índice baja considerablemente de 0.89 a 0.74; este cambio se da por cuanto se incrementaron: los activos corrientes en cerca de 1%, los pasivos corrientes en 9.4% y los inventarios en 18.2%. Esto hace que el índice se deteriore. Es importante mencionar que las unidades de inventario no se incrementaron considerablemente, sino que al ser éstos en su mayoría productos importados, sufrieron alteraciones debido a un efecto del tipo de cambio.

- Índices de Endeudamiento

#### Índice de Endeudamiento

Este índice se mantiene en un promedio de 0.6, lo cual quiere decir que el 60% de los activos de la empresa está financiado por recursos ajenos. La estructura de financiamiento de la empresa ha variado muy poco en los últimos cinco años y

presenta un leve incremento de 1 punto porcentual entre 1994 y 1995, puesto que fue entre estos dos años que se redimió parte de los intereses de la primera emisión contratada y la totalidad del principal en 1995.

- Índices de Capacidad de Pago

#### Índice de Cobertura de Intereses

La aplicación de este índice revela que entre 1991 y 1994 existe un promedio de 1; es decir, por cada sucre de deuda, la empresa cuenta con 1 sucre para hacer frente al pago de los intereses.

El año 1995 muestra un índice negativo de -0.09, que se origina en la gestión operativa del mismo año, que generó una pérdida de 655,35 millones de sucres debido al problema bélico que provocó una reducción en volúmenes de ventas (puesto que éstas no se desarrollaron de acuerdo a las estimaciones, lo que produjo un aumento de los inventarios durante este período), un incremento de los intereses y una reducción de los márgenes de utilidad.

Por otro lado, la empresa tiene una carga de gastos fijos alta e inflexible con respecto a las ventas. Adicionalmente la necesidad de fondos externos para financiar el flujo de fondos operativos y de inversión y el incremento de las tasas de interés en el sistema financiero, hacen de los gastos financieros una carga muy pesada para la compañía.

- Índices de Rentabilidad

#### Índice de Rentabilidad Global

Presenta márgenes que en promedio son de 9.43% para el período entre 1991 y 1994.

#### Índice de Rentabilidad sobre el Patrimonio

El índice de Rentabilidad sobre el Patrimonio presenta un promedio de 7.7% para el mismo período. En este punto es importante mencionar que la pérdida generada en el ejercicio de 1995, se pone en evidencia tanto en el índice de Rentabilidad Global (-2,32%), como en el índice de Rentabilidad sobre el Patrimonio (-4.94%). Las causas de dicha pérdida, se explicaron anteriormente, al analizar el índice de Cobertura de Intereses.

Pese a la pérdida generada en 1995, la empresa obtuvo una Calificación de Riesgo de A, para su tercera emisión de obligaciones autorizada el 8 de agosto de 1995

La Calificación de Riesgo A corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero aquella es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en la economía.

También hay que destacar que en 1995, el flujo obtenido de clientes fue menor al efectivo pagado a proveedores y empleados. En 1994 ocurrió algo similar, pero la diferencia disminuyó. Existe también un flujo de inversión negativo, que se debe a la compra de activos fijos y al incremento de inversiones permanentes; estos flujos negativos de caja fueron cubiertos por el incremento de financiamiento externo a través de la emisión de obligaciones por 3.000 millones de sucres y la liquidación de las inversiones de largo plazo por 2.907 millones. Adicionalmente se cancelaron 1.596 millones de sucres por concepto de créditos bancarios.

En 1995, el Costo de Ventas no disminuyó en relación a las ventas, ya que los costos se mantuvieron o incrementaron y la competencia del mercado impidió subir los precios, con la consiguiente disminución del margen bruto.

Para analizar los índices financieros de la compañía ARTEFACTA, se los clasifíco en grupos, los cuales los estudiaremos a continuación.

#### Índice de Solvencia

El cálculo de este índice afirma lo antes mencionado, es decir, el incremento del índice de prueba ácida se debió a un incremento de los activos corrientes en mayor medida que el incremento de los pasivos corrientes, situación que se evidencia al subir el índice de 1.33 en 1994 a 1.76 en 1995.

#### Índice de Capital de Trabajo Neto

Es positivo durante todo el período de análisis. Se ha duplicado (aproximadamente) entre 1993 y 1994 y se ha triplicado entre 1994 y 1995, como producto de un incremento del activo corriente en mayor proporción que los pasivos corrientes.

- Índices de Liquidez

### Índice de Prueba Ácida

Presenta en promedio (5 años), un índice de 1.06; es decir por cada sucre que adeude la empresa, se podrá disponer en forma inmediata de 1.06 sucres para hacer frente al pasivo corriente, pero sin tomar en cuenta los inventarios.

Hay que mencionar que el índice baja entre 1993 y 1994, como producto de que los pasivos corrientes aumentan casi en el 143% del valor expuesto para 1993 (20.566 millones de sucres) a 1994 (49.850 millones de sucres), al incrementarse abruptamente la cuenta Otros Pasivos Corrientes, de 1.720 millones en 1993 a 41.285 millones de sucres en 1994

Entre 1994 y 1995, el índice sube 0.96 a 1.38; este cambio se origina en el incremento de activos corrientes en cerca de 93.8%, de los pasivos corrientes en 47.32% y de los inventarios en un 49.1% que hace que el índice aumente.

- Índices de Endeudamiento

## Índice de Solidez

Este se mantiene en un promedio de 0.86, lo que significa que el 86% de los activos de la empresa está financiado por recursos ajenos, de modo que el riesgo financiero de la empresa es alto, pues la participación del activo total en el financiamiento del activo total, lo es; de ello se desprende que el margen de garantía y seguridad para los acreedores actuales y potenciales es menor, y tiene una escasa capacidad de endeudamiento adicional.

- Índices de Capacidad de Pago

### Índice de Cobertura de Intereses

Entre 1991 y 1994, muestra un promedio de 0.14; significando que por cada sucre de deuda, la empresa cuenta con 0.14 sucres para hacer frente al pago de los intereses.

En el año de 1995, tenemos un índice negativo de -0.14. el cual proviene de la gestión operativa de 1995, que generó una pérdida en operación de 22.83 millones de sucres, a causa del problema bélico que provocó una reducción en volúmenes de

ventas, un incremento de los intereses y una reducción de los márgenes de utilidad.

- Índices de Rentabilidad

#### Índice de Rentabilidad Global

Su cálculo reveló márgenes que en promedio (entre 1991 y 1993) son de 4%. Para el período entre 1994 y 1995, muestra negativos de -0.21% y -1.73%, como producto de la pérdida operativa de 1994 y 1995, de 142.15 millones de sucres y 2.283,78 millones de sucres respectivamente.

#### Índice de Rentabilidad sobre Patrimonio

Presenta un promedio de 26.11% para todo el período. Entonces, la pérdida generada en el ejercicio de 1994 y 1995, se pone en evidencia tanto en el índice de Rentabilidad Global (-0.21% y -1.73%), cuanto en el índice de Rentabilidad sobre el Patrimonio (18.35% y 12.23%), por cuanto el índice baja desde 45.98% en 1992 a 19.6% en 1993, a 18.35% en 1994 y a 12.23% en 1995. Las causas de dicha pérdida, se explicaron anteriormente, al analizar el índice de cobertura de intereses.

Además a pesar de la pérdida generada en 1995, la empresa obtuvo una Calificación de Riesgo de A, para su tercera emisión de obligaciones autorizada el 8 de agosto de 1995. Tal situación se dio por cuanto la garantía de la empresa fue específica y consistente en un aval otorgado por el Lloyd's Bank.

La Calificación de Riesgo de A, corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero aquella es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenece y en la economía.

Como conclusión general, podemos mencionar el hecho de que por medio del análisis costo-beneficio efectuado, se desprende que las empresas emisoras de obligaciones, obtuvieron beneficios importantes, a más de la ventaja en términos financieros, obtuvieron ventajas tales como promoción de las empresas en el ámbito financiero-bursátil, puesto que el hecho de emitir obligaciones hace que las empresas sean consideradas como muy solventes y a la vanguardia en la búsqueda de mecanismos de financiamiento empresarial, que la gestión de sus gerentes sean consideradas como acertadas y den a los inversionistas aquella

percepción de seguridad y transparencia que persigue un mercado de valores eficiente.”<sup>26</sup>

## CONCLUSIONES

### Conclusiones Generales

El mercado de capitales juega un papel necesario en la transferencia del ahorro hacia la inversión, debido a que:

- No necesariamente tiene que haber coincidencia temporal y/o espacial de oferentes y demandantes de recursos.
- Los ahorradores netos quieren colocar sus recursos por plazos cortos, mientras que los inversionistas buscan recursos de largo plazo.
- Los ahorradores individuales disponen generalmente de pequeños excedentes. Por otra parte, los inversionistas requieren de sumas mayores para emprender sus proyectos.
- El mercado de capitales provee un conjunto de mecanismos donde los anteriores inconvenientes son subsanados en mayor o menor grado de acuerdo con su nivel de desarrollo. En particular, realiza las siguientes labores fundamentales:

1. Aglomera los recursos de los ahorradores, de forma tal que proyectos de inversión que exceda la capacidad de ahorro de un individuo pueda llevarse a cabo.
2. Convierte los plazos, gracias a la captación de recursos de los ahorradores por medio de instrumentos de corto plazo y la colocación de recursos de largo plazo entre los inversionistas.
3. Reduce los costos de transacción al existir economías de escala en la movilización de recursos.
4. Reduce los riesgos mediante la oferta de instrumentos líquidos a los ahorradores y la provisión de herramientas de cobertura, aseguramiento y diversificación para los inversionistas.

#### Conclusiones del Entorno

- Bajo el actual entorno económico del país es difícil que se cuente con mecanismos de financiamiento de mediano y largo plazo, ya que los recursos que captan los intermediarios financieros de los inversionistas, no son colocados en los plazos requeridos, de lo que se deduce que bajo el actual esquema no puede existir un calce (“matching”) perfecto entre los fondos captados y los fondos colocados. Desde este punto de vista, la emisión de obligaciones cambia dicha estructura de créditos a la que tradicionalmente acceden los empresarios,

pues se incentivaría a los mismos a emitir este tipo de títulos, que serán demandados por inversionistas, no necesariamente institucionales generando una mayor profundidad del mercado en cuanto a emisores y títulos se refiere, lo que permitiría dinamizar un mercado de valores poco desarrollado y dentro de ello un mercado de capitales aún incipiente.

- En el sector empresarial ecuatoriano existe una gran concentración de ingresos, patrimonio y activos, pues desde 1996 las 1000 empresas más grandes del país concentraron el 74,8% de los ingresos, 80,5% del patrimonio y el 75,1% de los activos del universo empresarial; porcentajes que se situaron a niveles similares a los registrados en el año 1993, que fueron 77%, 80% y 77% respectivamente.
- El sector societario ha sido tradicionalmente cerrado, pues entre 1993 y 1995 se conserva la misma estructura de constitución de las empresas.
- El mecanismo de emisión de obligaciones es creada para incentivar la inversión productiva del sector societario, otorgando mayores plazos y menores costos que las tradicionales formas de financiamiento. Sin embargo, dicho

mecanismo no cumplió con los objetivos iniciales por los cuales fue creado. Contradictoriamente, es el sector financiero el que ha aprovechado de mejor forma tal mecanismo. Fundamentalmente las razones son: En primer término, tenemos que las empresas deben cumplir con ciertos requerimientos exigidos por la Ley, como la Calificación de Riesgo a la que deben sujetarse, requisito no exigible para las instituciones financieras, ahorrándoles un costo significativo y, en segundo lugar, tenemos que los bancos no encajan sobre los montos captados vía emisión de obligaciones lo cual abarato su costo de fondeo.

- Los adquirientes de las obligaciones son por lo general instituciones del sistema financiero, lo cual se ha evidenciado en las ocho emisiones de las cuatro empresas realizadas; no existe alguna persona natural o jurídica perteneciente al sector mercantil que haya accedido a tales emisiones. En el caso de CEDAL, los adquirientes fueron el Banco Popular y el Banco del Pacífico; en el caso de LIFE, el Banco del Pichincha, Consolidado, Amazonas y Pacífico en las dos emisiones analizadas; CEPESA, por su parte, tuvo como adquirientes al Banco del Pacífico, Popular, Lloyd's, Pichincha, de Colombia,

Seguros Equinoccial; y finalmente en ARTEFACTA, Lloyd's Bank en la totalidad de sus dos emisiones.

- Se puede apreciar que, las empresas sujetas a estudio emitieron sus títulos-valores a un plazo promedio de 367 días, ya que de esta forma se volvieron más atractivos para sus inversionistas, por el hecho de volverlo exento del 8% a los rendimientos financieros y no incluirlos dentro de la renta global para el cálculo del impuesto a la renta.
- Las empresas en estudio colocaron sus emisiones con premio o a la par. Así tenemos que CEDAL logró colocar su emisión con un 5,6% de premio; LIFE con un 3,6% de premio en su segunda emisión y con un 5,6% en la tercera emisión; CEPESA, con un 6,9 de premio en su primera emisión, 3,6% en la segunda emisión y a la par en la tercera emisión que realizó; y, finalmente ARTEFACTA, colocó la primera emisión con 1,7% de premio y con 0,02% en la segunda emisión. Esto se debe básicamente a dos factores: El primero de ellos hace referencia a la Calificación de Riesgo obtenida por los emisores, ya que ninguna de las empresas en estudio obtuvo una calificación baja de A, lo que determino la solvencia y capacidad de pago de las mismas. El segundo factor determina que las empresas

sujetas a estudio emitieron sus títulos-valores a un plazo promedio de 367 días, ya que de esta forma se volvieron más atractivos para sus inversionistas, por el hecho de volverlo exento del 8% a los rendimientos financieros y no incluirlos dentro de la renta global para el cálculo del impuesto a la renta.

## GLOSARIO DE TERMINOS

- ACCION.- Título de propiedad que indica que el tenedor es dueño de una parte alícuota del patrimonio de una empresa que puede ser una sociedad anónima, en comandita por acciones, y/o de economía mixta. Una acción otorga a sus titulares derechos que pueden ser ejercidos colectiva o individualmente.
- ACCIONES COMUNES.- Títulos ordinarios que dan propiedad a su tenedor de una parte de cuota patrimonial.
- ACCIONES PREFERENTES.- Títulos que emiten las empresas para captar recursos corporativos, los tenedores poseen el derecho al pago preferente de dividendos antes que los accionistas comunes.
- APALANCAMIENTO FINANCIERO.- Utilización de la deuda para aumentar la rentabilidad esperada del capital propio. Relación entre deuda a largo plazo y capital total. Se la conoce como leverage.
- BANCO MUNDIAL.- Organismo creado para financiar la reconstrucción del mundo devastado por la II Guerra Mundial. El BM contribuye a reducir la pobreza y mortalidad infantil a través de otorgar préstamos a sus países miembros.
- BONO U OBLIGACION.- Títulos emitidos por las compañías anónimas y de

responsabilidad limitada, con la autorización de la Superintendencia de Compañías. No puede exceder de cierto porcentaje del capital pagado y reservas. Constituyen deudas de la compañía con los tenedores, que están amparados por garantías generales o específicas, según lo determine la autoridad en cada caso.

- CALIFICACION DE RIESGO.- Evaluación sobre la capacidad de un emisor para hacer frente a sus obligaciones, dividendos, intereses y capital, en los plazos previstos.
- CAPM.- Capital Asset Pricing Model. Modelo de valoración de activos de capital.
- CASA DE VALORES.- Compañía de intermediación de valores en el mercado bursátil. Para desarrollar su actividad debe ser miembro de una bolsa de valores.
- CONSEJO NACIONAL DE VALORES.- Organismo ecuatoriano dependiente de la Superintendencia de Compañías creada mediante Ley No 31 de mayo de 1993, que tiene la función de regular el funcionamiento del Mercado Público de Valores.
- COTIZACION.- Precio registrado en una bolsa cuando se realiza una negociación de títulos.
- COVEX.- Compañías operadoras de valores extrabursátiles, ecuatorianas, bajo mecanismos de transacciones extrabursátiles.
- ECU-INDEX.- Índice bursátil a nivel nacional que emite la Bolsa de valores de

Quito.

- FOLLETO DE EMISION.- Resumen de la memoria de inscripción para la emisión de títulos. Proporciona información, especialmente, sobre las características del emisor, de la empresa.
- MERCADO DE CAPITALES.- Mercados financieros para la negociación de títulos a largo plazo relacionados fuertemente con acciones.
- MERCADO DE VALORES.- Mecanismos y lugar para motivar las negociaciones y transacciones bursátiles y/o extrabursátiles.
- MULTINDEX.- Índice bursátil de las principales acciones negociadas en el mercado ecuatoriano. Compara con la estructura de capitalización vigente a diciembre de 1993. El valor base fue de 100.
- PORTAFOLIO.- Es una combinación de varios activos financieros con el propósito de obtener diversificación. También se denomina cartera de inversiones.
- RAZONES FINANCIERA.- también conocidas como índices financieros o ratios financieros.
- REGISTRO DEL MERCADO DE VALORES.- En este se inscribe toda la información pública referente a los títulos-valores, emisores, bolsas de valores,

METEX, casas de valores y demás documentos relacionados.

- SUPERAVITARIAS, UNIDADES.- Personas naturales o jurídicas que tienen ahorros financieros para invertir. Ahorristas, inversionistas y prestamistas.
- TASA ACTIVA.- Tipo de interés que cobran las instituciones financieras por conceder préstamos.
- TASA PASIVA.- Todo tipo de interés que pagan las instituciones financieras por las captaciones o depósitos monetarios.
- TIR.- Tasa interna de retorno, tasa interna de rentabilidad, tasa de descuento al cual el VAN de un proyecto sería igual a cero.
- TITULO.- O valor. Documento negociables que acredita derechos a su dueño y otorga obligaciones al emisor del mismo.
- VALOR ACTUAL (VA).- Suma de los flujos de tesorería descontados a una tasa de rentabilidad (TIR). Sirve para el cálculo del VAN.
- VALOR ACTUAL NETO (VAN).- Resulta de sustraer el valor actual de los beneficios de un proyecto, el valor actual de las inversiones.
- VALOR A LA PAR.- A valor nominal. Valor del título que está escrito en el

correspondiente documento.

- **VARIANZA.**- Medida de variabilidad estadística. Medida de los cuadrados de las desviaciones con respecto al valor esperado.

## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Banco Central del Ecuador, Memoria Anual 1996. Imprenta del Banco Central, septiembre de 1997.

Bolsa de Valores de Guayaquil. Capital. Guayaquil: Imprenta BVG, 1997.

Bolsa de valores de Quito. Qompendiun'97. Quito: Offset, 1997.

Bolsa de Valores de Quito. La subasta bursátil. Quito: Poligráfica, 1998.

Brealey, Richard y Stewart Myers. Principios de Finanzas Corporativas. España: McGraw Hill, 1994.

Corporación de Estudios y Publicaciones. Ley de Mercado de Valores (Reglamentos). Quito: nm, marzo de 1996.

Larrea Arregui Mauricio. El Mercado de Valores. Tesis de la PUCE.

Larrea Ontaneda Diva. Emisión de obligaciones y acciones en el sector textil. Tesis de la PUCE.

Montalvo Mariana. Introducción al mundo del Mercado de Capitales. Quito: Editorial IMPRIMA, febrero de 1998.

Puente Carlos. Análisis costo-beneficio del mecanismo de emisión de obligaciones vs. el crédito corporativo como medio de financiamiento para las empresas: analisis de casos en empresas que han amortizado sus pagos período 1993-1994. Quito: Sin editorial. 1997.

Serrano Javier, Mercados Monetarios y de Capitales. Bogotá: Una empresa docente, 1989.

Superintendencia de Compañías. Anuarios Estadísticos. Quito: Imprenta de la Superintendencia de Compañías, 1998.

Diversos números del suplemento Gaceta Societaria revista emitida por la Superintendencia de Compañías.

Superintendencia de Compañías. Balances de compañías sujetas al estudio.

Prospectos para la emisión de obligaciones de las empresas en estudio.

Ponce Palkacios, Folleto introductorio al Mercado de Capitales. Quito: Sin editorial, mayo 1998, (UISEK).

## NOTAS

<sup>1</sup> DEBENTURE.- Bonos sin garantía, títulos de deuda para financiar proyectos de inversión

<sup>2</sup> Modalidad a explotar en el Mercado de Capitales Ecuatoriano.

<sup>3</sup> Ponce Palkacios, Folleto introductorio al Mercado de Capitales. Quito: Sin editorial, mayo 1998, (UISEK).

<sup>4</sup> Reglamento para la emisión de obligaciones (CNV-94-005. RO 404: 22-III-1994)

<sup>5</sup> Existe una exoneración tributaria de la exclusión o la dispensa legal de la obligación tributaria, establecidas por razones de orden público, económico o social.

<sup>6</sup> Para más referencias ver: Capítulo I (Aspectos Generales); Capítulo IV (De las obligaciones convertibles en acciones) y Capítulo V (Obligaciones especiales o papel comercial) del Reglamento para la Emisión de Obligaciones (No. CNV-95-005).

<sup>7</sup> Corporación de Estudios y Publicaciones, Manual Legal para el Empresario. Quito: Ediciones Legales, marzo 1998, Tomo II, página 1435 - 1440.

<sup>8</sup> METEX.- Son las compañías anónimas miembros de un mecanismo de transacciones extrabursátiles, cuyo objetivo exclusivo es la cotización de actividades de intermediación en el mercado extrabursátil. Se rigen por las normas generales para las

casas de valores.

<sup>9</sup> Montalvo Mariana, Introducción al mundo del Mercado de Capitales. Quito: Editorial IMPRIMA, febrero de 1998, Tomo I, página 69.

<sup>10</sup> Bolsa de Valores de Quito, La subasta bursátil. Quito: Editorial Poligráfica, 1998, página 2.

<sup>11</sup> La Ley del Seguro Social Obligatorio le faculta al IESS la realización de la inversión no privada de los recursos de sus afiliados a través de las bolsas.

<sup>12</sup> Dado a través del Título II (Régimen Monetario Interno), en el Capítulo I (Unidad de medida). Añadido en el Artículo 3 de la mencionada Ley (31. RO-S 199: 28-V-1993).

<sup>13</sup> La Ley de Mercado de Valores, la Ley de Régimen Tributario Interno y sus Normas Complementarias tratan de dar impulso al mercado de valores con diferentes beneficios.

<sup>14</sup> Puente Carlos, Análisis costo-beneficio del mecanismo de emisión de obligaciones vs. el crédito corporativo como medio de financiamiento para las empresas: analisis de casos en empresas que han amortizado sus pagos período 1993-1994. Quito: Sin editorial. 1997, página 53.

<sup>15</sup> Pero, se requiere un control eficiente del CNV, para evitar que se den casos de grupos económicos, que compren sus propias emisiones, a nombre de terceros, con el objeto de

tomar ventajas de los dos tipos de incentivos.

<sup>16</sup> Feldstein y Bachetta (1991) encontraron resultados similares con una muestra de 23 países para el período 1974 - 1986. Otros estudios tampoco pueden rechazar la presencia de un coeficiente de dependencia unitario. Esto es cierto para las regresiones de corte transversal entre países (Feldstein (1983), Dooley, Frankel y Mathieson (1987), y Tesar (1991)), así como los trabajos de series de tiempo para los Estados Unidos (Obstfeld (1988) y Frankel (1989)). En Cárdenas (1992) se estima la ecuación anterior para 81 países en desarrollo durante el período 1960 - 1987. A diferencia de lo que ocurre en los países desarrollados, los resultados no permiten establecer una correlación positiva y significativa entre el ahorro interno y la inversión. De hecho, un intervalo del 99% de confianza (3 desviaciones estándar) cubre el rango 0.18 - 0.60 en el subperíodo 1974 - 1981 para el cual dicho período de pendiente es mayor.

<sup>17</sup> Sin embargo, la existencia de alta correlación entre el ahorro nacional y la inversión no es, de ninguna manera, una prueba a favor de la inmovilidad de capitales entre países. La literatura para países desarrollados ofrece una gama de modelos capaces de producir movimientos paralelos en la inversión y el ahorro como respuesta a shocks exógenos. Imperfecciones en los mercados, particularmente en el contexto de la movilidad laboral y el comercio internacional, puede explicar la casi perfecta correlación entre el ahorro y la inversión domésticos, aún en presencia de una plena movilidad de capital entre países. más aún, incluso bajo mercados casi perfectos es posible reconciliar dicha correlación con la presencia de mercados de capitales internacionales competitivos cuando shocks tecnológicos ocurren de una manera simultánea entre países.

<sup>18</sup> Estos modelos han sido incorporados en modelos desarrollados por Dixit (1989, 1991, 1992), Pindyck (1988, 1991, 1993), Caballero (1993), Bertola y Caballero (1991). Una síntesis de esta literatura se encuentra en Dixit y Pindyck (1993). Estimaciones empíricas se encuentran en Pindyck y Solimano (1993), Ferderer (1993) y Leahy y Whited (1995).

<sup>19</sup> El acto de invertir es comparable con una opción de compra de un título o activo (call option). Una vez ejercida la opción de compra, el activo puede venderse pero se pierde la oportunidad de ejercer en un momento más adecuado (lo cual acarrea un costo de oportunidad).

<sup>20</sup> Banco Mundial, “Informe de la Misión de Estudios del Mercado de Capitales”, mayo de 1996, Bogotá, página 33.

<sup>21</sup> Superintendencia de Compañías, Anuario Estadístico 1998, Volúmen XXX, marzo de 1998, Quito, página 41.

<sup>22</sup> Ibid

<sup>23</sup> Referencia tomada del artículo publicado por el Ec. Marcelo merlo Jaramillo en el diario El Telégrafo, 1996.

<sup>24</sup> Entiendase como informantes, aquellas que presentan estados financieros con carácter anual a la Superintendencia de Compañías.

<sup>25</sup> Según el Anuario Estadístico de 1998, preparado y editado por la Superintendencia de Compañías.

<sup>26</sup> Puente Carlos, Análisis costo-beneficio del mecanismo de emisión de obligaciones vs. el crédito corporativo como medio de financiamiento para las empresas: analisis de casos en empresas que han amortizado sus pagos período 1993-1994. Quito: Sin editorial. 1997, páginas 111 - 160.

# **CUADROS ANEXOS**

**CEDAL**

# CORPORACION ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A. CEDAL

## (Cuarta Emisión de Obligaciones)

**CUPO MAXIMO PARA EMISION**  
(En millones de sucres)  
( a Julio de 1993)

RUBRO	MONTO
ACTIVOS TOTALES	22.532,68
ACTIVOS GRAVADOS	0
ACTIVOS LIBRES	22.532,68
ACTIVOS DIFERIDOS	2.663,14
DISPONIBLES	19.869,54
CUPO MAXIMO (80%)	15.895,64
RELACION DE LA EMISION FRENTE AL CUPO MAXIMO	6%

**ESTADO DE COLOCACION DE LA EMISION**  
( En millones de sucres)

COMPRADOR	VALOR NOMINAL	PREMIO		PRECIO (%)
		(S/)	(%)	
BANCO POPULAR	300	16,4	5,5%	105,5%
BANCO PACIFICO	600	34,4	5,7%	105,7%
<b>TOTAL</b>	<b>900</b>	<b>50,8</b>	<b>5,6%</b>	<b>105,6%</b>

**CARACTERISTICAS DE LA EMISION**

AUTORIZACION	16-Sep-93
MONTO (millones) AUTORIZADO	900
NUMERO DE OBLIGACIONES	del 01 al 90 inclusive
VALOR NOMINAL	10 millones
SERIE	D
GARANTIA	GENERAL**
PLAZO (días)	180
CALIF. DE RIESGO	NP***
AGENTE PAGADOR	BANCO DE LA PRODUCCION
REPRESENTANTE DE LOS OBLIGAC.	DR. SANTIAGO CORNEJO
DESTINO DE LOS RECURSOS	CAPITAL DE TRABAJO
COLOCACION	EXTRABURSATIL

**TASAS PACTADAS PARA EL PAGO DE INTERESES DE LA EMISION DE OBLIGACIONES**

FECHAS		TASA PACTADA	INTERES PAGADO	TOTAL PAGADO
INICIO	PAGO DE INTERES	(%)	(en millones)	(INT+K)* (en millones)
22-Sep-93	21-Mar-94	40,00%	180	1080

(\*) El 21 de Marzo de 1994 se canceló los intereses correspondientes al período, más la totalidad del capital

(\*\*) Ver cuadro de cupo máximo para emisión

(\*\*\*) No existió Calificación de Riesgo, puesto que el reglamento de Calificación está vigente desde el 9 de Junio de 1994

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Cías.

ELABORACION: El Autor

**CUADRO DE AMORTIZACION DEL CREDITO BANCARIO CORPORATIVO DE CEDAL  
(CUARTA EMISION)**

PLAZO DEL PRESTAMO (días)	NUMERO DE CUOTAS AÑO	TASA INTERES	TASA DE IMPUESTOS UNICO - SOLCA	CUOTA A PAGAR	MONTO SOLICITADO	MONTO OTORGADO DEDUCIDO EL 2.6%
180	2		2,60%		900,00	876,60
1ERA AMORTIZACION		58,00%		580,500		
2DA AMORTIZACION		36,75%		503,044		

TASA DE INTERES	NUMERO DE CUOTA	SALDO INSOLUTO ADEUDADO	CAPITAL PAGADO	CAPITAL PAGADO INCLUIDO 2.6%	INTERES PAGADO	CUOTA NETA PAGAR
58,00%	1	900,00	450,00	450,00	130,50	580,50
36,75%	2	450,00	450,00	461,70	41,34	503,04
		0,00				
<b>TOTAL</b>	<b>TOTAL</b>		<b>900,00</b>	<b>911,70</b>	<b>171,84</b>	<b>1.083,54</b>

**FLUJOS DE INGRESOS Y EGRESOS  
DEL CREDITO CORPORATIVO BANCARIO\***

FLUJO INICIAL (INGRESO)	876,60
FLUJO DE PAGO 1	-580,50
FLUJO DE PAGO 2	-503,04

TIR	15,8%
TIR NOMINAL ANUALIZADA	63,1%

(\*) Ver Anexo ampliado en el cuadro correspondiente a la "Simulación del Crédito Corporativo Bancario"

ELABORACION: El Autor

CUADRO ANEXO N°. 3  
**CORPORACION ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A (CEDAL)**  
*(Cuarta Emisión de Obligaciones)*

**Costo Financiero Bancario (Simulación)**

**INFORMACION GENERAL**

BANCO CONTRA EL CUAL SE COMPARO LA TASA DE INTERES NUMERO DE CUENTA CORRIENTE QUE MANTIENE EN EL BANCO CALIFICACION DE RIESGO OBTENIDA	POPULAR 001-0056993 NP*
SUBASTA PRIVADA TASA DE INTERES MONTO SOLICITADO DEL PRESTAMO (en millones de sucres) PLAZO DE LA EMISION (en días)	40% 900 180

COSTO FINANCIERO BANCARIO (SIMULACION)	DIAS	FECHA EN LA QUE SE PAGA EL CREDITO	FECHA EN LA QUE SE PAGA EL CREDITO	TASAS OFERTADAS POR EL BANCO	2,6 % PARA SOLCA E INNFA* (2% PARA SOLCA) (0.599% PARA EL INNFA)	MONTO EMBOGADO REAL (millones de sucres)
TASA QUE OFERTA EL BANCO AL MOMENTO DE SOLICITAR EL CREDITO	0	22-Sep-93	21-Dic-93	58,00%	2,60%	876,60
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 90 DIAS	90	21-Dic-93	21-Mar-94	36,75%		

	DIAS	INGRESOS (+) EGRESOS (-) (millones de \$)	COSTO DEL K NOMINAL ANUAL (TIR NOMINAL)	COSTO DEL K EFECTIVO ANUAL (TIR EFECTIVO)	TASA DESPUES DE IMPUESTOS Y PARTICIPACION LABORAL (ESCUDO FISCAL)
MONTO EFECTIVO OBTENIDO LUEGO DE DEDUCIR EL 2.6% DE IMPUESTOS	0	876,60	63,14%	79,72%	50,82%
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 90 DIAS DEL CREDITO AL 58% (AMORTIZADO)	90	-580,50			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 180 DIAS DEL CREDITO AL 36,75% (AMORTIZADO)	180	-503,04			

\* El impuesto del 2,6% se lo cobra en cada renovación del crédito, (cada 90 días, si es amortización trimestral).  
 Se lo suma a la cuota de capital a pagar, en cada amortización, y se lo calcula sobre el saldo de capital insoluto en cada renovación.

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística  
 ELABORACION: El Autor

CUADRO ANEXO N°. 4  
**CORPORACION ECUATORIANA DE ALUMINIO S.A (CEDAL)**  
 (Cuarta Emisión de Obligaciones)

**Costos de Emisión**

COSTO FINANCIERO DE LA EMISION (REAL)	DIAS	FECHA EN LA QUE SE COLOCA LA EMISION	FECHA EN LA QUE SE PAGA LA EMISION	TASA FIJA DEL 40% ANUAL	COSTO FINANCIERO TASA FIJA DEL 40% ANUAL	PREMIO PROMEDIO OBTENIDO EN COLOCACION	MONTO OBTENIDO (millones de dólares)	MONTO OBTENIDO (millones de sucres)
TASA FIJA DEL 40% (ANUAL) AL MOMENTO DE LA EMISION	0	22-Sep-93	21-Mar-94	40,00%	40,00%	5,64%	900	950,80

	DIAS	INGRESOS (+) EGRESOS (-) (millones de \$)	COSTO DEL K NOMINAL ANUAL (TIR NOMINAL)	COSTO DEL K EFECTIVO ANUAL (TIR EFECTIVO)	TASA DESPUES DE IMPUESTOS Y PARTICIPACION LABORAL (ESCUDO FISCAL)
MONTO OBTENIDO VIA SUBASTA (INCLUIDO PREMIO)		950,80			
MONTO OBTENIDO VIA SUBASTA (INCLUIDO PREMIO Y DEDUCIDOS COSTO EMISION)	0	939,60	29,89%	32,12%	20,48%
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 360 DIAS DE LA EMISION	180	-1080,00			

COSTOS DE EMISION VARIOS	COSTO (millones de \$)	COSTO COMO PORCENTAJE DEL MONTO NOMINAL COLOCADO
COSTO DE CALIFICACION DE RIESGO *	0,00	0,00%
COSTO DEL PROSPECTO DE OFERTA PUBLICA**	0,00	0,00%
COSTO DE ASESORIA Y OTROS	10,10	1,12%
COSTO DE COLOCACION, CORRETAJE DE LA BOLSA DE VALORES***	0,00	0,00%
COSTO DE NOTARIZACION	0,50	0,06%
COSTO INCURRIDO PARA PAGO AL REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS****	0,00	0,00%
COSTO INCURRIDO PARA EL AGENTE PAGADOR****	0,00	0,00%
<b>COSTO TOTAL INCURRIDO</b>	<b>10,60</b>	<b>1,18%</b>

(\*) No existió Calificación de Riesgo, puesto que el reglamento de Calificación está vigente desde el 9 de Junio de 1994

(\*\*) Lo realizó la empresa, por lo que no presenta gastos

(\*\*\*) La Colocación se realizó Extrabursátil

(\*\*\*\*) La empresa no presenta costos respecto de Representante de los Obligacionistas, ni del Agente Pagador

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Ctas.

ELABORACION: El Autor

**CUADRO ANEXO N°. 5  
EMISION DE OBLIGACIONES  
CASO "CEDAL (Cuarta Emisión)"**

**PERIODO: 22 DE SEPTIEMBRE DE 1993 - 21 DE MARZO DE 1994**

<b>PLAZO (DIAS)</b>	<b>COMPANIA EMISORA</b>	<b>MONTO DE LA EMISION (En millones de sucres)</b>	<b>FECHA DE AUTORIZACION DE LA EMISION</b>	<b>FECHA DE COLOCACION DE LOS TITULOS</b>	<b>CONDICIONES DE LA EMISION (TASA PACTADA)</b>	<b>COSTO DE CAPITAL PROMEDIO DESPUES DEL ESCUDO FISCAL (a)</b>
180	CEDAL	900	16-Sep-93	22-Sep-93	40,00%	20,48%

**SIMULACION SOBRE ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO  
SIMULACION DE UN CREDITO BANCARIO COMO ALTERNATIVA A LA EMISION DE OBLIGACIONES  
PERIODO: 22 DE SEPTIEMBRE DE 1993 - 21 DE MARZO DE 1994**

<b>PLAZO (DIAS)</b>	<b>COMPANIA QUE SOLICITA EL CREDITO</b>	<b>MONTO DEL CREDITO (En millones de sucres)</b>	<b>FECHA DE DESEMBOLSO DEL CREDITO</b>	<b>COSTO DE CAPITAL PROMEDIO DESPUES DEL ESCUDO FISCAL (b)</b>
180	CEDAL	900	22-Sep-93	50,82%

**SIMULACION SOBRE ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO  
SIMULACION DE UN CREDITO BANCARIO VERSUS LA EMISION DE OBLIGACIONES  
PERIODO: 22 DE SEPTIEMBRE DE 1993 - 21 DE MARZO DE 1994**

<b>PERIODO</b>	<b>TASA DE EMISION</b>	<b>TASA DEL BANCO</b>	<b>DIFERENCIA ENTRE LAS TASAS NOMINALES DEL BANCO Y LA DE EMISION</b>	<b>VENTAJA FINANCIERA NETA PARA LA EMISION (b - a)</b>
1ER TRIMESTRE	40,00%	58,00%	18,00%	
2DO TRIMESTRE	40,00%	36,75%	-3,25%	30,35%

*FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Cías.*

*ELABORACION: El Autor*

**CUADRO ANEXO N°. 6**

**COMPARACION DE LOS FLUJOS DE PAGOS  
SEMESTRALES CORRESPONDIENTES A INTERESES  
Y PRINCIPAL POR CONCEPTO DE EMISION DE OBLIGACIONES\*  
PERIODO: 22 DE SEPTIEMBRE DE 1993 - 21 DE MARZO DE 1994**

<b>EMPRESA</b>	<b>CEDAL</b>
<b>PLAZO (DIAS)</b>	<b>180</b>
<b>MONTO OBTENIDO VIA SUBASTA (INCLUIDO EL PREMIO)</b>	<b>950,80</b>
<b>FLUJO INICIAL O INGRESO NETO (deducidos costos de emisión)</b>	<b>939,60</b>
<b>FLUJO 1.º O EGRESO POR INTERÉS + PRINCIPAL</b>	<b>-1080,00</b>
<b>COSTOS VARIOS DE EMISION (como porcentaje del monto nominal emitido)</b>	<b>1,2%</b>
<b>COSTO PROMEDIO DEL CAPITAL (nominal anual) INCLUIDO LOS COSTOS DE EMISION</b>	<b>29,9%</b>
<b>COSTO PROMEDIO DEL CAPITAL (efectivo anual) INCLUIDO LOS COSTOS DE EMISION</b>	<b>32,1%</b>
<b>COSTO DEL CAPITAL (efectivo anual) INCLUIDO COSTOS DE EMISION Y DESPUES DEL ESCUDO FISCAL</b>	<b>20,5%</b>

(\*) El capital se amortiza al final del plazo pactado

*FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE.*

*Departamento de Oferta Pública, Superintendencia de Compañías.*

*ELABORACION: El Autor*

# LIFE

**CUADRO ANEXO N°. 7**  
**LABORATORIOS INDUSTRIALES FARMACEUTICOS ECUATORIANOS C.A. LIFE**  
**(Segunda Emisión de Obligaciones)**

**CUPO MAXIMO PARA EMISION**  
 (En millones de sucres)  
 ( a Diciembre de 1992)

RUBRO	MONTO
CAPITAL SOCIAL	3.500,00
RESERVA LEGAL	2.031,34
<b>TOTAL</b>	<b>5.531,34</b>
60% DEL CUPO MAXIMO DE LA EMISION	3.318,80
<b>CUPO AUTORIZADO</b>	<b>3.318,80</b>
RELACION DE LA EMISION FRENTE AL CUPO MAXIMO	45%

**ESTADO DE COLOCACION DE LA EMISION**  
 ( En millones de sucres)

NUMERO DE LOTE	COMPRADOR	VALOR NOMINAL	PREMIO		PRECIO (%)
			(S/)	(%)	
PRIMERO	BANCO PICHINCHA	500	14,9	3,0%	103,0%
SEGUNDO	BCO CONSOLIDADO	300	10,1	3,4%	103,4%
TERCERO	BCO CONSOLIDADO	300	12,5	4,2%	104,2%
CUARTO	IGNACIO PONCE	200	8,4	4,2%	104,2%
QUINTO	BANCO CONSOLIDADO	200	8,4	4,2%	104,2%
<b>TOTAL</b>		<b>1.500</b>	<b>54,3</b>	<b>3,6%</b>	<b>103,6%</b>

**TASAS PACTADAS PARA EL PAGO DE INTERESES DE LA EMISION DE OBLIGACIONES**

FECHAS		TASA T.A.R.B.C.E*	TASA PACTADA	INTERES PAGADO	TOTAL PAGADO
INICIO	PAGO DE INTERES	(%)	(%)	(en millones)	((INT+K)** (en millones)
16-Jul-93	14-Oct-93	50,31%	45,28%	169,80	169,80
14-Oct-93	12-Ene-94	36,96%	33,26%	124,74	124,74
12-Ene-94	12-Abr-94	38,95%	35,06%	131,46	131,46
12-Abr-94	11-Jul-94	34,85%	31,37%	117,62	1.617,62
<b>TOTAL</b>				<b>543,61</b>	<b>2.043,61</b>

(\*) T.A.R.B.C.E = Tasa Activa Referencial del Banco Central del Ecuador

(\*\*) El 11 de Julio de 1994 se canceló los intereses correspondientes al periodo, más la totalidad del capital

(\*\*\*) Ver cuadro de cupo máximo para emisión

(\*\*\*\*) No existió Calificación de Riesgo, puesto que el reglamento de Calificación está vigente desde el 9 de Junio de 1994

**CARACTERISTICAS DE LA EMISION**

AUTORIZACION	20-Mar-93
MONTO (millones)	
AUTORIZADO	1500
NUMERO DE OBLIGACIONES	del 01 al 150 inclusive
VALOR NOMINAL	10 millones
SERIE	B
GARANTIA	GENERAL***
PLAZO (días)	360
CALIF. DE RIESGO	NP****
AGENTE PAGADOR	ESFISA Estrategia Financ.
REPRESENTANTE DE LOS OBLIGAC.	FOFISA Fondo Ecu. Invers.
DESTINO DE LOS RECURSOS	CAPITAL DE TRABAJO
COLOCACION	EXTRABURSATIL

**FUENTE:** Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Cias.

**ELABORACION:** El Autor

**CUADRO DE AMORTIZACION DEL CREDITO BANCARIO CORPORATIVO DE LIFE  
(SEGUNDA EMISION)**

PLAZO DEL PRESTAMO (días)	NUMERO DE CUOTAS AÑO	TASA INTERES	TASA DE IMPUESTOS UNICO - SOLCA	CUOTA A PAGAR	MONTO SOLICITADO	MONTO OTORGADO DEDUCIBLE EL 2.6%
360	4		2,60%		1.500,00	1.461,00
1ERA AMORTIZACION		60,00%		600,00		
2DA AMORTIZACION		49,00%		542,06		
3ERA AMORTIZACION		48,93%		486,24		
4TA AMORTIZACION		39,83%		422,09		

TASA DE INTERES	NUMERO DE CUOTA	SALDO INSOLUTO ADEUDADO	CAPITAL PAGADO	CAPITAL PAGADO INCLUIDO 2.6%	INTERES PAGADO	CUOTA NETA A PAGAR
60,00%	0	1.500,00	375,00	375,00	225,00	600,00
49,00%	1	1.125,00	375,00	404,25	137,81	542,06
48,93%	2	750,00	375,00	394,50	91,74	486,24
39,83%	3	375,00	375,00	384,75	37,34	422,09
	4	0,00				
<b>TOTAL</b>	<b>TOTAL</b>		<b>1.500,00</b>	<b>1.558,50</b>	<b>491,90</b>	<b>2.050,40</b>

**FLUJOS DE INGRESOS Y EGRESOS  
DEL CREDITO CORPORATIVO BANCARIO\***

FLUJO INICIAL (INGRESO)	1461
FLUJO DE PAGO 1	-600,00
FLUJO DE PAGO 2	-542,06
FLUJO DE PAGO 3	-486,24
FLUJO DE PAGO 4	-422,09

TIR	16,1%
TIR NOMINAL ANUALIZADA	64,5%

(\*) Ver Anexo ampliado en el cuadro correspondiente a la "Simulación del Crédito Corporativo Bancario"

ELABORACION: El Autor

CUADRO ANEXO N°. 9  
**LABORATORIOS INDUSTRIALES FARMACEUTICOS ECUATORIANOS C.A. LIFE**  
 (Segunda Emisión de Obligaciones)

**Costo Financiero Bancario (Simulación)**

INFORMACION GENERAL

BANCO CONTRA EL CUAL SE COMPARO LA TASA DE INTERES	FILANBANCO
NUMERO DE CUENTA CORRIENTE QUE MANTIENE EN EL BANCO	267376-0
CALIFICACION DE RIESGO OBTENIDA	NP*
SUBASTA PRIVADA	
EL INTERES SERA DEL 0,90 VECES LA TASA ACTIVA REFERENCIAL	
MONTO SOLICITADO DEL PRESTAMO (en millones de sucres)	1500
PLAZO DE LA EMISION (en dias)	360

COSTO FINANCIERO BANCARIO (SIMULACION)	DIAS	FECHA EN LA QUE SE PACTA EL CREDITO	FECHA EN LA QUE SE PAGA EL CREDITO	TASAS OFERTADAS POR EL BANCO	2,6 % PARA SOLCA E INNFA* (2% PARA SOLCA) (0,598% PARA EL INNFA)	MONTO REEMBOLSADO REAL (en millones de sucres)
TASA QUE OFERTA EL BANCO AL MOMENTO DE SOLICITAR EL CREDITO	0 - 90	16-Jul-93	14-Oct-93	60,00%	2,60%	1461,00
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 90 DIAS	90 - 180	14-Oct-93	12-Ene-94	49,00%		
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 180 DIAS	180 - 270	12-Ene-94	12-Abr-94	48,93%		
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 270 DIAS	270 - 360	12-Abr-94	11-Jul-94	39,83%		

	DIAS	INGRESOS (+) EGRESOS (-) (millones de \$)	COSTO DEL K NOMINAL ANUAL (TIR NOMINAL)	COSTO DEL K EFECTIVO ANUAL (TIR EFECTIVO)	TASA DESPUES DE IMPUESTOS Y PARTICIPACION LABORAL (ESCUDO FISCAL)
MONTO EFECTIVO OBTENIDO LUEGO DE DEDUCIR EL 2,6% DE IMPUESTOS	0	1461,00	64,54%	81,91%	52,22%
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 90 DIAS DEL CREDITO AL 60% (AMORTIZADO)	90	-600,00			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 180 DIAS DEL CREDITO AL 49% (AMORTIZADO)	180	-542,06			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 270 DIAS DEL CREDITO AL 48,93% (AMORTIZADO)	270	-486,24			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 360 DIAS DEL CREDITO AL 39,83% (AMORTIZADO)	360	-422,09			

\* El Impuesto del 2,6% se lo cobra en cada renovación del crédito, (cada 90 días, si es amortización trimestral).  
 Se lo suma a la cuota de capital a pagar, en cada amortización, y se lo calcula sobre el saldo de capital insoluto en cada renovación.

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual  
 ELABORACION: El Autor

CUADRO ANEXO N°. 10  
**LABORATORIOS INDUSTRIALES FARMACEUTICOS ECUATORIANOS C.A. LIFE**  
 (Segunda Emisión de Obligaciones)

**Costos de Emisión**

COSTO FINANCIERO DE LA EMISION (REAL)	DIAS	FECHA EN LA QUE SE COLOCA LA EMISION	FECHA EN LA QUE SE PAGA LA EMISION	T.A.R.B.C.E. REAJUSTABLE TRIMESTRALMENTE	COSTO FINANCIERO REAJUSTABLE TRIMESTRAL (0,9 * T.A.R.B.C.E)	PREMIO PROMEDIO OBTENIDO EN COLOCACION	MONTO OFERTADO (millones de dólares)	MONTO OBTENIDO (millones de dólares)
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL AL MOMENTO DE LA EMISION	0 - 90	16-Jul-93	14-Oct-93	50,31%	45,28%	3,62%	1500	1554,26
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 90 DIAS	90 - 180	14-Oct-93	12-Ene-94	36,96%	33,26%			
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 180 DIAS	180 - 270	12-Ene-94	12-Abr-94	38,95%	35,06%			
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 270 DIAS	270 - 360	12-Abr-94	11-Jul-94	34,85%	31,37%			

	DIAS	INGRESOS (+) / EGRESOS (-) (millones de \$)	COSTO DEL K NOMINAL ANUAL (TIR NOMINAL)	COSTO DEL K EFECTIVO ANUAL (TIR EFECTIVO)	TASA DESPUES DE IMPUESTOS Y PARTICIPACION LABORAL (ESCUDO FISCAL)
MONTO OBTENIDO VIA SUBASTA (INCLUIDO EL PREMIO)		1554,26			
MONTO OBTENIDO VIA SUBASTA (INCLUIDO EL PREMIO Y DEDUCIDOS COSTOS DE EMISION)	0	1539,19	33,47%	37,91%	24,17%
INTERES A PAGAR A LOS 90 DIAS DE LA EMISION	90	-169,80			
INTERES A PAGAR A LOS 180 DIAS DE LA EMISION	180	-124,74			
INTERES A PAGAR A LOS 270 DIAS DE LA EMISION	270	-131,46			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 360 DIAS DE LA EMISION	360	-1617,62			

COSTOS DE EMISION VARIOS	COSTO (millones de \$)	COSTO COMO PORCENTAJE DEL MONTO NOMINAL COLOCADO
COSTO DE CALIFICACION DE RIESGO*	0,00	0,00%
COSTO DEL PROSPECTO DE OFERTA PUBLICA**	0,00	0,00%
COSTO DE ASESORIA	10,00	0,67%
COSTO DE COLOCACION, CORRETAJE DE LA BOLSA DE VALORES***	0,00	0,00%
COSTO DE NOTARIZACION**	0,00	0,00%
COSTO INCURRIDO PARA PAGO AL REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS	2,00	0,13%
COSTO INCURRIDO PARA EL AGENTE PAGADOR	2,55	0,17%
<b>COSTO TOTAL INCURRIDO</b>	<b>14,55</b>	<b>0,97%</b>

(\*) No existió Calificación de Riesgo, puesto que el reglamento de Calificación está vigente desde el 9 de Junio de 1994

(\*\*) La Colocación se realizó Extrabursátil

(\*\*\*) La empresa no presenta costos respecto del Prospecto de Oferta Pública, ni de Notarización.

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Clas.

ELABORACION: El Autor

**CUADRO ANEXO N°. 11  
EMISION DE OBLIGACIONES  
CASO "LIFE (Segunda Emisión)"  
PERIODO: 16 JULIO DE 1993 - 11 JULIO DE 1994**

PLAZO (DÍAS)	COMPANIA EMISORA	MONTO DE LA EMISION (En millones de sucres)	FECHA DE AUTORIZACION DE LA EMISION	FECHA DE COLOCACION DE LOS TITULOS	CONDICIONES DE LA EMISION (TASA PACTADA)	COSTO DE CAPITAL PROMEDIO DESPUES DEL ESCUDO FISCAL (a)
360	LIFE (2DA EMISION)	1500	20-May-93	16-Jul-93	0.9 DE LA T.A.R.B.C.E	24,17%

**SIMULACION SOBRE ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO  
SIMULACION DE UN CREDITO BANCARIO COMO ALTERNATIVA A LA EMISION DE OBLIGACIONES  
PERIODO: 16 JULIO DE 1993 - 11 JULIO DE 1994**

PLAZO (DÍAS)	COMPANIA QUE SOLICITA EL CREDITO	MONTO DEL CREDITO (En millones de sucres)	FECHA DE DESEMBOLSO DEL CREDITO	COSTO DE CAPITAL PROMEDIO DESPUES DEL ESCUDO FISCAL (b)
360	LIFE (2DA EMISION)	1500	16-Jul-93	52,22%

**SIMULACION SOBRE ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO  
SIMULACION DE UN CREDITO BANCARIO VERSUS LA EMISION DE OBLIGACIONES  
PERIODO: 16 JULIO DE 1993 - 11 JULIO DE 1994**

PERIODO	TASA DE EMISION	TASA DEL BANCO	DIFERENCIA ENTRE LAS TASAS NOMINALES DEL BANCO Y LA DE EMISION	VENTAJA FINANCIERA NETA PARA LA EMISION (b - a)
1ER TRIMESTRE	45,28%	60,00%	14,72%	28,05%
2DO TRIMESTRE	33,26%	49,00%	15,74%	
3ER TRIMESTRE	35,06%	48,93%	13,88%	
4TO TRIMESTRE	31,37%	39,83%	8,47%	

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Clas.  
ELABORACION: El Autor

(Tercera Emisión de Obligaciones)

CUPO MAXIMO PARA EMISION  
(En millones de sucres)  
(a Diciembre de 1993)

RUBRO	MONTO
ACTIVOS TOTALES	17.807,57
ACTIVOS GRAVADOS	0
ACTIVOS LIBRES	17.807,57
ACTIVOS DIFERIDOS	0
DISPONIBLES	17.807,57
CUPO MAXIMO (80%)	14.246,06
RELACION DE LA EMISION FRENTE AL CUPO MAXIMO	14%

ESTADO DE COLOCACION DE LA EMISION  
( En millones de sucres)

NUMERO DE LOTE	COMPRADOR	VALOR NOMINAL	PREMIO		PRECIO (%)
			(S/)	(%)	
PRIMERO	AMAZONAS	250	10,5	4,2%	104,2%
SEGUNDO	PACIFICO	250	10,0	4,0%	104,0%
TERCERO	AMAZONAS	250	12,7	5,1%	105,1%
CUARTO	CONSOLIDADO	250	15,9	6,4%	106,4%
QUINTO	AMAZONAS	250	13,5	5,4%	105,4%
SEXTO	CONSOLIDADO	250	15,2	6,1%	106,1%
SEPTIMO	CONSOLIDADO	250	16,6	6,6%	106,6%
OCTAVO	AMAZONAS	250	15,0	6,0%	106,0%
TOTAL		2.000	109,4	5,5%	105,5%

TASAS PACTADAS PARA EL PAGO DE INTERESES DE LA EMISION DE OBLIGACIONES

FECHAS		TASA	TASA	INTERES	TOTAL PAGADO
INICIO	PAGO DE INTERES	T.A.R.B.C.E* (%)	PACTADA (%)	PAGADO (en millones)	(INT+K)** (en millones)
18-Ago-94	16-Nov-94	44,23%	35,38%	176,92	176,92
16-Nov-94	14-Feb-95	44,50%	35,60%	178,00	178,00
14-Feb-95	15-May-95	59,16%	47,33%	236,64	236,64
15-May-95	14-Ago-95	54,11%	43,29%	218,84	218,84
14-Ago-95	10-Nov-95	49,15%	39,32%	192,23	192,23
10-Nov-95	9-Feb-96	54,75%	43,80%	221,43	2.221,43
TOTAL				869,15	2.869,15

(\*) T.A.R.B.C.E = Tasa Activa Referencial del Banco Central del Ecuador

(\*\*) El 9 de Febrero de 1996 se canceló los intereses correspondientes al período, más la totalidad del capital

(\*\*\*) Ver cuadro de cupo máximo para emisión

(\*\*\*\*) No existió Calificación de Riesgo, puesto que el reglamento de Calificación está vigente desde el 9 de Junio de 1994

CARACTERISTICAS DE LA EMISION

AUTORIZACION	23 Feb-94
MONTO (millones) AUTORIZADO	2000
NUMERO DE OBLIGACIONES	del 01 al 200 inclusive
VALOR NOMINAL	10 millones
SERIE	A
GARANTIA	GENERAL***
PLAZO (dias)	540
CALIF. DE RIESGO	NP****
AGENTE PAGADOR	ESFISA Estrategia Financ.
REPRESENTANTE DE LOS OBLIGAC.	FOINSA Fondo Ecu. Invers.
DESTINO DE LOS RECURSOS	CAPITAL DE TRABAJO
COLOCACION	EXTRA BURSATIL

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Cias.

ELABORACION: El Autor

**CUADRO DE AMORTIZACIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO COR. CREDITO DE LIFE  
(TERCERA EMISION)**

PLAZO DEL PRESTAMO (días)	NUMERO DE CUOTAS AÑO	TASA INTERES	TASA DE IMPUESTOS UNICO SOLCA	CUOTA A PAGAR	MONTO SOLICITADO	MONTO OTORGADO DEDUCIDO EL 2.6%
540 días	4		2,60%		2.000,00	1.948,00
1ERA AMORTIZACION		43,23%		549,48		
2DA AMORTIZACION		45,45%		566,04		
3ERA AMORTIZACION		93,48%		679,60		
4TA AMORTIZACION		50,08%		484,53		
5TA AMORTIZACION		46,98%		428,97		
6TA AMORTIZACION		55,85%		388,54		

TASA DE INTERES	NUMERO DE CUOTA	SALDO INSOLUTO ADEUDADO	CAPITAL PAGADO	CAPITAL PAGADO INCLUIDO 2.6%	INTERES PAGADO	CUOTA NETA A PAGAR
43,23%	0	2.000,00	333,33	333,33	216,15	549,48
45,45%	1	1.666,67	333,33	376,67	189,38	566,04
93,48%	2	1.333,33	333,33	368,00	311,60	679,60
50,08%	3	1.000,00	333,33	359,33	125,20	484,53
46,98%	4	666,67	333,33	350,67	78,30	428,97
55,85%	5	333,33	333,33	342,00	46,54	388,54
	6	0,00				
<b>TOTAL</b>	<b>TOTAL</b>		<b>1.333,33</b>	<b>1.437,33</b>	<b>842,33</b>	<b>2.279,66</b>

**FLUJOS DE INGRESOS Y EGRESOS  
DEL CREDITO CORPORATIVO BANCARIO\***

FLUJO INICIAL (INGRESO)	1948,00
FLUJO DE PAGO 1	-549,48
FLUJO DE PAGO 2	-566,04
FLUJO DE PAGO 3	-679,60
FLUJO DE PAGO 4	-484,53
FLUJO DE PAGO 5	-428,97
FLUJO DE PAGO 6	-388,54

TIR	16,3%
TIR NOMINAL ANUALIZAD	65,1%

(\* Ver Anexo ampliado en el cuadro correspondiente a la "Simulación del Crédito Corporativo Bancario"

ELABORACION: El Autor

CUADRO ANEXO N°. 14  
**LABORATORIOS INDUSTRIALES FARMACEUTICOS ECUATORIANOS C.A. LIFE**  
 (Tercera Emisión de Obligaciones)

**Costo Financiero Bancario (Simulación)**

INFORMACION GENERAL

BANCO CONTRA EL CUAL SE COMPARO LA TASA DE INTERES	CONTINENTAL
NUMERO DE CUENTA CORRIENTE QUE MANTIENE EN EL BANCO	10474148
CALIFICACION DE RIESGO OBTENIDA	NP*
SUBASTA PRIVADA	
EL INTERES SERA DEL 0,80 VECES LA TASA ACTIVA REFERENCIAL	
MONTO SOLICITADO DEL PRESTAMO (en millones de sucres)	2000
PLAZO DE LA EMISION (en dias)	540

COSTO FINANCIERO BANCARIO (SIMULACION)	DIAS	FECHA EN LA QUE SE PACTA EL CREDITO	FECHA EN LA QUE SE PAGA EL CREDITO	TASAS OFERTADAS POR EL BANCO	2,6 % PARA BOLCA E INNFA* (2% PARA BOLCA) (0,699% PARA EL INNFA)	MONTO AMBOLSADO REAL (en millones de sucres)
TASA QUE OFERTA EL BANCO AL MOMENTO DE LA EMISION	0 - 90	18-Ago-94	16-Nov-94	43,23%	2,60%	1948,00
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 90 DIAS	90 - 180	16-Nov-94	14-Feb-95	45,45%		
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 180 DIAS	180 - 270	14-Feb-95	15-May-95	93,48%		
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 270 DIAS	270 - 360	15-May-95	13-Ago-95	50,08%		
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 360 DIAS	360 - 450	13-Ago-95	11-Nov-95	46,98%		
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 450 DIAS	450 - 540	11-Nov-95	9-Feb-96	55,85%		
COSTO PROMEDIO DE LA TASA DE INTERES A PAGAR						

	DIAS	INGRESOS (+) EGRESOS (-) (millones de \$)	COSTO DEL K NOMINAL ANUAL (TIR NOMINAL)	COSTO DEL K EFECTIVO ANUAL (TIR EFECTIVO)	TASA DESPUES DE IMPUESTOS Y PARTICIPACION LABORAL (ESCUDO FISCAL)
MONTO EFECTIVO OBTENIDO LUEGO DE DEDUCIR EL 2.6% DE IMPUESTOS	0	1948,00	65,07%	82,75%	52,75%
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 90 DIAS DEL CREDITO AL 43.23% (AMORTIZADO)	90	-549,48			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 180 DIAS DEL CREDITO AL 45.45% (AMORTIZADO)	180	-566,04			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 270 DIAS DEL CREDITO AL 93.48% (AMORTIZADO)	270	-679,60			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 360 DIAS DEL CREDITO AL 50.08% (AMORTIZADO)	360	-484,53			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 450 DIAS DEL CREDITO AL 46.98% (AMORTIZADO)	450	-428,97			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 540 DIAS DEL CREDITO AL 55.85% (AMORTIZADO)	540	-388,54			

\* El impuesto del 2,6% se lo cobra en cada renovación del crédito, (cada 90 días, si es amortización trimestral).  
 Se lo suma a la cuota de capital a pagar, en cada amortización, y se lo calcula sobre el saldo de capital insoluto en cada renovación.

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Clas.  
 ELABORACION: El Autor

**CUADRO ANEXO N°. 15**  
**LABORATORIOS INDUSTRIALES FARMACEUTICOS ECUATORIANOS C.A. LIFE**  
**(Tercera Emisión de Obligaciones)**

**Costos de Emisión**

COSTO FINANCIERO DE LA EMISION (REAL)	DIAS	FECHA EN LA QUE SE COLOCA LA EMISION	FECHA EN LA QUE SE PAGA LA EMISION	T.A.R.B.C.E. REAJUSTABLE TRIMESTRALMENTE	COSTO FINANCIERO REAJUSTABLE TRIMESTRAL (0.5 T.A.R.B.C.E)	PREMIO PROMEDIO OBTENIDO EN COLOCACION	MONTO OBTENIDO (millones de \$)	MONTO OBTENIDO (millones de sucres)
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL AL MOMENTO DE LA EMISION	0 - 90	18-Ago-94	16-Nov-94	44,23%	35,38%	105,47%	2000	2109,41
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 90 DIAS	90 - 180	16-Nov-94	14-Feb-95	44,50%	35,60%			
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 180 DIAS	180 - 270	14-Feb-95	15-May-95	59,16%	47,33%			
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 270 DIAS	270 - 360	15-May-95	13-Ago-95	54,11%	43,29%			
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 360 DIAS	360 - 450	13-Ago-95	11-Nov-95	50,27%	40,22%			
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 450 DIAS	450 - 540	11-Nov-95	9-Feb-96	54,75%	43,80%			

	DIAS	INGRESOS (+) E EGRESOS (-) (millones de \$)	COSTO DEL K. NOMINAL ANUAL (TIR NOMINAL)	COSTO DEL K. EFECTIVO ANUAL (TIR EFECTIVO)	TASA DESPUES DE IMPUESTOS Y PARTICIPACION LABORAL (ESCUDO FISCAL)
MONTO OBTENIDO VIA SUBASTA (INCLUIDO EL PREMIO)	0	2109,41			
MONTO OBTENIDO VIA SUBASTA (INCLUIDO EL PREMIO Y DEDUCIDOS COSTOS DE EMISION)	0	2094,06	36,34%	41,60%	26,52%
INTERES A PAGAR A LOS 90 DIAS DE LA EMISION	90	-176,92			
INTERES A PAGAR A LOS 180 DIAS DE LA EMISION	180	-178,00			
INTERES A PAGAR A LOS 270 DIAS DE LA EMISION	270	-238,84			
INTERES A PAGAR A LOS 360 DIAS DE LA EMISION	360	-216,44			
INTERES A PAGAR A LOS 450 DIAS DE LA EMISION	450	-201,08			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 540 DIAS DE LA EMISION	540	-2219,00			

COSTOS DE EMISION VARIOS	COSTO (millones de \$)	COSTO COMO PORCENTAJE DEL MONTO NOMINAL COLOCADO
COSTO DE CALIFICACION DE RIESGO	0,00	0,00%
COSTO DEL PROSPECTO DE OFERTA PUBLICA	0,00	0,00%
COSTO DE ASESORIA	10,00	0,50%
COSTO DE COLOCACION, CORRETAJE DE LA BOLSA DE VALORES	0,00	0,00%
COSTO DE NOTARIZACION	0,00	0,00%
COSTO INCURRIDO PARA PAGO AL REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS	2,00	0,10%
COSTO INCURRIDO PARA EL AGENTE PAGADOR	2,55	0,13%
<b>COSTO TOTAL INCURRIDO</b>	<b>14,55</b>	<b>0,73%</b>

(\*) No existió Calificación de Riesgo, puesto que el reglamento de Calificación está vigente desde el 9 de Junio de 1994

(\*\*) La Colocación se realizó Extrabursátil

(\*\*\*) La empresa no presenta costos respecto de ningún rubro, puesto que se extraviaron de sus archivos, por lo cual se simuló los costos en base a la anterior emisión

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Clas.

ELABORACION: El Autor

**CUADRO ANEXO N°. 16**  
**EMISION DE OBLIGACIONES**  
**CASO "LIFE (Tercera Emisión)"**  
**PERIODO: 18 DE AGOSTO DE 1994 - 9 DE FEBRERO DE 1996**

PLAZO (DIAS)	COMPANIA EMISORA	MONTO DE LA EMISION (En millones de sucres)	FECHA DE AUTORIZACION DE LA EMISION	FECHA DE COLOCACION DE LOS TITULOS	CONDICIONES DE LA EMISION (TASA PACTADA)	COSTO DE CAPITAL PROMEDIO DESPUES DEL ESCUDO FISCAL (a)
540	LIFE (3ERA EMISION)	2000	23-Feb-94	18-Ago-94	0.8 DE LA T.A.R.B.C.E	26,52%

**SIMULACION SOBRE ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO**  
**SIMULACION DE UN CREDITO BANCARIO COMO ALTERNATIVA A LA EMISION DE OBLIGACIONES**  
**PERIODO: 18 DE AGOSTO DE 1994 - 9 DE FEBRERO DE 1996**

PLAZO (DIAS)	COMPANIA QUE SOLICITA EL CREDITO	MONTO DEL CREDITO (En millones de sucres)	FECHA DE DESEMBOLSO DEL CREDITO	COSTO DE CAPITAL PROMEDIO DESPUES DEL ESCUDO FISCAL (b)
540	LIFE (3ERA EMISION)	2000	18-Ago-94	52,75%

**SIMULACION SOBRE ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO**  
**SIMULACION DE UN CREDITO BANCARIO VERSUS LA EMISION DE OBLIGACIONES**  
**PERIODO: 18 DE AGOSTO DE 1994 - 9 DE FEBRERO DE 1996**

PERIODO	TASA DE EMISION	TASA DEL BANCO	DIFERENCIA ENTRE LAS TASAS NOMINALES DEL BANCO Y LA DE EMISION	VENTAJA FINANCIERA NETA PARA LA EMISION (b - a)
1ER TRIMESTRE	35,38%	43,23%	7,85%	26,23%
2DO TRIMESTRE	35,60%	45,45%	9,85%	
3ER TRIMESTRE	47,33%	93,48%	46,15%	
4TO TRIMESTRE	43,29%	50,08%	6,79%	
5TO TRIMESTRE	40,22%	46,98%	6,76%	
6TO TRIMESTRE	43,80%	55,85%	12,05%	

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Clas.

ELABORACION: El Autor

**CUADRO ANEXO N°. 17**

**COMPARACION DE LOS FLUJOS DE PAGOS  
TRIMESTRALES CORRESPONDIENTES A INTERESES  
Y PRINCIPAL POR CONCEPTO DE EMISION DE OBLIGACIONES\***

PERIODO (2da Emisión) : 16 JULIO DE 1993 - 11 JULIO DE 1994

PERIODO (3era Emisión) : 18 DE AGOSTO DE 1994 - 9 DE FEBRERO DE 1996

<b>EMPRESAS</b>	<b>LIFE 2DA EMISION</b>	<b>LIFE 3ERA EMISION</b>
<b>PLAZO (DIAS)</b>	<b>360</b>	<b>540</b>
<b>MONTO OBTENIDO VIA SUBASTA (INCLUIDO EL PREMIO)</b>	1554,26	2109,41
<b>FLUJO INICIAL O INGRESO NETO (deducidos costos de emisión)</b>	539,19	2094,06
<b>FLUJO 1 O EGRESO POR INTERESES</b>	169,80	-176,92
<b>FLUJO 2 O EGRESO POR INTERESES</b>	124,74	-178,00
<b>FLUJO 3 O EGRESO POR INTERESES</b>	131,46	-236,64
<b>FLUJO 4 O EGRESO POR INTERESES + CAPITAL</b>	1617,62	-216,44
<b>FLUJO 5 O EGRESO POR INTERESES</b>		-201,08
<b>FLUJO 6 O EGRESO POR INTERESES + CAPITAL</b>		-2219,00
<b>COSTOS VARIOS DE EMISION (como porcentaje del monto nominal emitido)</b>	0,97%	0,73%
<b>COSTO PROMEDIO DEL CAPITAL (nominal anual) INCLUIDO LOS COSTOS DE EMISION</b>	33,5%	36,3%
<b>COSTO PROMEDIO DEL CAPITAL (efectivo anual) INCLUIDO LOS COSTOS DE EMISION</b>	37,9%	41,6%
<b>COSTO DEL CAPITAL (efectivo anual) INCLUIDO COSTOS DE EMISION Y DESPUES DEL ESCUDO FISCAL</b>	24,2%	26,5%

(\*) El capital se amortiza al final del plazo pactado

*FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE.*

*\*Departamento de Oferta Pública, Superintendencia de Compañías.*

*ELABORACION: El Autor*

**CEPSA**

# CEPSA S.A

## (Primera Emisión de Obligaciones)

**CUPO MAXIMO PARA EMISION**  
(En millones de sucres)  
( a Diciembre de 1993)

RUBRO	MONTO
ACTIVOS TOTALES	18.532
ACTIVOS GRAVADOS	0
ACTIVOS LIBRES	18.532
ACTIVOS DIFERIDOS	2.907
DISPONIBLES	15.625
CUPO MAXIMO (80%)	12.500
RELACION DE LA EMISION FRENTE AL CUPO MAXIMO	24%

**ESTADO DE COLOCACION DE LA EMISION**  
( En millones de sucres)

COMPRADOR	VALOR NOMINAL	PREMIO		PRECIO (%)
		(S/)	(%)	
BANCO PACIFICO	1.250	82,5	6,6%	106,6%
BANCO POPULAR	1.000	69,5	7,0%	107,0%
SEG. EQUINOCCIAL	250	15,2	6,1%	106,1%
LLOYDS BANK	500	38,5	7,7%	107,7%
<b>TOTAL</b>	<b>3.000</b>	<b>205,7</b>	<b>6,9%</b>	<b>106,9%</b>

**TASAS PACTADAS PARA EL PAGO DE INTERESES DE LA EMISION DE OBLIGACIONES**

FECHAS		TASA	TASA	INTERES	TOTAL PAGADO
INICIO	PAGO DE INTERES	T.P.R.B.C.E. (%)	PACTADA (%)	PAGADO (en millones)	(INT+K)** (en millones)
23-Ago-94	21-Nov-94	35,16%	38,68%	290,07	290,07
21-Nov-94	19-Feb-95	36,53%	40,18%	301,37	301,37
19-Feb-95	20-May-95	65,60%	72,16%	541,20	541,20
20-May-95	25-Ago-95	40,71%	44,78%	361,98	3.361,98
<b>TOTAL</b>				<b>1.494,62</b>	<b>4.494,62</b>

**CARACTERISTICAS DE LA EMISION**

AUTORIZACION	2-Ago-94
MONTO (millones) AUTORIZADO	3000
NUMERO DE OBLIGACIONES	del 01 al 300 inclusive
VALOR NOMINAL	10 millones
SERIES	A, B, C
GARANTIA	GENERAL***
PLAZO (dias)	367
CALIF. DE RIESGO	NP****
AGENTE PAGADOR	INVESPLAN Cía. Financiera
REPRESENTANTE DE LOS OBLIGAC.	Dr. FABIAN CORRAL BURBANO DE LARA
DESTINO DE LOS RECURSOS	CAPITAL DE TRABAJO
COLOCACION	EXTRABURSATIL

(\*) T.P.R.B.C.E = Tasa Pasiva Referencial del Banco Central del Ecuador

(\*\*) El 25 de Agosto de 1995 se canceló los intereses correspondientes al período, más la totalidad del capital

(\*\*\*) Ver cuadro de cupo máximo para emisión

(\*\*\*\*) No existió Calificación de Riesgo, puesto que el reglamento de Calificación está vigente desde el 9 de Junio de 1994

**FUENTE:** Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Cias.

**ELABORACION:** El Autor

**CUADRO DE AMORTIZACION DEL CREDITO BANCARIO CORPORATIVO DE CEPSA  
(PRIMERA EMISION)**

PLAZO DEL PRESTAMO (días)	NUMERO DE CUOTAS AÑO	TASA INTERES	TASA DE IMPUESTOS UNICO SOLCA	CUOTA A PAGAR	MONTO SOLICITADO	MONTO OTORGADO DEDUCIDO EL 2.6%
367	4		2,60%		3.000,00	2.922,00
1ERA AMORTIZACION		43,53%		1.076,475		
2DA AMORTIZACION		43,41%		1.052,681		
3ERA AMORTIZACION		80,00%		1.089,000		
4TA AMORTIZACION		43,46%		857,325		

TASA INTERES	NUMERO DE CUOTA	SAUDO INSOLUTO ADEUDADO	CAPITAL PAGADO	CAPITAL PAGADO INCLUIDO 2.6%	INTERES PAGADO	CUOTA NETA A PAGAR
43,53%	0	3.000,00	750,00	750,00	326,48	1.076,48
43,41%	1	2.250,00	750,00	808,50	244,18	1.052,68
80,00%	2	1.500,00	750,00	789,00	300,00	1.089,00
43,46%	3	750,00	750,00	769,50	87,83	857,33
	4	0,00				
<b>TOTAL</b>	<b>TOTAL</b>		<b>3.000,00</b>	<b>3.117,00</b>	<b>958,48</b>	<b>4.075,48</b>

**FLUJOS DE INGRESOS Y EGRESOS  
DEL CREDITO CORPORATIVO BANCARIO\***

FLUJO INICIAL (INGRESO)	2922,00
FLUJO DE PAGO 1	-1.076,48
FLUJO DE PAGO 2	-1.052,68
FLUJO DE PAGO 3	-1.089,00
FLUJO DE PAGO 4	-857,33

TIR	15,3%
TIR NOMINAL ANUALIZADA	61,1%

(\*) Ver Anexo ampliado en el cuadro correspondiente a la "Simulación del Crédito Corporativo Bancario"

ELABORACION: El Autor

**CUADRO DE AMORTIZACION DEL CREDITO BANCARIO CORPORATIVO DE CEPSA  
(PRIMERA EMISION)**

PLAZO DEL PRESTAMO (días)	NUMERO DE CUOTAS AÑO	TASA INTERES	TASA DE IMPUESTOS UNICO - SOLCA	CUOTA A PAGAR	MONTO SOLICITADO	MONTO OTORGADO DEDUCIDO EL 2,6%
367	4		2,60%		3.000,00	2.922,00
1ERA AMORTIZACION		43,53%		1.076,475		
2DA AMORTIZACION		43,41%		1.052,681		
3ERA AMORTIZACION		80,00%		1.089,000		
4TA AMORTIZACION		43,46%		857,325		

TASA DE INTERES	NUMERO DE CUOTA	SALDO INSOLUTO ADEUDADO	CAPITAL PAGADO	CAPITAL PAGADO INCLUIDO 2,6%	INTERES PAGADO	CUOTA NETA A PAGAR
43,53%	0	3.000,00	750,00	750,00	326,48	1.076,48
43,41%	1	2.250,00	750,00	808,50	244,18	1.052,68
80,00%	2	1.500,00	750,00	789,00	300,00	1.089,00
43,46%	3	750,00	750,00	769,50	87,83	857,33
	4	0,00				
<b>TOTAL</b>	<b>TOTAL</b>		<b>3.000,00</b>	<b>3.117,00</b>	<b>958,48</b>	<b>4.075,48</b>

**FLUJOS DE INGRESOS Y EGRESOS  
DEL CREDITO CORPORATIVO BANCARIO\***

FLUJO INICIAL (INGRESO)	2922,00
FLUJO DE PAGO 1	-1.076,48
FLUJO DE PAGO 2	-1.052,68
FLUJO DE PAGO 3	-1.089,00
FLUJO DE PAGO 4	-857,33

TIR	15,3%
TIR NOMINAL ANUALIZADA	61,1%

(\*) Ver Anexo ampliado en el cuadro correspondiente a la "Simulación del Crédito Corporativo Bancario"

ELABORACION: El Autor

CUADRO ANEXO N°. 20

**CEPSA**

*(Primera Emisión de Obligaciones)*

**Costo Financiero Bancario (Simulación)**

INFORMACION GENERAL

BANCO CONTRA EL CUAL SE COMPARO LA TASA DE INTERES	POPULAR
NUMERO DE CUENTA CORRIENTE QUE MANTIENE EN EL BANCO	12461488
CALIFICACION DE RIESGO OBTENIDA	NP*
SUBASTA PRIVADA	
EL INTERES SERA DEL 1.1 VECES LA TASA PASIVA REFERENCIAL	
MONTO SOLICITADO DEL PRESTAMO (en millones de sucres)	3000
PLAZO DE LA EMISION (en días)	367

COSTO FINANCIERO BANCARIO (SIMULACION)	DIAS	FECHA EN LA QUE SE PAGA EL CREDITO	FECHA EN LA QUE SE PAGA EL CREDITO	TASAS OFERTADAS POR EL BANCO	2,6% PARA BOLCA E INFA (3% PARA BOLCA) (0,666% PARA EL INFA)	MONTO SEMBOCADO REAL (en millones de sucres)
TASA QUE OFERTA EL BANCO AL MOMENTO DE SOLICITAR EL CREDITO	0 - 90	23-Ago-94	21-Nov-94	43,53%	2,60%	2922,00
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 90 DIAS	90 - 180	21-Nov-94	19-Feb-95	43,41%		
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 180 DIAS	180 - 270	19-Feb-95	20-May-95	80,00%		
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 270 DIAS	270 - 367	20-May-95	25-Ago-95	43,46%		

	DIAS	INGRESOS (+) / EGRESOS (-) (millones de \$)	COSTO DEL K NOMINAL ANUAL (TIR NOMINAL)	COSTO DEL K EFECTIVO ANUAL (TIR EFECTIVO)	TASA DESPUES DE IMPUESTOS Y PARTICIPACION LABORAL (ESCUDO FISCAL)
MONTO EFECTIVO OBTENIDO LUEGO DE DEDUCIR EL 2,6% DE IMPUESTOS	0	2922,00	61,13%	76,63%	48,85%
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 90 DIAS DEL CREDITO AL 43,53% (AMORTIZADO)	90	-1076,48			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 180 DIAS DEL CREDITO AL 43,41% (AMORTIZADO)	180	-1052,68			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 270 DIAS DEL CREDITO AL 80% (AMORTIZADO)	270	-1089,00			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 367 DIAS DEL CREDITO AL 43,46% (AMORTIZADO)	367	-857,33			

\* El impuesto del 2,6% se lo cobra en cada renovación del crédito, (cada 90 días, si es amortización trimestral).  
Se lo suma a la cuota de capital a pagar, en cada amortización, y se lo calcula sobre el saldo de capital insoluto en cada renovación.

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Cías.

ELABORACION: El Autor

**CUADRO ANEXO N°. 21**  
**CEPSA**  
*(Primera Emisión de Obligaciones)*

**Costos de Emisión**

COSTO FINANCIERO DE LA EMISION (REAJ.)	DIAS	FECHA EN LA QUE SE COLOCA LA EMISION	FECHA EN LA QUE SE PAGA LA EMISION	T.P.R.B.C.E. REAJUSTABLE TRIMESTRALMENTE	COSTO FINANCIERO REAJUSTABLE TRIMESTRAL (T.P.R.B.C.E)	PREMIO PROMEDIO OBTENIDO EN COLOCACION	MONTO OBTENIDO (millones de dólares)	MONTO OBTENIDO (millones de sucres)
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL AL MOMENTO DE LA EMISION	0 - 90	23-Ago-94	21-Nov-94	35,16%	38,88%	6,86%	3000	3205,73
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 90 DIAS	90 - 180	21-Nov-94	19-Feb-95	36,53%	40,18%			
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 180 DIAS	180 - 270	19-Feb-95	20-May-95	65,60%	72,16%			
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 270 DIAS	270 - 367	20-May-95	25-Ago-95	40,71%	44,78%			

	DIAS	INGRESOS (+) EGRESOS (-) (millones de \$)	COSTO DEL K. NOMINAL ANUAL (TIR NOMINAL)	COSTO DEL K. EFECTIVO ANUAL (TIR EFECTIVO)	TASA DESPUES DE IMPUESTOS Y PARTICIPACION LABORAL (ESCUDO FISCAL)
MONTO OBTENIDO VIA SUBASTA (INCLUIDO EL PREMIO)		3205,73			
MONTO OBTENIDO VIA SUBASTA (INCLUIDO EL PREMIO Y DEDUCIDOS COSTOS DE EMISION)	0	3178,21	41,49%	48,40%	30,85%
INTERES A PAGAR A LOS 90 DIAS DE LA EMISION	90	-290,07			
INTERES A PAGAR A LOS 180 DIAS DE LA EMISION	180	-301,37			
INTERES A PAGAR A LOS 270 DIAS DE LA EMISION	270	-541,20			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 367 DIAS DE LA EMISION	367	-3361,98			

COSTOS DE EMISION VARIOS	COSTO (millones de \$)	COSTO COMO PORCENTAJE DEL MONTO NOMINAL COLOCADO
COSTO DE CALIFICACION DE RIESGO*	0,00	0,00%
COSTO DEL PROSPECTO DE OFERTA PUBLICA	6,50	0,22%
COSTO DE ASESORIA	15,65	0,52%
COSTO DE COLOCACION, CORRETAJE DE LA BOLSA DE VALORES**	0,00	0,00%
COSTO DE NOTARIZACION	1,60	0,05%
COSTO INCURRIDO PARA PAGO AL REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS	2,00	0,07%
COSTO INCURRIDO PARA EL AGENTE PAGADOR***	0,00	0,00%
<b>COSTO TOTAL INCURRIDO</b>	<b>25,76</b>	<b>0,86%</b>

(\*) No existió Calificación de Riesgo, puesto que el reglamento de Calificación está vigente desde el 9 de Junio de 1994

(\*\*) La Colocación se realizó Extrabursátil

(\*\*\*) La empresa no presenta costos respecto del Agente Pagador

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Clas.

ELABORACION: El Autor

**CUADRO ANEXO N°. 22**  
**EMISION DE OBLIGACIONES**  
**CASO "CEPSA (Primera Emisión)"**  
**PERIODO: 23 DE AGOSTO DE 1994 - 25 DE AGOSTO DE 1995**

PLAZO (DIAS)	COMPANIA EMISORA	MONTO DE LA EMISION (En millones de sucres)	FECHA DE AUTORIZACION DE LA EMISION	FECHA DE COLOCACION DE LOS TITULOS	CONDICIONES DE LA EMISION (TASA PACTADA)	COSTO DE CAPITAL PROMEDIO DESPUES DEL ESCUDO FISCAL (a)
367	CEPSA (1ERA EMISION)	3000	2-Ago-94	23-Ago-94	1.1 DE LA T.P.R.B.C.E	30,85%

**SIMULACION SOBRE ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO**  
**SIMULACION DE UN CREDITO BANCARIO COMO ALTERNATIVA A LA EMISION DE OBLIGACIONES**  
**PERIODO: 23 DE AGOSTO DE 1994 - 25 DE AGOSTO DE 1995**

PLAZO (DIAS)	COMPANIA QUE SOLICITA EL CREDITO	MONTO DEL CREDITO (En millones de sucres)	FECHA DE DESEMBOLSO DEL CREDITO	COSTO DE CAPITAL PROMEDIO DESPUES DEL ESCUDO FISCAL (b)
367	CEPSA (1ERA EMISION)	3000	23-Ago-94	48,85%

**SIMULACION SOBRE ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO**  
**SIMULACION DE UN CREDITO BANCARIO VERSUS LA EMISION DE OBLIGACIONES**  
**PERIODO: 23 DE AGOSTO DE 1994 - 25 DE AGOSTO DE 1995**

PERIODO	TASA DE EMISION	TASA DEL BANCO	DIFERENCIA ENTRE LAS TASAS NOMINALES DEL BANCO Y LA DE EMISION	VENTAJA FINANCIERA NETA PARA LA EMISION (b - a)
1ER TRIMESTRE	38,68%	43,53%	4,85%	18,00%
2DO TRIMESTRE	40,18%	43,41%	3,23%	
3ER TRIMESTRE	72,16%	80,00%	7,84%	
4TO TRIMESTRE	44,78%	43,46%	-1,32%	

*FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Cias.*  
**ELABORACION: El Autor**

CUADRO ANEXO N.º 23  
**CEPSA S.A**  
**(Segunda Emisión de Obligaciones)**

**CUPO MAXIMO PARA EMISION**  
(En millones de sucres)  
(a Diciembre de 1994)

RUBRO	MONTO
ACTIVOS TOTALES	26.682
ACTIVOS GRAVADOS	0
ACTIVOS LIBRES	26.682
ACTIVOS DIFERIDOS	2.047
DISPONIBLES	24.635
CUPO MAXIMO (80%)	19.708
RELACION DE LA EMISION FRENTE AL CUPO MAXIMO	15%

**ESTADO DE COLOCACION DE LA EMISION**  
( En millones de sucres)

COMPRADOR	VALOR NOMINAL	PREMIO		PRECIO (%)
		(SI)	(%)	
BANCO PACIFICO	250	8,8	3,5%	103,5%
BANCO COLOMBIA	1.850	65,4	3,5%	103,5%
BANCO POPULAR	650	25,4	3,9%	103,9%
BANCO PICHINCHA	250	8,8	3,5%	103,5%
<b>TOTAL</b>	<b>3.000</b>	<b>108,3</b>	<b>3,6%</b>	<b>103,6%</b>

**TASAS PACTADAS PARA EL PAGO DE INTERESES DE LA EMISION DE OBLIGACIONES**

FECHAS		TASA T.P.R.B.C.E. (%)	TASA PACTADA (%)	INTERES PAGADO (en millones)	TOTAL PAGADO (INT+K)** (en millones)
INICIO	PAGO DE INTERES				
9-May-95	7-Ago-95	42,10%	46,31%	347,33	347,33
7-Ago-95	5-Nov-95	39,76%	43,74%	328,02	328,02
5-Nov-95	3-Feb-96	44,04%	48,44%	363,33	363,33
3-Feb-96	10-May-96	51,05%	56,16%	453,92	3.453,92
<b>TOTAL</b>				<b>1.492,59</b>	<b>4.492,59</b>

**CARACTERISTICAS DE LA EMISION**

AUTORIZACION	19-Ene-95
MONTO (millones) AUTORIZADO	3000
NUMERO DE OBLIGACIONES	del 01 al 300 inclusive
VALOR NOMINAL	10 millones
SERIES	D, E, F
GARANTIA	GENERAL***
PLAZO (días)	367
CALIF. DE RIESGO	AA****
AGENTE PAGADOR	INVESPLAN Cia. Financiera
REPRESENTANTE DE LOS OBLIGAC.	Dr. FABIAN CORRAL BURBANO DE LARA
DESTINO DE LOS RECURSOS	RESTRUCTURACION DE PASIVOS
COLOCACION	EXTRABURSATIL

(\*) T.P.R.B.C.E = Tasa Pasiva Referencial del Banco Central del Ecuador

(\*\*) El 10 de mayo de 1996 se canceló los intereses correspondientes al periodo, más la totalidad del capital

(\*\*\*) Ver cuadro de cupo máximo para emisión

(\*\*\*\*) La Calificación fue realizada por Ratings, y la calificación de AA corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen muy alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen.

**FUENTE:** Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Cías.

**ELABORACION:** El Autor

**CUADRO DE AMORTIZACION DEL CREDITO BANCARIO CORPORATIVO DE CEPSA  
(SEGUNDA EMISION)**

PLAZO DEL PRESTAMO (días)	NUMERO DE CUOTAS AÑO	TASA INTERES	TASA DE IMPUESTOS UNICO - SOLCA	CUOTA A PAGAR	MONTO SOLICITADO	MONTO OTORGADO DEDUCIDO EL 2.6%
367	4		2.60%		3.000,00	2.922,00
1ERA AMORTIZACION		45,40%		1.090,50		
2DA AMORTIZACION		40,64%		1.037,10		
3ERA AMORTIZACION		54,81%		994,538		
4TA AMORTIZACION		61,84%		894,468		

TASA DE INTERES	NUMERO DE CUOTA	SALDO INSOLUTO ADEUDADO	CAPITAL PAGADO	CAPITAL PAGADO INCLUIDO 2.6%	INTERES PAGADO	CUOTA META A PAGAR
45,40%	0	3.000,00	750,00	750,00	340,50	1.090,50
40,64%	1	2.250,00	750,00	808,50	228,60	1.037,10
54,81%	2	1.500,00	750,00	789,00	205,54	994,54
61,84%	3	750,00	750,00	769,50	124,97	894,47
	4	0,00				
<b>TOTAL</b>	<b>TOTAL</b>		<b>3.000,00</b>	<b>3.117,00</b>	<b>899,61</b>	<b>3.016,61</b>

**FLUJOS DE INGRESOS Y EGRESOS  
DEL CREDITO CORPORATIVO BANCARIO\***

FLUJO INICIAL (INGRESO)	2922,00
FLUJO DE PAGO 1	-1.090,50
FLUJO DE PAGO 2	-1.037,10
FLUJO DE PAGO 3	-994,54
FLUJO DE PAGO 4	-894,47

TIR	14,6%
TIR NOMINAL ANUALIZAD	58,3%

(\*) Ver Anexo ampliado en el cuadro correspondiente a la "Simulación del Crédito Corporativo Bancario"

ELABORACION: El Autor

**CUADRO ANEXO N°. 25**  
**CEPSA**  
*(Segunda Emisión de Obligaciones)*  
**Costo Financiero Bancario (Simulación)**

**INFORMACION GENERAL**

BANCO CONTRA EL CUAL SE COMPARO LA TASA DE INTERES	POPULAR
NUMERO DE CUENTA CORRIENTE QUE MANTIENE EN EL BANCO	12461488
CALIFICACION DE RIESGO OBTENIDA	AA
CALIFICADORA	RATINGS
SUBASTA PRIVADA	
EL INTERES SERA DEL 1.1 VECES LA TASA PASIVA REFERENCIAL	
MONTO SOLICITADO DEL PRESTAMO (en millones de sucres)	3000
PLAZO DE LA EMISION (en días)	367

COSTO FINANCIERO BANCARIO (SIMULACION)	DIAS	FECHA EN LA QUE SE PAGA EL CREDITO	FECHA EN LA QUE SE PAGA EL CREDITO	TASAS OFERTADAS POR EL BANCO	2,6% PARA SOLCA E INNFA <sup>1</sup> (2% PARA SOLCA) (0,600% PARA EL INNFA)	MONTO SEMBOLEADO REAL (en millones de sucres)
TASA QUE OFERTA EL BANCO AL MOMENTO DE SOLICITAR EL CREDITO	0 - 90	9-May-95	7-Ago-95	45,40%	2,60%	2922,00
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 90 DIAS	90 - 180	7-Ago-95	5-Nov-95	40,64%		
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 180 DIAS	180 - 270	5-Nov-95	3-Feb-96	54,81%		
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 270 DIAS	270 - 367	3-Feb-96	10-May-96	61,84%		

	DIAS	INGRESOS (+) EGRESOS (-) (millones de \$)	COSTO DEL K NOMINAL ANUAL (TIR NOMINAL)	COSTO DEL K EFECTIVO ANUAL (TIR EFECTIVO)	TASA, DESPUES DE IMPUESTOS Y PARTICIPACION LABORAL (ESCUDO FISCAL)
MONTO EFECTIVO OBTENIDO LUEGO DE DEDUCIR EL 2.6% DE IMPUESTOS	0	2922,00	58,31%	72,34%	46,12%
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 90 DIAS DEL CREDITO AL 45.40% (AMORTIZADO)	90	-1090,50			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 180 DIAS DEL CREDITO AL 40.64% (AMORTIZADO)	180	-1037,10			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 270 DIAS DEL CREDITO AL 54.81% (AMORTIZADO)	270	-994,54			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 367 DIAS DEL CREDITO AL 61.84% (AMORTIZADO)	367	-894,47			

<sup>1</sup> El impuesto del 2,6% se lo cobra en cada renovación del crédito, (cada 90 días, si es amortización trimestral).  
Se lo suma a la cuota de capital a pagar, en cada amortización, y se lo calcula sobre el saldo de capital insoluto en cada renovación.

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Clas.  
ELABORACION: El Autor

CUADRO ANEXO N°. 26  
**CEPSA**  
 (Segunda Emisión de Obligaciones)

**Costos de Emisión**

COSTO FINANCIERO DE LA EMISION (REAL)	DIAS	FECHA EN LA QUE SE COLOCA LA EMISION	FECHA EN LA QUE SE PAGA LA EMISION	T.P.R.B.C.E REAJUSTABLE TRIMESTRALMENTE	COSTO FINANCIERO REAJUSTABLE TRIMESTRAL (T.P.R.B.C.E)	PREMIO PROMEDIO OBTENIDO EN COLOCACION	MONTO OFERTADO (millones de sucres)	MONTO OBTENIDO (millones de sucres)
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL AL MOMENTO DE LA EMISION	0 - 90	9-May-95	7-Ago-95	42,10%	46,31%	3,61%	3000	3108,33
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 90 DIAS	90 - 180	7-Ago-95	5-Nov-95	39,78%	43,74%			
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 180 DIAS	180 - 270	5-Nov-95	3-Feb-96	44,04%	48,44%			
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 270 DIAS	270 - 367	3-Feb-96	10-May-96	51,05%	56,16%			

	DIAS	INGRESOS (+) EGRESOS (-) (millones de \$)	COSTO DEL K NOMINAL ANUAL (TIR NOMINAL)	COSTO DEL K EFECTIVO ANUAL (TIR EFECTIVO)	TASA DESPUES DE IMPUESTOS Y PARTICIPACION LABORAL (DESCUÑO FISCAL)
MONTO OBTENIDO VIA SUBASTA (INCLUIDO EL PREMIO)		3108,33			
MONTO OBTENIDO VIA SUBASTA (INCLUIDO EL PREMIO Y DEDUCIDOS COSTOS DE EMISION)	0	3060,10	46,51%	55,27%	35,23%
INTERES A PAGAR A LOS 90 DIAS DE LA EMISION	90	-347,33			
INTERES A PAGAR A LOS 180 DIAS DE LA EMISION	180	-328,02			
INTERES A PAGAR A LOS 270 DIAS DE LA EMISION	270	-363,33			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 367 DIAS DE LA EMISION	367	-3453,92			

COSTOS DE EMISION VARIOS	COSTO (millones de \$)	COSTO COMO PORCENTAJE DEL MONTO NOMINAL COLOCADO
COSTO DE CALIFICACION DE RIESGO	9,95	0,33%
COSTO DEL PROSPECTO DE OFERTA PUBLICA Y GASTOS DE PUBLICIDAD	12,40	0,41%
COSTO DE ASESORIA	10,50	0,35%
COSTO DE COLOCACION, CORRETAJE DE LA BOLSA DE VALORES*	0,00	0,00%
COSTO DE NOTARIZACION	1,71	0,06%
COSTO INCURRIDO PARA PAGO AL REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS	2,00	0,07%
COSTO INCURRIDO PARA EL AGENTE PAGADOR	10,00	0,33%
<b>COSTO TOTAL INCURRIDO</b>	<b>46,55</b>	<b>1,55%</b>

(\*) La Colocación se realizó Extrabursátil

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Clas.  
 ELABORACION: El Autor

**CUADRO ANEXO N°. 27**  
**EMISION DE OBLIGACIONES**  
**CASO "CEPSA (Segunda Emisión)"**  
**PERIODO: 9 DE MAYO DE 1995 - 10 DE MAYO DE 1996**

PLAZO (DÍAS)	COMPANIA EMISORA	MONTO DE LA EMISION (En millones de sucres)	FECHA DE AUTORIZACION DE LA EMISION	FECHA DE COLOCACION DE LOS TITULOS	CONDICIONES DE LA EMISION (TASA PACTADA)	COSTO DE CAPITAL PROMEDIO DESPUES DEL ESCUDO FISCAL (a)
367	CEPSA (2DA EMISION)	3000	19-Ene-95	9-May-95	1.1 DE LA T.P.R.B.C.E	35,23%

**SIMULACION SOBRE ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO**  
**SIMULACION DE UN CREDITO BANCARIO VERSUS LA EMISION DE OBLIGACIONES**  
**PERIODO: 9 DE MAYO DE 1995 - 10 DE MAYO DE 1996**

PLAZO (DÍAS)	COMPANIA QUE SOLICITA EL CREDITO	MONTO DEL CREDITO (En millones de sucres)	FECHA DE DESEMBOLSO DEL CREDITO	COSTO DE CAPITAL PROMEDIO DESPUES DEL ESCUDO FISCAL (b)
367	CEPSA (2DA EMISION)	3000	9-May-95	46,12%

**SIMULACION SOBRE ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO**  
**SIMULACION DE UN CREDITO BANCARIO COMO ALTERNATIVA A LA EMISION DE OBLIGACIONES**  
**PERIODO: 9 DE MAYO DE 1995 - 10 DE MAYO DE 1996**

PERIODO	TASA DE EMISION	TASA DEL BANCO	DIFFERENCIA ENTRE LAS TASAS NOMINALES DEL BANCO Y LA DE EMISION	VENTAJA FINANCIERA NETA PARA LA EMISION (b - a)
1ER TRIMESTRE	46,31%	45,40%	-0,91%	10,88%
2DO TRIMESTRE	43,74%	40,64%	-3,10%	
3ER TRIMESTRE	48,44%	54,81%	6,37%	
4TO TRIMESTRE	56,16%	61,84%	5,69%	

**FUENTE:** Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Cías.  
**ELABORACION:** El Autor

**CUADRO ANEXO N°. 28**  
**CEPSA S.A**  
**(Tercera Emisión de Obligaciones)**

**CUPO MAXIMO PARA EMISION**  
(En millones de sucres)  
(a Mayo de 1995)

RUBRO	MONTO
ACTIVOS TOTALES	26.266
ACTIVOS GRAVADOS	0
ACTIVOS LIBRES	26.266
ACTIVOS DIFERIDOS	2.025
DISPONIBLES	24.241
CUPO MAXIMO (80%)	19.393
RELACION DE LA EMISION FRENTE AL CUPO MAXIMO	15%

**ESTADO DE COLOCACION DE LA EMISION**  
(En millones de sucres)

COMPRADOR	VALOR NOMINAL	PREMIO		PRECIO (%)
		(S/)	(%)	
INVESTPLAN	3.000	0,0	0,0%	100,0%
<b>TOTAL</b>	<b>3.000</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>100,0%</b>

**CARACTERISTICAS DE LA EMISION**

AUTORIZACION	8-Ago-95
MONTO (millones) AUTORIZADO	3000
NUMERO DE OBLIGACIONES	del 01 al 300 inclusive
VALOR NOMINAL	10 millones
SERIES	G, H, I
GARANTIA	GENERAL***
PLAZO (dias)	367
CALIF. DE RIESGO	A****
AGENTE PAGADOR	INVESPLAN Cía. Financiera
REPRESENTANTE DE LOS OBLIGAC.	Dr. FABIAN CORRAL BURBANO DE LARA
DESTINO DE LOS RECURSOS	CAPITAL DE TRABAJO
COLOCACION	EXTRABURSATIL

**TASAS PACTADAS PARA EL PAGO DE INTERESES DE LA EMISION DE OBLIGACIONES**

FECHAS		TASA T.P.R.B.C.E. (%)	TASA PACTADA (%)	INTERES PAGADO (en millones)	TOTAL PAGADO (INT+K)** (en millones)
INICIO	PAGO DE INTERES				
30-Ago-95	28-Nov-95	40,40%	44,44%	333,30	333,30
28-Nov-95	26-Feb-96	46,55%	51,21%	384,04	384,04
26-Feb-96	26-May-96	51,02%	56,12%	420,92	420,92
26-May-96	31-Ago-96	45,95%	50,55%	408,57	3.408,57
<b>TOTAL</b>				<b>1.546,82</b>	<b>4.546,82</b>

(\*) T.P.R.B.C.E = Tasa Pasiva Referencial del Banco Central del Ecuador

(\*\*) El 31 de Agosto de 1996 se canceló los intereses correspondientes al periodo, más la totalidad del capital

(\*\*\*) Ver cuadro de cupo máximo para emisión

(\*\*\*\*) La Calificación fue realizada por Ratings, y la calificación de A corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero aquella es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen.

**FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Cías.**

**ELABORACION: El Autor**

**CUADRO DE AMORTIZACION DEL CREDITO BANCARIO CORPORATIVO DE CEPSA  
(TERCERA EMISION)**

PLAZO DEL PRESTAMO (días)	NUMERO DE CUOTAS AÑO	TASA INTERES	TASA DE IMPUESTOS UNICO SOLCA	CUOTA A PAGAR	MONTO SOLICITADO	MONTO OTORGADO DEDUCIDO EL 2,6%
367	4		2,60%		3.000,00	2.922,00
1ERA AMORTIZACION		50,61%		1.129,575		
2DA AMORTIZACION		58,11%		1.135,369		
3ERA AMORTIZACION		57,05%		1.002,938		
4TA AMORTIZACION		55,87%		882,404		

TASA DE INTERES	NUMERO DE CUOTA	SALDO INSOLUTO ADEUDADO	CAPITAL PAGADO	CAPITAL PAGADO INCLUIDO 2,6%	INTERES PAGADO	CUOTA NETA A PAGAR
50,61%	0	3.000,00	750,00	750,00	379,58	1.129,58
58,11%	1	2.250,00	750,00	808,50	326,87	1.135,37
57,05%	2	1.500,00	750,00	789,00	213,94	1.002,94
55,87%	3	750,00	750,00	769,50	112,90	882,40
	4	0,00				
<b>TOTAL</b>	<b>TOTAL</b>		<b>3.000,00</b>	<b>3.117,00</b>	<b>1.033,29</b>	<b>1.150,29</b>

**FLUJOS DE INGRESOS Y EGRESOS  
DEL CREDITO CORPORATIVO BANCARIO\***

FLUJO INICIAL (INGRESO)	2922,00
FLUJO DE PAGO 1	-1.129,58
FLUJO DE PAGO 2	-1.135,37
FLUJO DE PAGO 3	-1.002,94
FLUJO DE PAGO 4	-882,40

TIR	16,5%
TIR NOMINAL ANUALIZADA	65,8%

(\*) Ver Anexo ampliado en el cuadro correspondiente a la "Simulación del Crédito Corporativo Bancario"

ELABORACION: El Autor

CUADRO ANEXO N°. 30

**CEPSA**

*(Tercera Emisión de Obligaciones)*

**Costo Financiero Bancario (Simulación)**

INFORMACION GENERAL

BANCO CONTRA EL CUAL SE COMPARO LA TASA DE INTERES	POPULAR
NUMERO DE CUENTA CORRIENTE QUE MANTIENE EN EL BANCO	12461488
CALIFICACION DE RIESGO OBTENIDA	A
CALIFICADORA	RATINGS
SUBASTA PRIVADA	
EL INTERES SERA DEL 1.1 VECES LA TASA PASIVA REFERENCIAL	
MONTO SOLICITADO DEL PRESTAMO (en millones de sucres)	3000
PLAZO DE LA EMISION (en días)	367

COSTO FINANCIERO BANCARIO (SIMULACION)	DIAS	FECHA EN LA QUE SE PACTA EL CREDITO	FECHA EN LA QUE SE PAGA EL CREDITO	TASAS OFERTADAS POR EL BANCO	2,6% PARA SOLCA E INNFA* (2% PARA SOLCA) (0,599% PARA EL INNFA)	MONTO DESEMBOLSADO REAL (en millones de sucres)
TASA QUE OFERTA EL BANCO AL MOMENTO DE SOLICITAR EL CREDITO	0 - 90	30-Ago-95	28-Nov-95	50,61%	2,60%	2922,00
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 90 DIAS	90 - 180	28-Nov-95	26-Feb-96	58,11%		
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 180 DIAS	180 - 270	26-Feb-96	26-May-96	57,05%		
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 270 DIAS	270 - 367	26-May-96	31-Ago-96	55,87%		

	DIAS	INGRESOS (+) EGRESOS (-) (millones de \$)	COSTO DEL K NOMINAL ANUAL (TIR NOMINAL)	COSTO DEL K EFECTIVO ANUAL (TIR EFECTIVO)	TASA DESPUES DE IMPUESTOS Y PARTICIPACION LABORAL (ESCUDO FISCAL)
MONTO EFECTIVO OBTENIDO LUEGO DE DEDUCIR EL 2,6% DE IMPUESTOS	0	2922,00	65,82%	83,92%	53,50%
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 90 DIAS DEL CREDITO AL 50,61% (AMORTIZADO)	90	-1129,58			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 180 DIAS DEL CREDITO AL 58,11% (AMORTIZADO)	180	-1135,37			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 270 DIAS DEL CREDITO AL 57,05% (AMORTIZADO)	270	-1002,94			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 367 DIAS DEL CREDITO AL 55,87% (AMORTIZADO)	367	-882,40			

\* El impuesto del 2,6% se lo cobra en cada renovación del crédito, (cada 90 días, si es amortización trimestral).  
Se lo suma a la cuota de capital a pagar, en cada amortización, y se lo calcula sobre el saldo de capital insoluto en cada renovación.

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual

ELABORACION: El Autor

CUADRO ANEXO N°. 31  
**CEPSA**  
(Tercera Emisión de Obligaciones)

**Costos de Emisión**

COSTO FINANCIERO DE LA EMISION (REAL)	DIAS	FECHA EN LA QUE SE COLOCA LA EMISION	FECHA EN LA QUE SE PAGA LA EMISION	T.P.R.B.C.E. REAJUSTABLE TRIMESTRALMENTE	COSTO FINANCIERO REAJUSTABLE TRIMESTRAL (TIR T.P.R.B.C.E)	PREMIO PROMEDIO OBTENIDO EN COLOCACION	MONTO CREDITADO (millones de sucres)	MONTO OBTENIDO (millones de sucres)
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL AL MOMENTO DE LA EMISION	0 - 90	30-Ago-95	28-Nov-95	40,40%	44,44%	0,00%	3000	3000
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 90 DIAS	90 -180	28-Nov-95	26-Feb-96	46,55%	51,21%			
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 180 DIAS	180 - 270	26-Feb-96	26-May-96	51,02%	56,12%			
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 270 DIAS	270 -367	26-May-96	31-Ago-96	45,96%	50,56%			

	DIAS	INGRESOS (+) EGRESOS (-) (millones de \$)	COSTO DEL K. NOMINAL ANUAL (TIR NOMINAL)	COSTO DEL K. EFECTIVO ANUAL (TIR EFECTIVO)	TASA DESPUES DE IMPUESTOS Y PARTICIPACION LABORAL (ESCUDO FISCAL)
MONTO OBTENIDO VIA SUBASTA (INCLUIDO EL PREMIO)	0	3000,00			
MONTO OBTENIDO VIA SUBASTA (INCLUIDO EL PREMIO Y DEDUCIDOS COSTOS DE EMISION)	0	2955,99	52,99%	64,48%	41,10%
INTERES A PAGAR A LOS 90 DIAS DE LA EMISION	90	-333,30			
INTERES A PAGAR A LOS 180 DIAS DE LA EMISION	180	-384,04			
INTERES A PAGAR A LOS 270 DIAS DE LA EMISION	270	-420,92			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 367 DIAS DE LA EMISION	367	-3408,66			

COSTOS DE EMISION VARIOS	COSTO (millones de \$)	COSTO COMO PORCENTAJE DEL MONTO NOMINAL COLOCADO
COSTO DE CALIFICACION DE RIESGO	9,90	0,33%
COSTO DEL PROSPECTO DE OFERTA PUBLICA	10,00	0,33%
COSTO DE ASESORIA	10,31	0,34%
COSTO DE COLOCACION, CORRETAJE DE LA BOLSA DE VALORES*	0,00	0,00%
COSTO DE NOTARIZACION	1,80	0,06%
COSTO INCURRIDO PARA PAGO AL REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS	2,00	0,07%
COSTO INCURRIDO PARA EL AGENTE PAGADOR	10,00	0,33%
<b>COSTO TOTAL INCURRIDO</b>	<b>44,01</b>	<b>1,47%</b>

(\*) La Colocación se realizó Extrabursátil

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Clas.  
ELABORACION: El Autor

**CUADRO ANEXO N°. 32**  
**EMISION DE OBLIGACIONES**  
**CASO "CEPSA (Tercera Emisión)"**  
**PERIODO: 30 DE AGOSTO DE 1995 - 31 DE AGOSTO DE 1996**

PLAZO (DIAS)	COMPANIA EMISORA	MONTO DE LA EMISION (En millones de sucres)	FECHA DE AUTORIZACION DE LA EMISION	FECHA DE COLOCACION DE LOS TITULOS	CONDICIONES DE LA EMISION (TASA PACTADA)	COSTO DE CAPITAL PROMEDIO DESPUES DEL ESCUDO FISCAL (a)
367	CEPSA (3ERA EMISION)	3000	8-Ago-95	30-Ago-95	1.1 DE LA T.P.R.B.C.E	41,10%

**SIMULACION SOBRE ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO**  
**SIMULACION DE UN CREDITO BANCARIO COMO ALTERNATIVA A LA EMISION DE OBLIGACIONES**  
**PERIODO: 30 DE AGOSTO DE 1995 - 31 DE AGOSTO DE 1996**

PLAZO (DIAS)	COMPANIA QUE SOLICITA EL CREDITO	MONTO DEL CREDITO (En millones de sucres)	FECHA DE DESEMBOLSO DEL CREDITO	COSTO DE CAPITAL PROMEDIO DESPUES DEL ESCUDO FISCAL (b)
367	CEPSA (3ERA EMISION)	3000	30-Ago-95	53,50%

**SIMULACION SOBRE ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO**  
**SIMULACION DE UN CREDITO BANCARIO VERSUS LA EMISION DE OBLIGACIONES**  
**PERIODO: 30 DE AGOSTO DE 1995 - 31 DE AGOSTO DE 1996**

PERIODO	TASA DE EMISION	TASA DEL BANCO	DIFERENCIA ENTRE LAS TASAS NOMINALES DEL BANCO Y LA DE EMISION	VENTAJA FINANCIERA NETA PARA LA EMISION (b - a)
1ER TRIMESTRE	44,44%	50,61%	6,17%	12,39%
2DO TRIMESTRE	51,21%	58,11%	6,90%	
3ER TRIMESTRE	56,12%	57,05%	0,93%	
4TO TRIMESTRE	50,56%	55,87%	5,31%	

**FUENTE:** Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Cias.  
**ELABORACION:** El Autor

**CUADRO ANEXO N°. 33**

**COMPARACION DE LOS FLUJOS DE PAGOS  
TRIMESTRALES CORRESPONDIENTES A INTERESES  
Y PRINCIPAL POR CONCEPTO DE EMISION DE OBLIGACIONES\***

**PERIODO (1era Emisión) : 23 DE AGOSTO DE 1994 - 25 DE AGOSTO DE 1995**

**PERIODO (2da Emisión) : 9 DE MAYO DE 1995 - 10 DE MAYO DE 1996**

**PERIODO (3era Emisión) : 30 DE AGOSTO DE 1995 - 31 DE AGOSTO DE 1996**

<b>EMPRESAS</b>	<b>CEPSA 1ERA EMISION</b>	<b>CEPSA 2DA EMISION</b>	<b>CEPSA 3ERA EMISION</b>
<b>PLAZO (DIAS)</b>	367	367	367
<b>MONTO OBTENIDO VIA SUBASTA (INCLUIDO EL PREMIO)</b>	3205,76	3108,33	3000,00
<b>FLUJO INICIAL O INGRESO NETO (deducidos costos de emisión)</b>	3178,21	3060,10	2955,99
<b>FLUJO 1 O EGRESO POR INTERESES</b>	-290,07	-347,38	-388,30
<b>FLUJO 2 O EGRESO POR INTERESES</b>	-301,37	-328,02	-384,04
<b>FLUJO 3 O EGRESO POR INTERESES</b>	-541,20	-668,33	-720,92
<b>FLUJO 4 O EGRESO POR INTERESES: CAPITAL</b>	-3361,98	-3453,92	-3408,66
<b>COSTOS VARIOS DE EMISION (como porcentaje del monto nominal emitido)</b>	0,86%	1,55%	1,47%
<b>COSTO PROMEDIO DEL CAPITAL (nominal anual) INCLUIDO LOS COSTOS DE EMISION</b>	41,5%	46,5%	53,0%
<b>COSTO PROMEDIO DEL CAPITAL (efectivo anual) INCLUIDO LOS COSTOS DE EMISION</b>	48,4%	55,3%	64,5%
<b>COSTO DEL CAPITAL (efectivo anual) INCLUIDO COSTOS DE EMISION Y DESPUES DEL ESCUDO FISCAL</b>	30,9%	35,2%	41,1%

(\*) El capital se amortiza al final del plazo pactado

**FUENTE:** Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE.

Departamento de Oferta Pública, Superintendencia de Compañías.

**ELABORACION:** El Autor

# ARTEFACTA

# ARTEFACTA

## (Primera Emisión de Obligaciones)

### CUPO MAXIMO PARA EMISION (En millones de sucres)

RUBRO	MONTO
AVAL BANCARIO DEL LLOYD'S BANK	1.000
<b>TOTAL</b>	<b>1.000</b>
100% DEL CUPO MAXIMO DE LA EMISION	1.000
<b>CUPO AUTORIZADO</b>	<b>1.000</b>

### ESTADO DE COLOCACION DE LA EMISION ( En millones de sucres)

COMPRADOR	VALOR NOMINAL	PREMIO		PRECIO (%)
		(S/)	(%)	
LLOYDS BANK	400	6,8	1,7%	101,7%
LLOYDS BANK	600	10,2	1,7%	101,7%
<b>TOTAL</b>	<b>1.000</b>	<b>17,0</b>	<b>1,7%</b>	<b>101,7%</b>

### CARACTERISTICAS DE LA EMISION

AUTORIZACION	20-May-94
MONTO (millones) AUTORIZADO	1000
NUMERO DE OBLIGACIONES	del 01 al 100 inclusive
VALOR NOMINAL	10 millones
SERIE	A
GARANTIA	ESPECIFICA***
PLAZO (dias)	367
CALIF. DE RIESGO	NP****
AGENTE PAGADOR	LLOYD'S BANK
REPRESENTANTE DE LOS OBLIGAC.	INTERMED. FIN. BANICREDIT
DESTINO DE LOS RECURSOS	CAPITAL DE TRABAJO
COLOCACION	BURSATIL

### TASAS PACTADAS PARA EL PAGO DE INTERES DE LA EMISION DE OBLIGACIONES

FECHAS		TASA T.A.R.B.C.E.	TASA PACTADA	INTERES PAGADO	TOTAL PAGADO
INICIO	PAGO DE INTERES	(%)	(%)	(en millones)	(INT+K)** (en millones)
23-Nov-94	21-Feb-95	44,88%	33,66%	84,15	84,15
21-Feb-95	22-May-95	71,10%	53,33%	133,31	133,31
22-May-95	20-Ago-95	52,21%	39,16%	97,89	97,89
20-Ago-95	25-Nov-95	49,61%	37,21%	100,25	1.100,25
<b>TOTAL</b>				<b>415,61</b>	<b>1.415,61</b>

(\*) T.A.R.B.C.E = Tasa Activa Referencial del Banco Central del Ecuador

(\*\*) El 25 de Noviembre de 1995 se canceló los intereses correspondientes al período, más la totalidad del capital

(\*\*\*) Ver cuadro de cupo máximo para emisión

(\*\*\*\*) No existió Calificación de Riesgo, puesto que el reglamento de Calificación está vigente desde el 9 de Junio de 1994

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Cías.

ELABORACION: El Autor

**CUADRO DE AMORTIZACION DEL CREDITO BANCARIO CORPORATIVO DE ARTEFACTA  
(PRIMERA EMISION)**

PLAZO DEL PRESTAMO (días)	NUMERO DE CUOTAS AÑO	TASA INTERES	TASA DE IMPUESTOS UNICO - SOLCA	CUOTA A PAGAR	MONTO SOLICITADO	MONTO OTORGADO DEDUCIDO EL 2.6%
367	4		2,60%		1.000,00	974,00
1ERA AMORTIZACION		42,79%		356,975		
2DA AMORTIZACION		62,00%		385,750		
3ERA AMORTIZACION		45,00%		319,250		
4TA AMORTIZACION		45,26%		286,988		

TASA DE INTERES	NUMERO DE CUOTA	SALDO INSOLUTO ADEUDADO	CAPITAL PAGADO	CAPITAL PAGADO INCLUIDO 2,6%	INTERES PAGADO	CUOTA NETA A PAGAR
42,79%	0	1.000,00	250,00	250,00	106,98	356,98
62,00%	1	750,00	250,00	269,50	116,25	385,75
45,00%	2	500,00	250,00	263,00	56,25	319,25
45,26%	3	250,00	250,00	256,50	30,49	286,99
	4	0,00				
<b>TOTAL</b>	<b>TOTAL</b>		<b>1.000,00</b>	<b>1.039,00</b>	<b>309,96</b>	<b>1.348,96</b>

**FLUJOS DE INGRESOS Y EGRESOS  
DEL CREDITO CORPORATIVO BANCARIO\***

FLUJO INICIAL (INGRESO)	974,00
FLUJO DE PAGO 1	-356,98
FLUJO DE PAGO 2	-385,75
FLUJO DE PAGO 3	-319,25
FLUJO DE PAGO 4	-286,99

TIR	15,1%
TIR NOMINAL ANUALIZADA	60,4%

(\*) Ver Anexo ampliado en el cuadro correspondiente a la "Simulación del Crédito Corporativo Bancario"

ELABORACION: El Autor

CUADRO ANEXO N°. 36

**ARTEFACTA**

(Primera Emisión de Obligaciones)

Costo Financiero Bancario (Simulación)

INFORMACION GENERAL

BANCO CONTRA EL CUAL SE COMPARO LA TASA DE INTERES	PICHINCHA
NUMERO DE CUENTA CORRIENTE QUE MANTIENE EN EL BANCO	1934771-5
CALIFICACION DE RIESGO OBTENIDA	NP*
COLOCACION POR MEDIO DE BOLSA DE VALORES	
EL INTERES SERA DEL 0,75 VECES LA TASA ACTIVA REFERENCIAL	
MONTO SOLICITADO DEL PRESTAMO (en millones de sucres)	1000
PLAZO DE LA EMISION (en días)	367

COSTO FINANCIERO BANCARIO (SIMULACION)	DIAS	FECHA EN LA QUE SE PAGA EL CREDITO	FECHA EN LA QUE SE PAGA EL CREDITO	TASAS OFERTADAS POR EL BANCO	2,6% PARA BOLCA E INNFA* (2,74% PARA BOLCA) (0,598% PARA EL INNFA)	MONTO SEMBOLSADO REAL (en millones de sucres)
TASA QUE OFERTA EL BANCO AL MOMENTO DE SOLICITAR EL CREDITO	0 - 90	23-Nov-94	21-Feb-95	42,79%	2,60%	974,00
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 90 DIAS	90 - 180	21-Feb-95	22-May-95	62,00%		
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 180 DIAS	180 - 270	22-May-95	20-Ago-95	45,00%		
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 270 DIAS	270 - 367	20-Ago-95	25-Nov-95	45,26%		

	DIAS	INGRESOS (+) / EGRESOS (-) (millones de \$)	COSTO DEL K NOMINAL ANUAL (TIR NOMINAL)	COSTO DEL K EFECTIVO ANUAL (TIR EFECTIVO)	TASA DESPUES DE IMPUESTOS Y PARTICIPACION LABORAL (ESCUDO FISCAL)
MONTO EFECTIVO OBTENIDO LUEGO DE DEDUCIR EL 2,6% DE IMPUESTOS	0	974,00	60,44%	75,57%	48,18%
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 90 DIAS DEL CREDITO AL 42,79% (AMORTIZADO)	90	-356,98			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 180 DIAS DEL CREDITO AL 62% (AMORTIZADO)	180	-385,75			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 270 DIAS DEL CREDITO AL 45% (AMORTIZADO)	270	-319,25			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 367 DIAS DEL CREDITO AL 45,26% (AMORTIZADO)	367	-286,99			

\* El impuesto del 2,6% se lo cobra en cada renovación del crédito, (cada 90 días, si es amortización trimestral).

Se lo suma a la cuota de capital a pagar, en cada amortización, y se lo calcula sobre el saldo de capital insoluto en cada renovación.

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Clas.

ELABORACION: El Autor

**CUADRO ANEXO N°. 37**  
**ARTEFACTA**  
*(Primera Emisión de Obligaciones)*

**Costos de Emisión**

COSTO FINANCIERO DE LA EMISION (REAL)	DIAS	FECHA EN LA QUE SE COLOCÓ LA EMISION	FECHA EN LA QUE SE PAGÓ LA EMISION	T.A.R.B.C.E. REAJUSTABLE TRIMESTRALMENTE	COSTO FINANCIERO REAJUSTABLE TRIMESTRAL (C.T.A.R.B.C.E.)	PREMIO PROMEDIO OBTENIDO EN COLOCACION	MONTO OFERTADO (millones de sucres)	MONTO OBTENIDO (millones de sucres)
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL AL MOMENTO DE LA EMISION	0 - 90	23-Nov-94	21-Feb-95	44,88%	33,66%	1,70%	1000	1017
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 90 DIAS	90 - 180	21-Feb-95	22-May-95	71,10%	53,33%			
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 180 DIAS	180 - 270	22-May-95	20-Ago-95	52,21%	39,16%			
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 270 DIAS	270 - 367	20-Ago-95	25-Nov-95	49,15%	36,86%			

	DIAS	INGRESOS (+) EGRESOS (-) (millones de S/)	COSTO DEL K NOMINAL ANUAL (TRINOMINAL)	COSTO DEL K EFECTIVO ANUAL (TRIEFECTIVO)	TASA DESPUES DE IMPUESTOS PARTICIPACION LABORAL (ESCUDO FISCAL)
MONTO OBTENIDO VIA SUBASTA (INCLUIDO EL PREMIO)		1017			
MONTO OBTENIDO VIA SUBASTA (INCLUIDO EL PREMIO Y DEDUCIDOS COSTOS DE EMISION)	0	998,51	41,58%	48,53%	30,94%
INTERES A PAGAR A LOS 90 DIAS DE LA EMISION	90	-84,15			
INTERES A PAGAR A LOS 180 DIAS DE LA EMISION	180	-133,31			
INTERES A PAGAR A LOS 270 DIAS DE LA EMISION	270	-97,89			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 367 DIAS DE LA EMISION	367	-1099,32			

COSTOS DE EMISION VARIOS	COSTO (millones de S/)	COSTO COMO PORCENTAJE DEL MONTO NOMINAL COLOCADO
COSTO DE CALIFICACION DE RIESGO*	0,00	0,00%
PROSPECTO DE OFERTA PUBLICA, Y GASTOS DE PUBLICIDAD	3,88	0,39%
COSTO DE ASESORIA	5,00	0,50%
COSTO DE COLOCACION, CORRETAJE DE LA BOLSA DE VALORES	3,07	0,31%
COSTO DE NOTARIZACION	2,10	0,21%
COSTO INCURRIDO PARA PAGO AL REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS**	0,00	0,00%
COSTO INCURRIDO PARA EL AGENTE PAGADOR	4,18	0,42%
<b>COSTO TOTAL INCURRIDO</b>	<b>18,18</b>	<b>1,82%</b>

(\*) No existió Calificación de Riesgo, puesto que el reglamento de Calificación está vigente desde el 9 de Junio de 1994

(\*\*) La empresa no presenta costos respecto del representante de los Obligacionistas

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Clas.

ELABORACION: El Autor

**CUADRO ANEXO N°. 38**  
**EMISION DE OBLIGACIONES**  
**CASO "ARTEFACTA (Primera Emisión)"**  
**PERIODO: 23 DE NOVIEMBRE DE 1994 - 25 DE NOVIEMBRE DE 1995**

PLAZO (DÍAS)	COMPANÍA EMISORA	MONTO DE LA EMISION (En millones de sucres)	FECHA DE AUTORIZACION DE LA EMISION	FECHA DE COLOCACION DE LOS TITULOS	CONDICIONES DE LA EMISION (TASA PACTADA)	COSTO DE CAPITAL PROMEDIO DESPUES DEL ESCUDO FISCAL (a)
367	ARTEFACTA (1ERA EMISION)	1000	20-May-94	23-Nov-94	0.75 DE LA T.A.R.B.C.E	30,94%

**SIMULACION SOBRE ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO**  
**SIMULACION DE UN CREDITO BANCARIO COMO ALTERNATIVA A LA EMISION DE OBLIGACIONES**  
**PERIODO: 23 DE NOVIEMBRE DE 1994 - 25 DE NOVIEMBRE DE 1995**

PLAZO (DÍAS)	COMPANÍA QUE SOLICITA EL CREDITO	MONTO DEL CREDITO (En millones de sucres)	FECHA DE DÉSEMBOLSO DEL CREDITO	COSTO DE CAPITAL PROMEDIO DESPUES DEL ESCUDO FISCAL (b)
367	ARTEFACTA (1ERA EMISION)	1000	23-Nov-94	48,18%

**SIMULACION SOBRE ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO**  
**SIMULACION DE UN CREDITO BANCARIO VERSUS LA EMISION DE OBLIGACIONES**  
**PERIODO: 23 DE NOVIEMBRE DE 1994 - 25 DE NOVIEMBRE DE 1995**

PERIODO	TASA DE EMISION	TASA DEL BANCO	DIFERENCIA ENTRE LAS TASAS NOMINALES DEL BANCO Y LA DE EMISION	VENTAJA FINANCIERA NETA PARA LA EMISION (b - a)
1ER TRIMESTRE	33,66%	42,79%	9,13%	17,24%
2DO TRIMESTRE	53,33%	62,00%	8,68%	
3ER TRIMESTRE	39,16%	45,00%	5,84%	
4TO TRIMESTRE	36,86%	45,26%	8,40%	

**FUENTE:** Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Cías.  
**ELABORACION:** El Autor

# ARTEFACTA

## (Segunda Emisión de Obligaciones)

### CUPO MAXIMO PARA EMISION (En millones de sucres)

RUBRO	MONTO
AVAL BANCARIO DEL LLOYD'S BANK	1.000
<b>TOTAL</b>	<b>1.000</b>
100% DEL CUPO MAXIMO DE LA EMISION	1.000
<b>CUPO AUTORIZADO</b>	<b>1.000</b>

### ESTADO DE COLOCACION DE LA EMISION ( En millones de sucres)

COMPRADOR	VALOR NOMINAL	PREMIO		PRECIO
		(S/)	(%)	(%)
LLOYDS BANK	1.000	0,2	0,02%	100,02%
<b>TOTAL</b>	<b>1.000</b>	<b>0,2</b>	<b>0,02%</b>	<b>100,02%</b>

### CARACTERISTICAS DE LA EMISION

AUTORIZACION	18-Ene-95
MONTO (millones) AUTORIZADO	1000
NUMERO DE OBLIGACIONES	del 01 al 100 inclusive
VALOR NOMINAL	10 millones
SERIE	A
GARANTIA	ESPECIFICA***
PLAZO (días)	367
CAJIF. DE RIESGO	AA****
AGENTE PAGADOR	LLOYD'S BANK
REPRESENTANTE DE LOS OBLIGAC.	INTERMED. FIN. BANICREDIT
DESTINO DE LOS RECURSOS	CAPITAL DE TRABAJO
COLOCACION	BURSATIL

### TASAS PACTADAS PARA EL PAGO DE INTERESES DE LA EMISION DE OBLIGACIONES

FECHAS	PAGO DE INTERES	TASA	TASA	INTERES PAGADO (en millones)	TOTAL PAGADO (INT+K)** (en millones)
		T.A.R.B.C.E (%)	PACTADA (%)		
INICIO					
1-Jun-95	30-Ago-95	51,75%	38,81%	97,03	97,03
30-Ago-95	28-Nov-95	50,57%	37,93%	94,82	94,82
28-Nov-95	26-Feb-96	58,96%	44,22%	110,55	110,55
26-Feb-96	2-Jun-96	62,40%	46,80%	126,10	1.126,10
<b>TOTAL</b>				<b>428,50</b>	<b>1.428,50</b>

(\*) T.A.R.B.C.E = Tasa Activa Referencial del Banco Central del Ecuador

(\*\*) El 2 de Junio de 1996 se canceló los intereses correspondientes al periodo, más la totalidad del capital

(\*\*\*) Ver cuadro de cupo máximo para emisión

(\*\*\*\*) La Calificación fue realizada por Ratings, y la calificación de AA corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen muy alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen.

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Cías.

ELABORACION: El Autor

**CUADRO DE AMORTIZACION DEL CREDITO BANCARIO CORPORATIVO DE ARTEFACTA  
(SEGUNDA EMISION)**

PLAZO DEL PRESTAMO (días)	NUMERO DE CUOTAS/AÑO	TASA INTERES	TASA DE IMPUESTOS UNICO SOLCA	CUOTA A PAGAR	MONTO SOLICITADO	MONTO OTORGADO DEDUCIDO EL 2,6%
367	4		2,60%		1.000,00	974,00
1ERA AMORTIZACION		43,00%		357,500		
2DA AMORTIZACION		47,63%		358,806		
3ERA AMORTIZACION		47,99%		322,988		
4TA AMORTIZACION		48,01%		288,840		

TASA DE INTERES	NUMERO DE CUOTA	SALDO INSOLUTO ADEUDADO	CAPITAL PAGADO	CAPITAL PAGADO INCLUIDO 2,6%	INTERES PAGADO	CUOTA META A PAGAR
43,00%	0	1.000,00	250,00	250,00	107,50	357,50
47,63%	1	750,00	250,00	269,50	89,31	358,81
47,99%	2	500,00	250,00	263,00	59,99	322,99
48,01%	3	250,00	250,00	256,50	32,34	288,84
	4	0,00				
<b>TOTAL</b>	<b>TOTAL</b>		<b>1.000,00</b>	<b>1.039,00</b>	<b>289,13</b>	<b>1.328,13</b>

**FLUJOS DE INGRESOS Y EGRESOS  
DEL CREDITO CORPORATIVO BANCARIO\***

FLUJO INICIAL (INGRESO)	974,00
FLUJO DE PAGO 1	-357,50
FLUJO DE PAGO 2	-358,81
FLUJO DE PAGO 3	-322,99
FLUJO DE PAGO 4	-288,84

TIR	14,2%
TIR NOMINAL ANUALIZADA	57,0%

(\*) Ver Anexo ampliado en el cuadro correspondiente a la "Simulación del Crédito Corporativo Bancario"

ELABORACION: El Autor

**CUADRO ANEXO N°. 41**  
**ARTEFACTA**  
**(Segunda Emisión de Obligaciones)**

**Costo Financiero Bancario (Simulación)**

**INFORMACION GENERAL**

BANCO CONTRA EL CUAL SE COMPARO LA TASA DE INTERES	PICHINCHA
NUMERO DE CUENTA CORRIENTE QUE MANTIENE EN EL BANCO	19347715
CALIFICACION DE RIESGO OBTENIDA	AA
CALIFICACION DE RIESGO REVISADA	AA
CALIFICADORA	RATINGS
COLOCACION POR MEDIO DE BOLSA DE VALORES	
EL INTERES SERA DEL 0,75 VECES LA TASA ACTIVA REFERENCIAL	
MONTO SOLICITADO DEL PRESTAMO (en millones de sucs)	1000
PLAZO DE LA EMISION (en días)	367

<b>COSTO FINANCIERO BANCARIO (SIMULACION)</b>	<b>DIAS</b>	<b>FECHA EN LA QUE SE PAGA EL CREDITO</b>	<b>FECHA EN LA QUE SE PAGA EL CREDITO</b>	<b>TASAS OFERTADAS POR EL BANCO</b>	<b>2,6% PARA BOLSA E INNFA (2% PARA BOLSA) (0,599% PARA EL INNFA)</b>	<b>MONTO DE EMBOLEADO REAL (en millones de sucs)</b>
TASA QUE OFERTA EL BANCO AL MOMENTO DE SOLICITAR EL CREDITO	0 - 90	1-Jun-95	30-Ago-95	43,00%	2,60%	974,00
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 90 DIAS	90 - 180	30-Ago-95	28-Nov-95	47,63%		
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 180 DIAS	180 - 270	28-Nov-95	26-Feb-96	47,99%		
TASA QUE OFERTA EL BANCO A LOS 270 DIAS	270 - 367	26-Feb-96	2-Jun-96	48,01%		

	<b>DIAS</b>	<b>INGRESOS (+) EGRESOS (-) (millones de \$)</b>	<b>COSTO DEL K NOMINAL ANUAL (TIR NOMINAL)</b>	<b>COSTO DEL K EFECTIVO ANUAL (TIR EFECTIVO)</b>	<b>TASA DESPUES DE IMPUESTOS Y PARTICIPACION LABORAL (ESCUDO FISCAL)</b>
MONTO EFECTIVO OBTENIDO LUEGO DE DEDUCIR EL 2,6% DE IMPUESTOS	0	974,00	56,98%	70,35%	44,85%
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 90 DIAS DEL CREDITO AL 43% (AMORTIZADO)	90	-357,50			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 180 DIAS DEL CREDITO AL 47,63% (AMORTIZADO)	180	-358,81			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 270 DIAS DEL CREDITO AL 47,99% (AMORTIZADO)	270	-322,99			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 367 DIAS DEL CREDITO AL 48,01% (AMORTIZADO)	367	-288,84			

\* El impuesto del 2,6% se lo cobra en cada renovación del crédito, (cada 90 días, si es amortización trimestral).  
 Se lo suma a la cuota de capital a pagar, en cada amortización, y se lo calcula sobre el saldo de capital insoluto en cada renovación.

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Cias.  
 ELABORACION: El Autor

CUADRO ANEXO N°. 42  
**ARTEFACTA**  
 (Segunda Emisión de Obligaciones)

**Costos de Emisión**

COSTO FINANCIERO DE LA EMISION (BCE)	DIAS	FECHA EN LA QUE SE COLOCA LA EMISION	FECHA EN LA QUE SE PAGA LA EMISION	T.A.R.B.C.E. REAJUSTABLE TRIMESTRALMENTE	COSTO FINANCIERO REAJUSTABLE TRIMESTRAL (T.A.R.B.C.E.)	PREMIO PROMEDIO OBTENIDO EN COLOCACION	MONTO OFERTADO (millones de sucres)	MONTO OBTENIDO (millones de sucres)
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL AL MOMENTO DE LA EMISION	0 - 90	1-Jun-95	30-Ago-95	51,75%	38,81%	0,02%	1000	1000,20
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 90 DIAS	90 - 180	30-Ago-95	28-Nov-95	50,58%	37,94%			
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 180 DIAS	180 - 270	28-Feb-96	26-Feb-96	58,96%	44,22%			
TASA PASIVA REFERENCIAL DEL BANCO CENTRAL A LOS 270 DIAS	270 - 367	26-Feb-96	2-Jun-96	62,42%	46,82%			

	DIAS	INGRESOS (+) EGRESOS (-) (millones de \$)	COSTO DEL K% NOMINAL ANUAL (TIR NOMINAL)	COSTO DEL K% EFECTIVO ANUAL (TIR EFECTIVO)	TASA, DESPUES DE IMPUESTOS Y PARTICIPACION LABORAL (ESCUDO FISCAL)
MONTO OBTENIDO VIA SUBASTA (INCLUIDO EL PREMIO)		1000,20			
MONTO OBTENIDO VIA SUBASTA (INCLUIDO EL PREMIO Y DEDUCIDOS COSTOS DE EMISION)	0	971,25	46,05%	54,84%	34,83%
INTERES A PAGAR A LOS 90 DIAS DE LA EMISION	90	-97,03			
INTERES A PAGAR A LOS 180 DIAS DE LA EMISION	180	-94,84			
INTERES A PAGAR A LOS 270 DIAS DE LA EMISION	270	-110,55			
INTERES + CAPITAL A PAGAR A LOS 367 DIAS DE LA EMISION	367	-1128,14			

COSTOS DE EMISION VARIOS	COSTO (millones de \$)	COSTO COMO PORCENTAJE DEL MONTO NOMINAL COLOCADO
COSTO DE CALIFICACION DE RIESGO	6,00	0,60%
OTROS GASTOS (IMPRESION)	0,68	0,07%
COSTO DE ASESORIA	8,77	0,88%
COSTO DE COLOCACION, CORRETAJE DE LA BOLSA DE VALORES	2,82	0,28%
COSTO DE NOTARIZACION	2,04	0,20%
COSTO INCURRIDO PARA PAGO AL REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS*	0,00	0,00%
COSTO INCURRIDO PARA EL AGENTE PAGADOR	8,64	0,86%
<b>COSTO TOTAL INCURRIDO</b>	<b>28,94</b>	<b>2,89%</b>

(\*) La empresa no presenta costos respecto del representante de los Obligacionistas

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Cias.

ELABORACION: El Autor

**CUADRO ANEXO N°. 43**  
**EMISION DE OBLIGACIONES**  
**CASO "ARTEFACTA (Segunda Emisión)"**  
**PERIODO: 1 DE JUNIO DE 1995 - 2 DE JUNIO DE 1996**

PLAZO (DÍAS)	COMPANIA EMISORA	MONTO DE LA EMISION (En millones de sucres)	FECHA DE AUTORIZACION DE LA EMISION	FECHA DE COLOCACION DE LOS TITULOS	CONDICIONES DE LA EMISION (TASA PACTADA)	COSTO DE CAPITAL PROMEDIO DESPUES DEL ESCUDO FISCAL (a)
367	ARTEFACTA (2DA EMISION)	1000	18-Ene-95	1-Jun-95	0.75 DE LA T.A.R.B.C.E	34,83%

**SIMULACION SOBRE ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO**  
**SIMULACION DE UN CREDITO BANCARIO COMO ALTERNATIVA A LA EMISION DE OBLIGACIONES**  
**PERIODO: 1 DE JUNIO DE 1995 - 2 DE JUNIO DE 1996**

PLAZO (DÍAS)	COMPANIA QUE SOLICITA EL CREDITO	MONTO DEL CREDITO (En millones de sucres)	FECHA DE DESEMBOLSO DEL CREDITO	COSTO DE CAPITAL PROMEDIO DESPUES DEL ESCUDO FISCAL (b)
367	ARTEFACTA (2DA EMISION)	1000	1-Jun-95	44,85%

**SIMULACION SOBRE ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO**  
**SIMULACION DE UN CREDITO BANCARIO VERSUS LA EMISION DE OBLIGACIONES**  
**PERIODO: 1 DE JUNIO DE 1995 - 2 DE JUNIO DE 1996**

PERIODO	TASA DE EMISION	TASA DEL BANCO	DIFERENCIA ENTRE LAS TASAS NOMINALES DEL BANCO Y LA DE EMISION	VENTAJA FINANCIERA NETA PARA LA EMISION (b - a)
1ER TRIMESTRE	38,81%	43,00%	4,19%	10,02%
2DO TRIMESTRE	37,94%	47,63%	9,70%	
3ER TRIMESTRE	44,22%	47,99%	3,77%	
4TO TRIMESTRE	46,82%	48,01%	1,20%	

**FUENTE:** Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Cías.  
**ELABORACION:** El Autor

**CUADRO ANEXO N°. 44**

**COMPARACION DE LOS FLUJOS DE PAGOS  
TRIMESTRALES CORRESPONDIENTES A INTERESES  
Y PRINCIPAL POR CONCEPTO DE EMISION DE OBLIGACIONES\***

**PERIODO (1era Emisión) : 23 DE NOVIEMBRE DE 1994 - 25 DE NOVIEMBRE DE 1995**

**PERIODO (2da Emisión) : 1 DE JUNIO DE 1995 - 2 DE JUNIO DE 1996**

<b>EMPRESA</b>	<b>ARTEFACTA 1ERA EMISION</b>	<b>ARTEFACTA 2DA EMISION</b>
<b>PLAZO (DIAS)</b>	<b>367</b>	<b>367</b>
<b>MONTO OBTENIDO VIA SUBASTA (INCLUIDO EL PREMIO)</b>	1017,00	1000,20
<b>FLUJO INICIAL O INGRESO NETO (deducidos costos de emisión)</b>	998,51	974,25
<b>FLUJO 1 O EGRESO POR INTERESES</b>	-34,15	-97,03
<b>FLUJO 2 O EGRESO POR INTERESES</b>	-63,31	-94,84
<b>FLUJO 3 O EGRESO POR INTERESES</b>	-97,89	-110,55
<b>FLUJO 4 O EGRESO POR INTERESES + CAPITAL</b>	-1099,82	-1126,14
<b>COSTOS VARIOS DE EMISION (como porcentaje del monto nominal emitido)</b>	1,82%	2,89%
<b>COSTO PROMEDIO DEL CAPITAL (nominal anual) INCLUIDO LOS COSTOS DE EMISION</b>	41,6%	46,1%
<b>COSTO PROMEDIO DEL CAPITAL (efectivo anual) INCLUIDO LOS COSTOS DE EMISION</b>	48,5%	54,6%
<b>COSTO DEL CAPITAL (efectivo anual) INCLUIDO COSTOS DE EMISION Y DESPUES DEL ESCUDO FISCAL</b>	30,9%	34,8%

(\*) El capital se amortiza al final del plazo pactado

*FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE.*

*'Departamento de Oferta Pública, Superintendencia de Compañías.*

*ELABORACION: El Autor*

# INDICES FINANCIEROS

**CUADRO N°. 45**  
**EVOLUCION DE LOS PRINCIPALES INDICES FINANCIEROS DE LA COMPAÑÍA CEDAL.**  
**PERIODO : 1991 - 1994**

INDICES	1991	1992	1993	1994
<b>INDICES DE LIQUIDEZ</b>				
PRUEBA ACIDA	1,36	1,23	1,19	1,37
INDICE DE SOLVENCIA	2,31	2,34	2,11	2,01
CAPITAL DE TRABAJO (millones)	5.227	6.338	7.154	11.291
<b>INDICES DE ENDEUDAMIENTO</b>				
INDICE DE SOLIDEZ	0,41	0,33	0,42	0,43
<b>INDICES DE CAPACIDAD DE PAGO</b>				
INDICE DE COBERTURA DE INT.	2,22	5,57	1,39	3,95
<b>INDICES DE RENTABILIDAD</b>				
RENTABILIDAD GLOBAL*	21,52%	14,04%	14,90%	14,88%
RENTABILIDAD SOBRE PATRIM.*	30,04%	12,23%	16,81%	18,09%

(\*) No incluye Ganancias de Capital

**FUENTE:** Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE.

'Departamento de Oferta Pública, Superintendencia de Compañías.

**ELABORACION:** El Autor

**CUADRO ANEXO N°. 46**  
**EVOLUCION DE LOS PRINCIPALES INDICES FINANCIEROS DE LA COMPAÑIA LIFE.**  
**PERIODO : 1991 - 1995**

<b>INDICES</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>
<b>INDICES DE LIQUIDEZ</b>					
PRUEBA ACIDA	0,66	0,55	0,79	0,84	0,54
INDICE DE SOLVENCIA	1,88	1,74	1,70	1,31	0,99
CAPITAL DE TRABAJO (millones)	3.857	4.777	4.922	3.880	(238)
<b>INDICES DE ENDEUDAMIENTO</b>					
INDICE DE SOLIDEZ	0,56	0,54	0,66	0,74	0,80
<b>INDICES DE CAPACIDAD DE PAGO</b>					
INDICE DE COBERTURA DE INT.	2,09	1,41	0,86	1,66	0,88
<b>INDICES DE RENTABILIDAD</b>					
RENTABILIDAD GLOBAL*	10,57%	11,60%	8,05%	8,34%	8,07%
RENTABILIDAD SOBRE PATRIM.*	16,42%	8,46%	-10,78%	2,29%	2,25%

(\*) No incluye Ganancias de Capital

**FUENTE:** Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE.

'Departamento de Oferta Pública, Superintendencia de Compañías.

**ELABORACION:** El Autor

**CUADRO ANEXO N°. 47**  
**EVOLUCION DE LOS PRINCIPALES INDICES FINANCIEROS DE LA COMPAÑIA CEPESA.**  
**PERIODO : 1991 - 1995**

INDICES	1991	1992	1993	1994	1995
<b>INDICES DE LIQUIDEZ</b>					
PRUEBA ACIDA	0,99	0,80	0,81	0,89	0,74
INDICE DE SOLVENCIA	1,54	1,37	1,31	1,50	1,40
CAPITAL DE TRABAJO (millones)	2.623	4.531	3.786	7.665	6.390
<b>INDICES DE ENDEUDAMIENTO</b>					
INDICE DE SOLIDEZ	0,62	0,65	0,54	0,58	0,59
<b>INDICES DE CAPACIDAD DE PAGO</b>					
INDICE DE COBERTURA DE INT.	0,77	0,95	1,05	1,25	-0,09
<b>INDICES DE RENTABILIDAD</b>					
RENTABILIDAD GLOBAL*	10,64%	9,95%	7,11%	10,00%	-2,32%
RENTABILIDAD SOBRE PATRIM.*	5,26%	10,58%	9,31%	5,56%	-4,94%

(\*) No incluye Ganancias de Capital

FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE.

Departamento de Oferta Pública, Superintendencia de Compañías.

ELABORACION: El Autor

**CUADRO ANEXO N°. 48**  
**VOLUCION DE LOS PRINCIPALES INDICES FINANCIEROS DE LA COMPAÑIA ARTEFACTA**  
**PERIODO : 1991 - 1995**

<b>INDICES</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>
<b>INDICES DE LIQUIDEZ</b>					
PRUEBA ACIDA	0,85	1,09	1,01	0,96	1,38
INDICE DE SOLVENCIA	1,26	1,37	1,41	1,33	1,76
CAPITAL DE TRABAJO (millones)	1.601	5.464	8.450	16.691	55.504
<b>INDICES DE ENDEUDAMIENTO</b>					
INDICE DE SOLIDEZ	0,94	0,84	0,79	0,87	0,87
<b>INDICES DE CAPACIDAD DE PAGO</b>					
INDICE DE COBERTURA DE INT.	0,12	0,29	0,12	0,01	-0,14
<b>INDICES DE RENTABILIDAD</b>					
RENTABILIDAD GLOBAL*	2,32%	7,50%	2,41%	-0,21%	-1,73%
RENTABILIDAD SOBRE PATRIM.*	34,41%	45,98%	19,60%	18,35%	12,23%

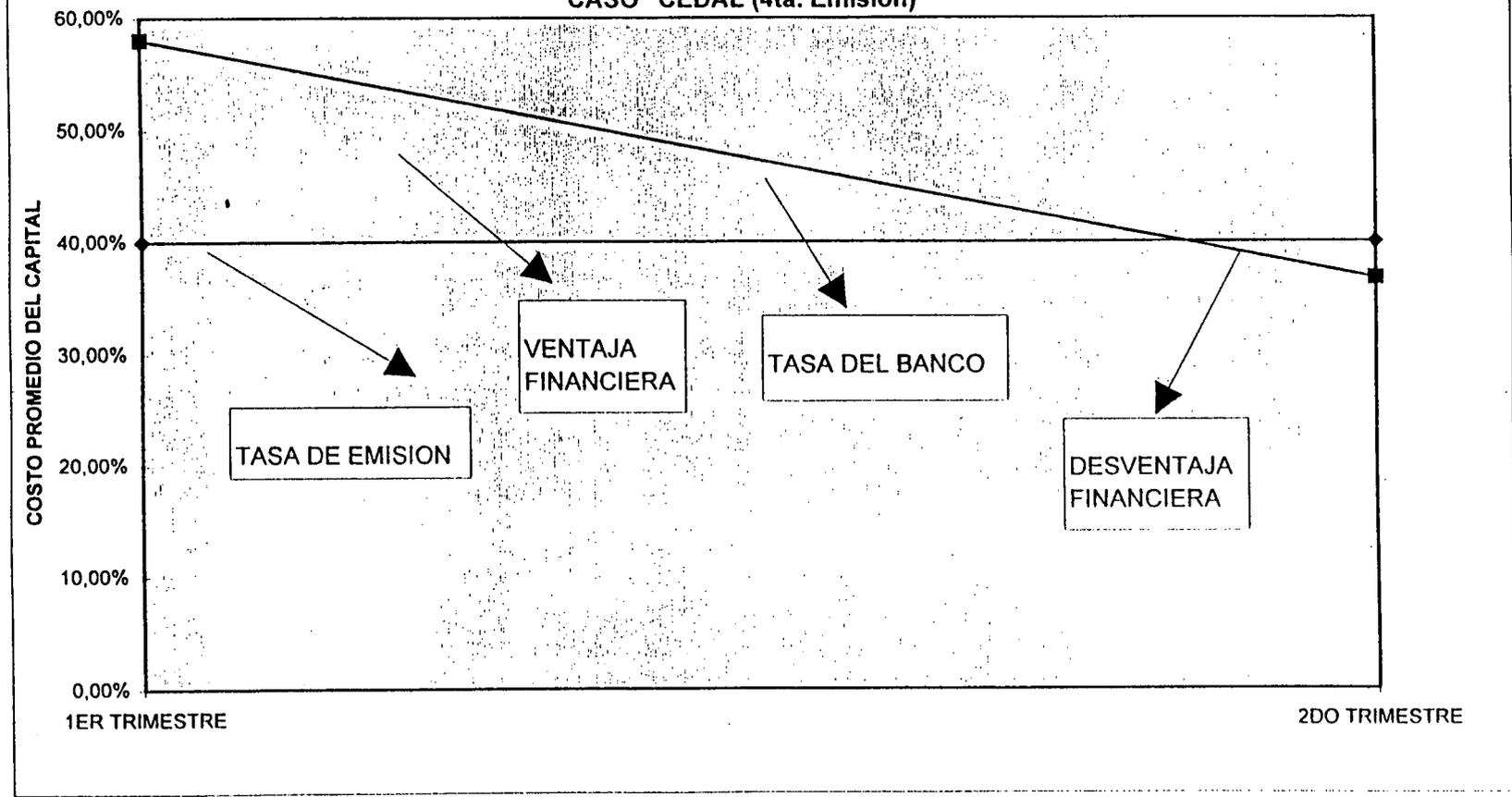
(\*) No incluye Ganancias de Capital

**FUENTE:** Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE.

'Departamento de Oferta Pública, Superintendencia de Compañías.

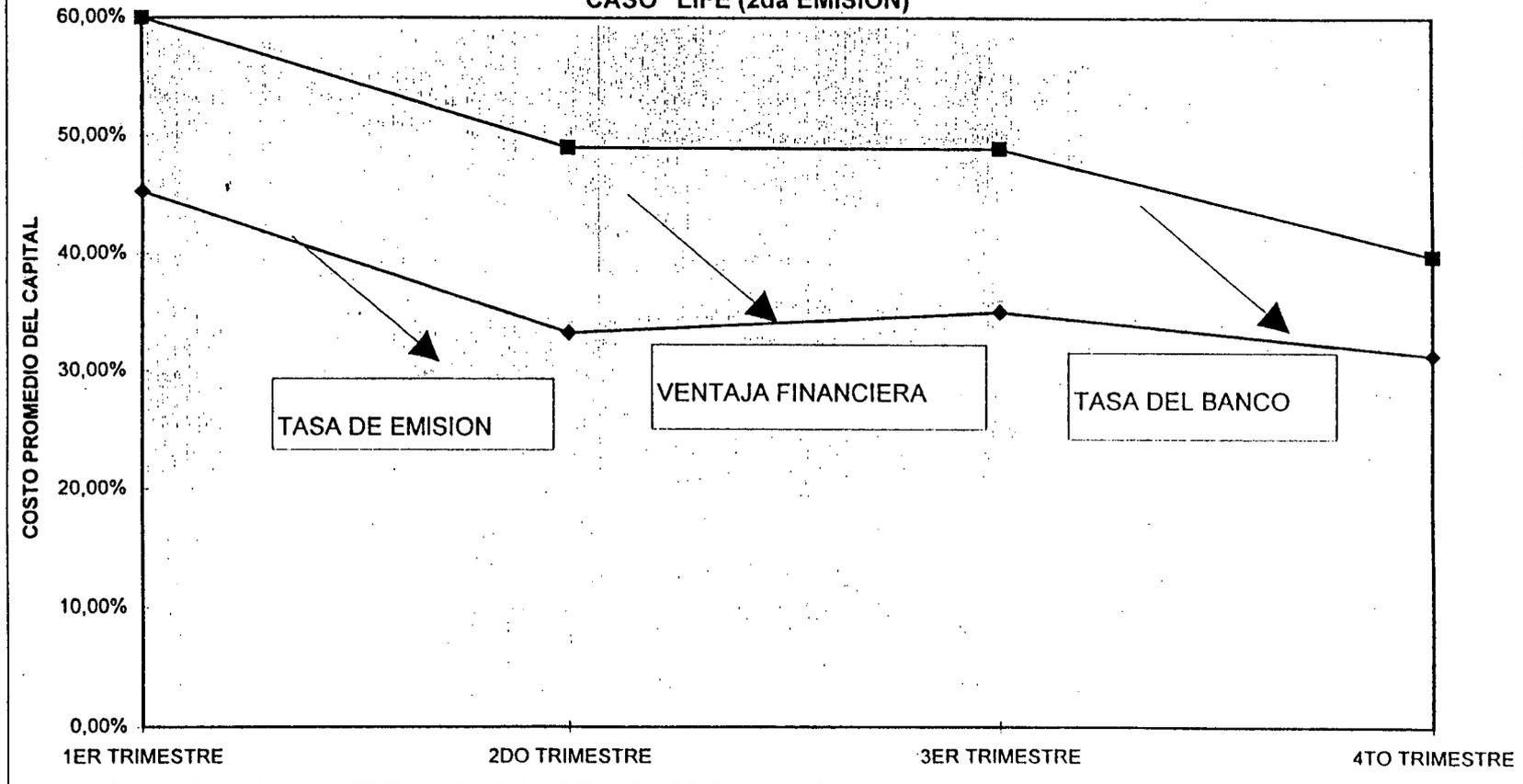
**ELABORACION:** El Autor

GRÁFICO ANEXO N°.1  
 VENTAJA FINANCIERA  
 EMISION DE OBLIGACIONES vs. CREDITO BANCARIO  
 CASO "CEDAL (4ta. Emisión)"



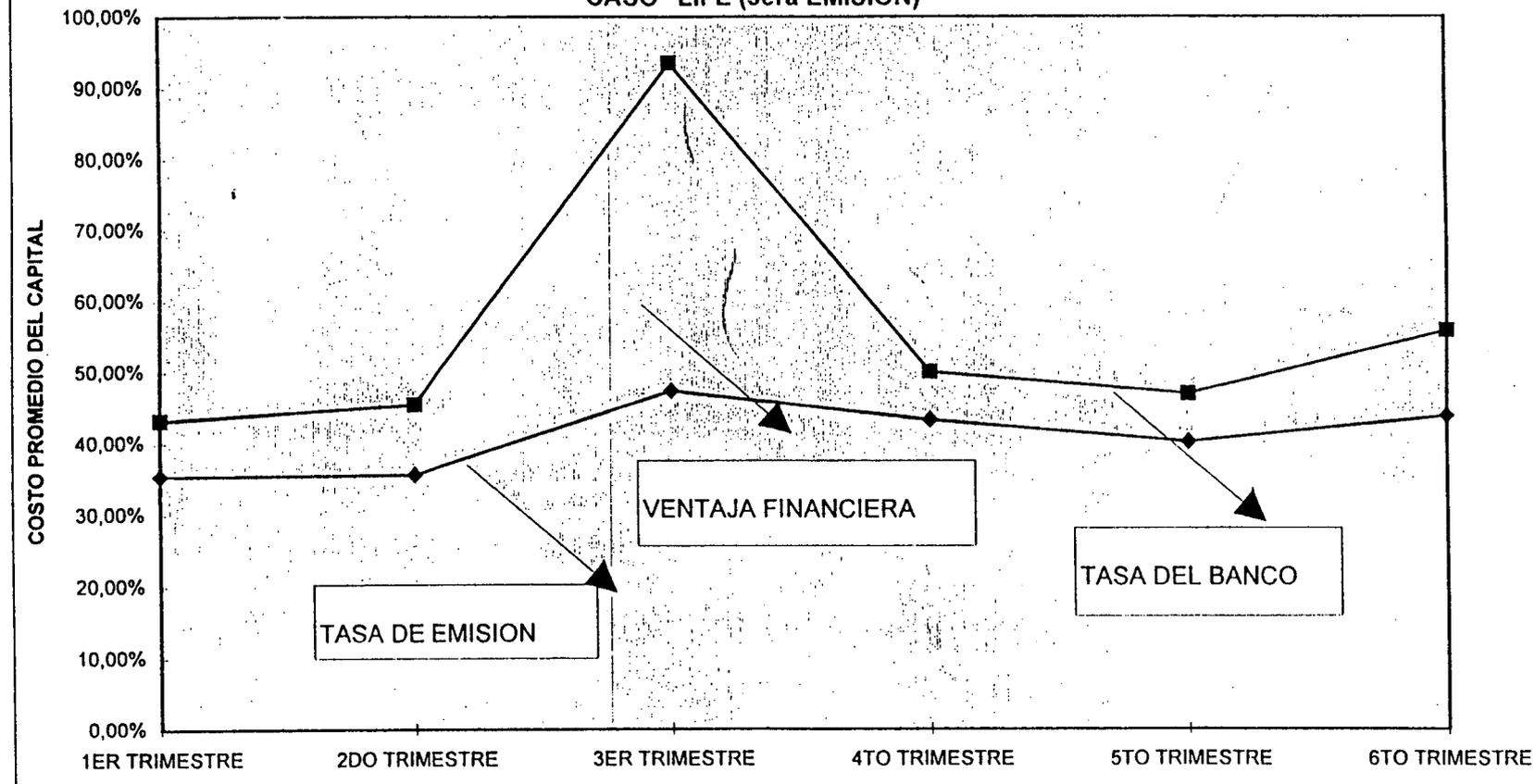
FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Clas.  
 ELABORACION: El Autor

GRAFICO ANEXO N°. 2  
VENTAJA FINANCIERA  
EMISION DE OBLIGACIONES vs. CREDITO BANCARIO  
CASO "LIFE (2da EMISION)"



FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Clás.  
ELABORACION: El Autor

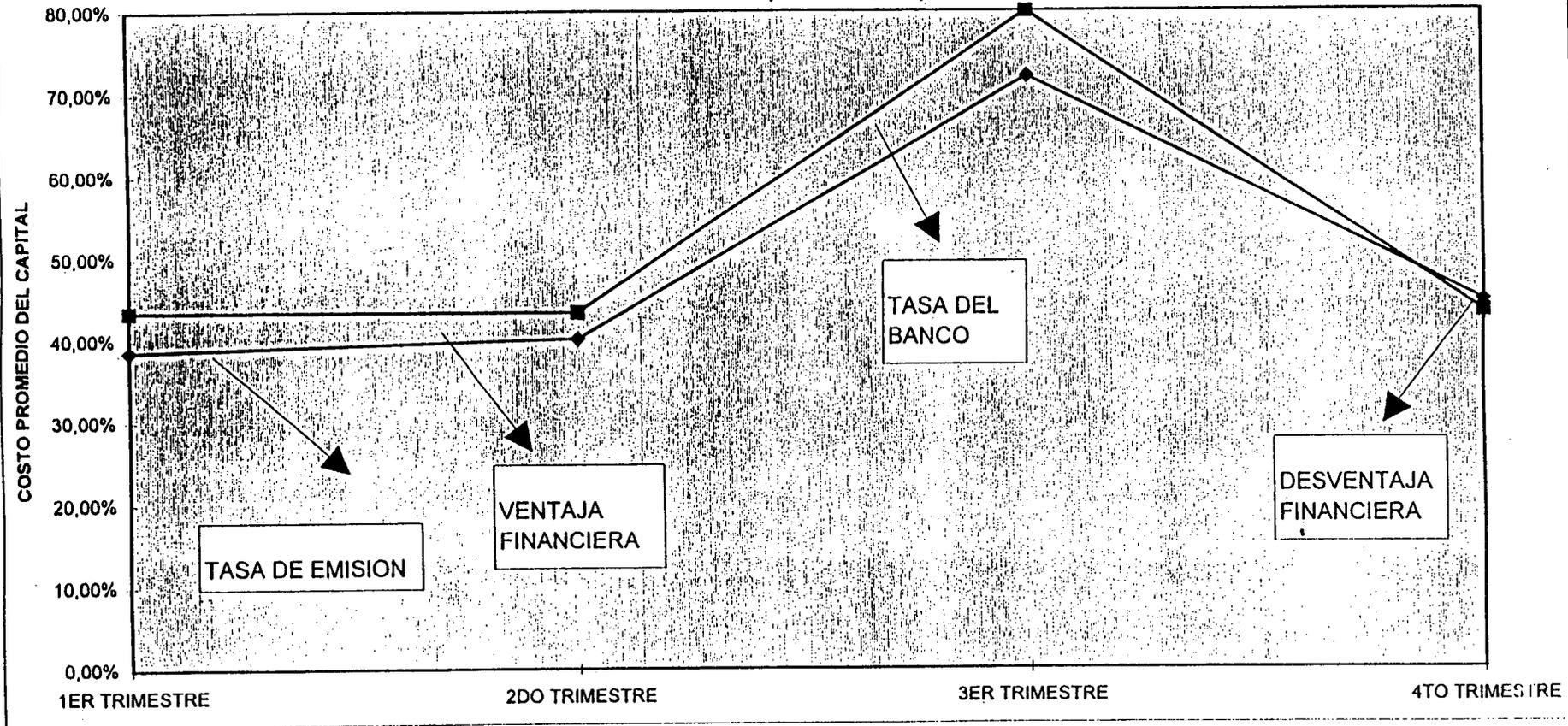
**GRAFICO ANEXO N°.3  
VENTAJA FINANCIERA  
EMISION DE OBLIGACIONES vs. CREDITO BANCARIO  
CASO "LIFE (3era EMISION)"**



**FUENTE:** Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Clas.  
**ELABORACION:** El Autor

# GRAFICOS ANEXOS

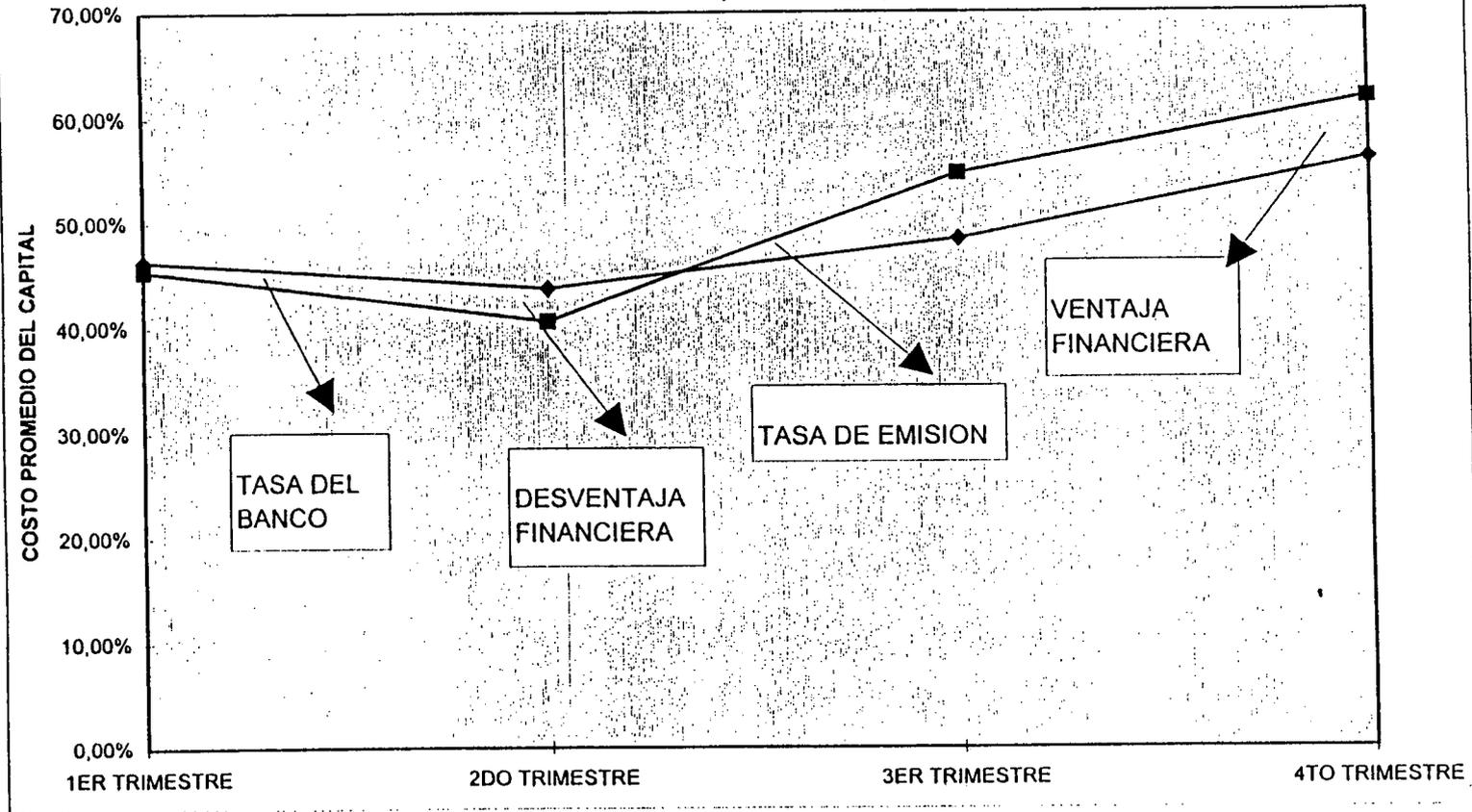
GRAFICO ANEXO N°. 4  
 VENTAJA FINANCIERA  
 EMISION DE OBLIGACIONES vs. CREDITO BANCARIO  
 CASO "CEPSA (1era Emisión)"



FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Cías.

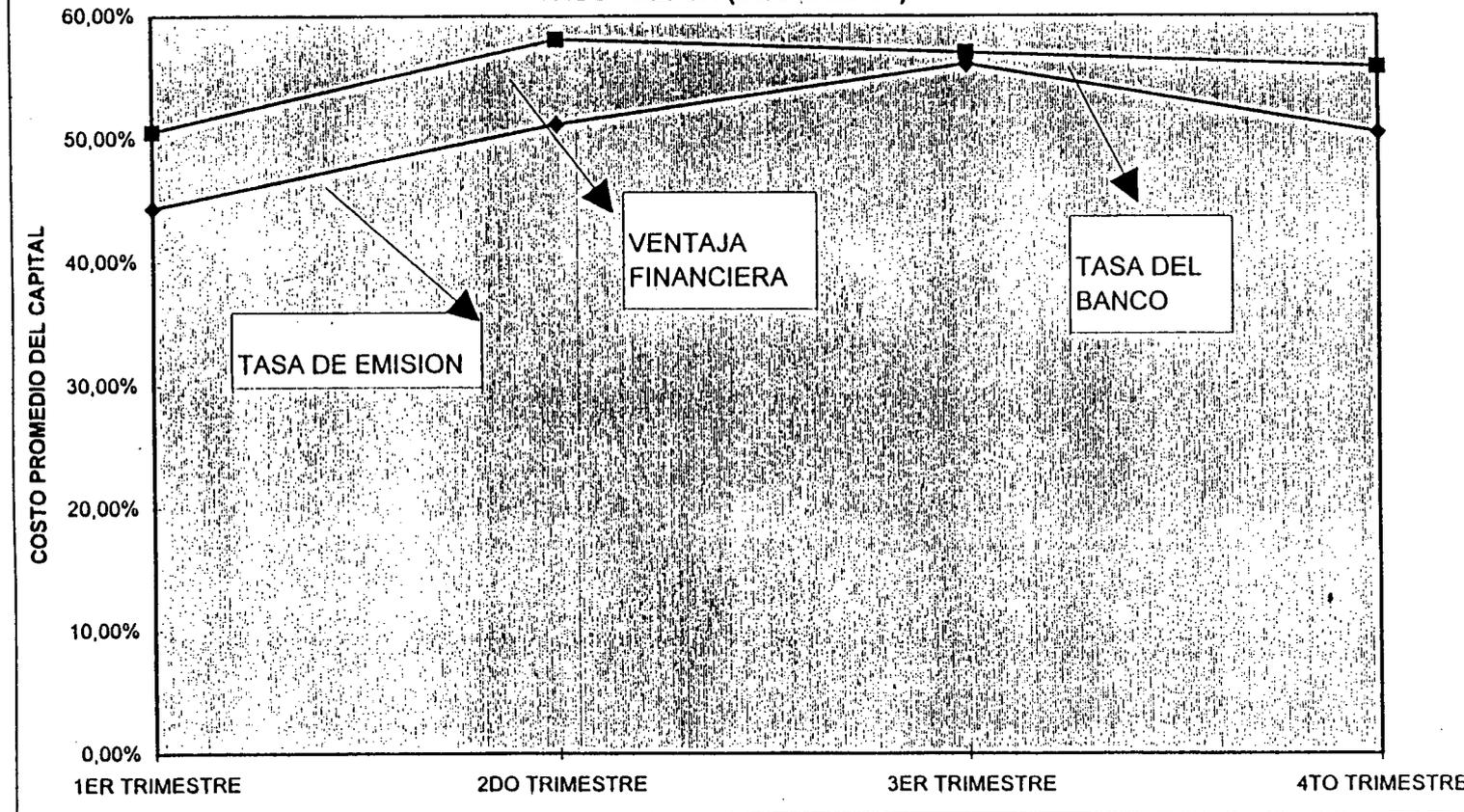
ELABORACION: El Autor

**GRAFICO ANEXO N°. 5  
VENTAJA FINANCIERA  
EMISION DE OBLIGACIONES vs. CREDITO BANCARIO  
CASO "CEPSA (2da Emisión)"**



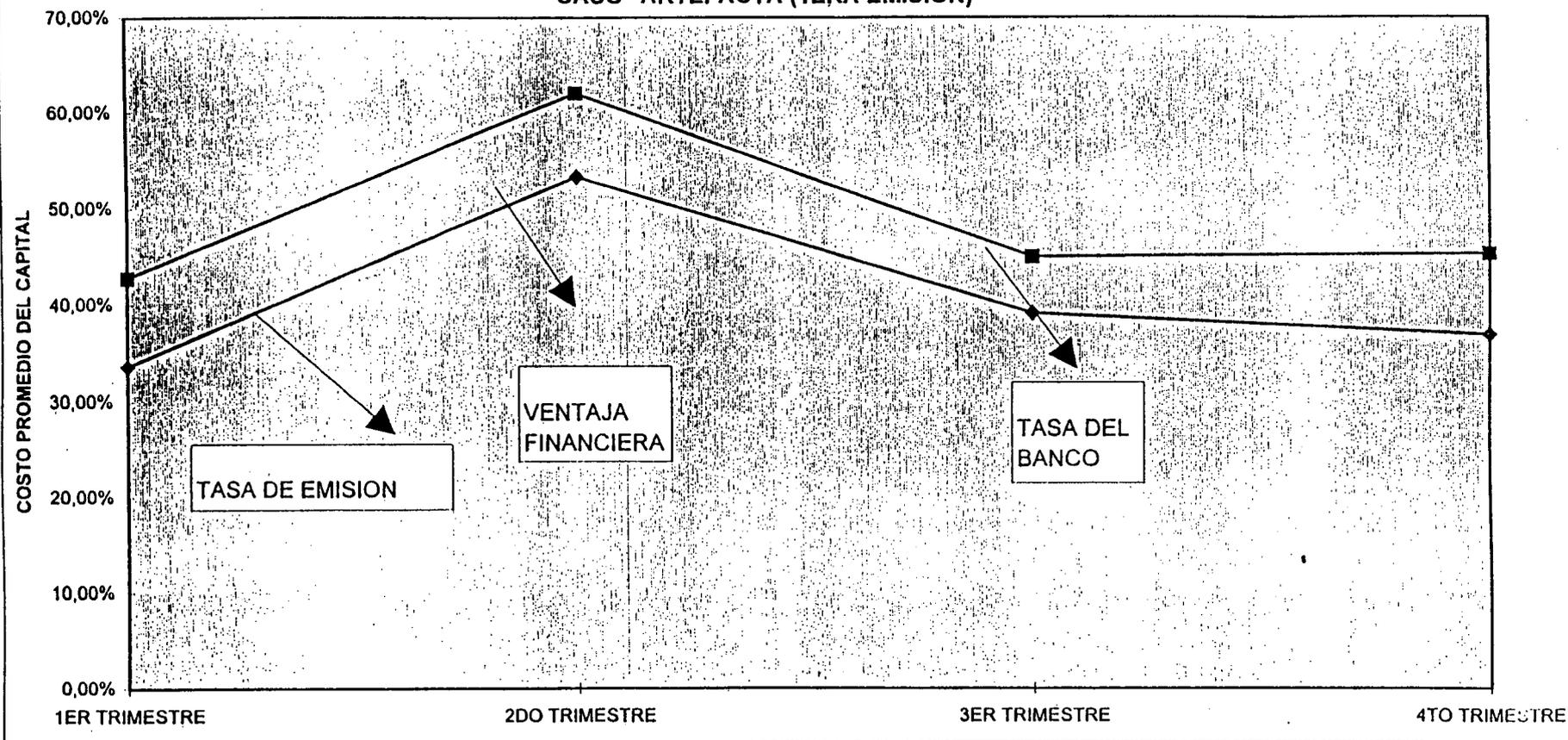
**FUENTE:** Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de CI  
**ELABORACION:** El Autor

GRAFICO ANEXO N°. 6  
VENTAJA FINANCIERA  
EMISION DE OBLIGACIONES vs. CREDITO BANCARIO  
CASO "CEPSA (3era Emisión)"



FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública SuperInt. de CI  
ELABORACION: El Autor

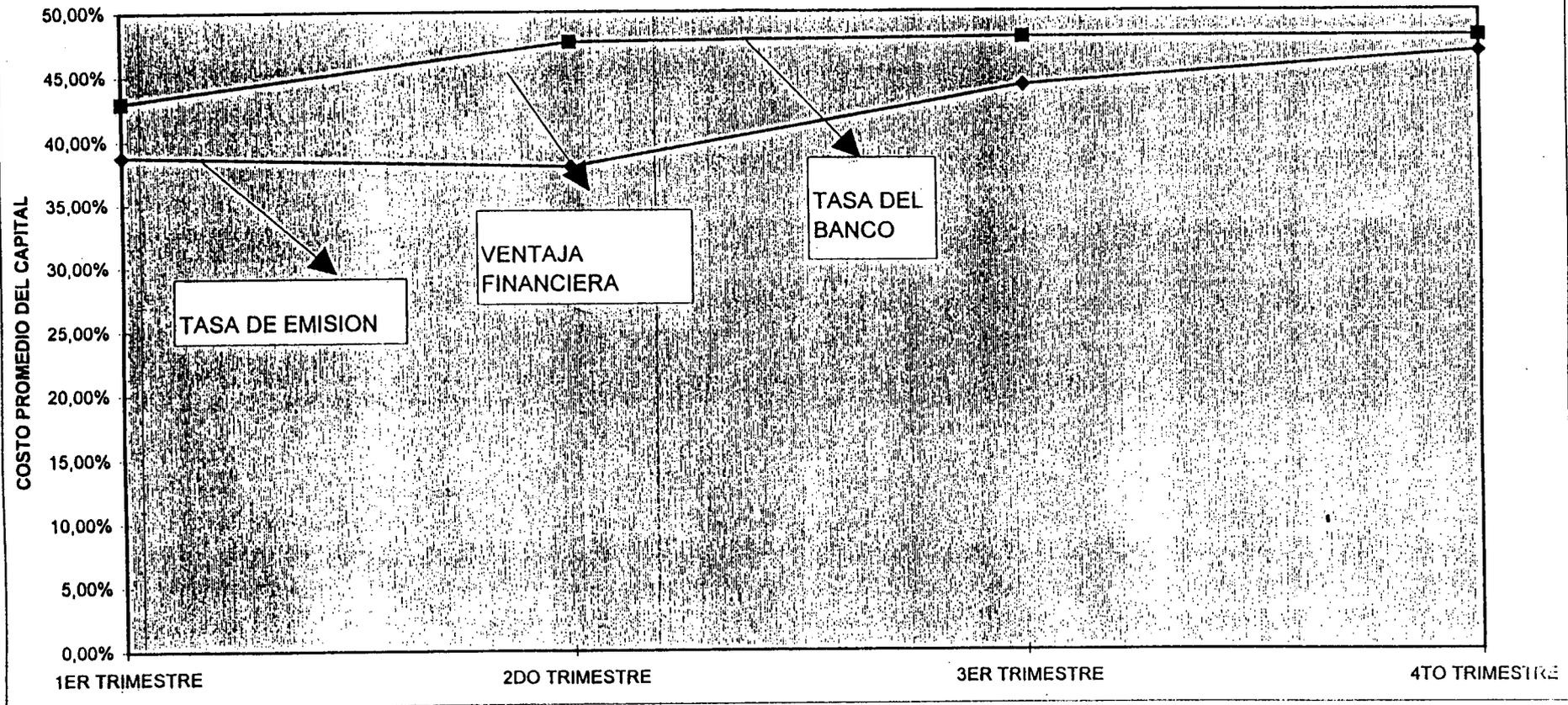
GRAFICO ANEXO N°.7  
VENTAJA FINANCIERA  
EMISION DE OBLIGACIONES vs. CREDITO BANCARIO  
CASO "ARTEFACTA (1ERA EMISION)"



FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Clas.

ELABORACION: El Autor

GRAFICO ANEXO N°. 8  
 VENTAJA FINANCIERA  
 EMISION DE OBLIGACIONES vs. CREDITO BANCARIO  
 CASO "ARTEFACTA (2DA EMISION)"



FUENTE: Reportes de los Emisores de Obligaciones, Entrevistas, Información estadística mensual del BCE, Dep de Oferta Pública Superint. de Cías.  
 ELABORACION: El Autor

# **ANEXO N° 2**

## **DETERMINANTES TAMAÑO DEL MERCADO DE CAPITALES.**

### **UNA APROXIMACION ECONOMETRICA**

ANEXO No. 2a

DETERMINANTES DE LA PROFUNDIDAD DEL MERCADO DE CAPITALES  
EJERCICIO DE CORTE TRANSVERSAL  
PROMEDIOS 1985-1992  
( Estadísticos t entre paréntesis )

VARIABLES DEPENDIENTES: Ln (Capitalización de mercado/PIB)				
	Ecuación 1	Ecuación 2	Ecuación 3	Ecuación 4
Constante	2,6644 (2,90)***	0,0322 (0,02)	1,9389 (1,19)	2,2236 (1,43)
Ln (inflación)	-0,3649 (-3,25)***			
Ln (PIB per cápita)	0,1678 (1,89)*			
Volatilidad inflación		-0,2887 (-2,90)***		
Volatilidad PIB per cápita		0,6027 (2,01)*		
Volatilidad devaluación real			-0,4355 (-2,09)**	-0,5708 (-3,07)***
Ln (Inversión/PIB)		1,0610 (2,66)**	0,8130 (1,91)*	
Ln (Ahorro doméstico/PIB)				0,8060 (1,80)*
R2	0,3691	0,3755	0,2976	0,2934
DW	1,8753	1,9267	1,8765	1,9433
Número de observaciones	40	40	40	40
Método de estimación	MCO	MCO	MCO	MCO

(\*) Significativo al 10%

(\*\*) Significativo al 5%

(\*\*\*) Significativo al 1%

FUENTE: Misión de Estudio del Mercado de Capitales de Colombia-Banco Mundial  
ELABORACION: El Autor

Anexo No. 2b

DETERMINANTES DE LA PROFUNDIDAD DEL MERCADO DE CAPITALES  
 EJERCICIO DE CORTE TRANSVERSAL  
 PROMEDIOS 1985-1992  
 ( Estadísticos t entre paréntesis )

VARIABLES DEPENDIENTES: Ln(Valor total transado/PIB)			
	Ecuación 1	Ecuación 2	Ecuación 3
Constante	-0,0199 (0,02)	-2,4438 (-1,28)	-0,6228 (-0,32)
Ln (inflación)	-0,3745 (2,75)***		
Ln (PIB per cápita)	0,3350 (2,93)***		
Votalidad devaluación real		-0,4254 (-1,73)*	-0,6861 (-2,79)***
Ln (Inversión/PIB)		1,8355 (3,59)***	
Ln (Ahorro doméstico/PIB)			1,4205 (2,56)*
R2	0,4101	0,4087	0,3241
DW	1,9982	1,8554	1,7410
Número de observaciones	39	39	39
Método de estimación	MCO	MCO	MCO

(\*) Significativo al 10%

(\*\*) Significativo al 5%

(\*\*\*) Significativo al 1%

FUENTE: Misión de Estudio del Mercado de Capitales de Colombia-Banco Mundial

ELABORACION: El Autor

Anexo No. 2c

DETERMINANTES DE LA PROFUNDIDAD FINANCIERA  
EJERCICIO DE CORTE TRANSVERSAL  
PROMEDIOS 1985-1992  
( Estadísticos t entre paréntesis )

VARIABLES DEPENDIENTES: $\ln(M2/PIB)$				
	Ecuación 1	Ecuación 2	Ecuación 3	Ecuación 4
Constante	3,3949 (8,35)***	2,4744 (3,87)***	2,6789 (3,28)***	4,4073 (5,38)***
Ln (inflación)	-0,2139 (-4,31)***			
Ln (PIB per cápita)	0,1228 (3,12)***			
Volatilidad inflación		-0,1130 (-2,46)**		
Volatilidad PIB per cápita				
Volatilidad devaluación real			-0,1813 (-1,73)*	-0,3091 (-3,16)***
Ln (Inversión/PIB)		0,5622 (2,85)***	0,5800 (2,71)***	
Ln (Ahorro doméstico/PIB)				0,1062 (0,46)
R2	0,5452	0,3932	0,3472	0,2334
DW	1,9181	1,6762	1,5128	1,5310
Número de observaciones	40	40	40	39
Método de estimación	MCO	MCO	MCO	MCO

(\*) Significativo al 10%

(\*\*) Significativo al 5%

(\*\*\*) Significativo al 1%

FUENTE: Misión de Estudio del Mercado de Capitales de Colombia-Banco Mundial

ELABORACION: El Autor

Anexo No. 2d

RELACION VOLATILIDAD-NIVEL  
( Estadísticos t entre paréntesis )

Ejercicio de Corte Transversal	Variable dependiente: volatilidad de:					
	Inflación	Tasa de interés nominal	Tasa de interés real	Devaluación nominal	Devaluación real	PIB per cápita
Constante	1,3613 (9,61)***	1,1557 (6,49)***	2,7909 (14,99)***	2,6105 (22,00)***	2,8233 (21,73)***	1,2751 (13,31)***
Inflación	0,0171 (11,42)***					
Tasa de interés nominal		0,0128 (9,58)***				
Tasa de interés real			0,0437 (3,05)***			
Devaluación nominal				0,0119 (8,92)***		
Devaluación real					0,1075 (2,81)***	
PIB per cápita						-0,00003, (-4,52)***
R2	0,7730	0,7073	0,2005	0,6824	0,1720	0,3494
DW	1,9487	1,9527	2,1713	2,0015	2,3448	1,9274
Número de Observaciones	40	40	39	39	40	40
Método de Estimación	AR1	MCO	MCO	MCO	MCO	MCO

(\*) Significativo al 10%

(\*\*) Significativo al 5%

(\*\*\*) Significativo al 1%

FUENTE: Misión de Estudio del Mercado de Capitales de Colombia-Banco Mundial

ELABORACION: El Autor

# **ANEXO N°. 4**

## **SELECCIÓN DE LA MUESTRA DE EMPRESAS SUJETAS A ESTUDIO.**

**ANEXO N°. 4a**  
**NUMERO EMISIONES DE OBLIGACIONES AUTORIZADAS A NIVEL NACIONAL**  
**POR CIUDAD Y AÑO**  
**PERIODO 1993 - 1995**

QUITO			GUAYAQUIL*		CUENCA**	
NUMERO	EMISIONES AUTORIZADAS EN 1993	EMISIONES AUTORIZADAS EN 1994	EMISIONES AUTORIZADAS EN 1995	EMISIONES AUTORIZADAS EN 1994	EMISIONES AUTORIZADAS EN 1995	EMISIONES AUTORIZADAS EN 1995
1	CEDAL	ILSA	ARTEFACTA	CORPORACION ALBORADA	MOLINOS CHAMPION	COMPANIA ECUATORIANA DEL CAUCHO
2	ERCO	EL UNIVERSO	OTECAL	ALMACENES DE PRATI	MULTIBANCO BG	
3	TERMOPLAST	LIFE	CEPSA	HORMIGONES PRECON	VIAJES GALEXPLO	
4	AGA DEL ECUADOR	EQUIDOR	AVESCA	PESQUEROS UNIDOS	BANCO DEL PROGRESO	
5	LIFE	PINTURAS CONDOR	ACEROPAXI	SOLUBEL	PROCUTON	
6	MORIZAENZ	FABRICAS DE ALUMINIO UMCO	NOVACERO	PLASTIEMPAQUES	INDUSTRIA PESQUERA JAMBELI	
7	TEXTILES NACIONALES	ARTEFACTA	BANCO DEL PICHINCHA	FINEC	HICO DEL MAR C.A	
8	CEDAL	CIA ECUATORIANA DEL CAUCHO	CEPSA	MEPANDINA	CORPORACION MULTIBG S.A	
9	CEDAL	CIA ECUATORIANA DEL CAUCHO	CEVAL	NUTRANSA	FILAN CASA DE VALORES	
10	CONFITECA	CARTOPEL	CEMENTOS CIIMBORAZO	CEGALSA	EL CAMPO S.A. CAMPOSA	
11		CEPSA	AUTOMOTORES Y ANEXOS AYASA	EL UNIVERSO	SOCIEDAD FINANCIERA DEL OCCIDENTE	
12		IMPORTADORA TOMBAMBA	BP LEASING	EMBOTELLADORA DE BEBIDAS CITRICAS	LEASING DEL PACIFICO S.A	
13		ELAMSA	BANCO POPULAR	IMPORTADORA INDUSTRIAL AGRICOLA	MARRIOT S.A	
14		INVESPLAN	INVESPLAN SOCIEDAD FINANCIERA	IMPORTADORA EL ROSADO	ALMACENERA DEL AGRO	
15		PLASTICOS RIVAL	BANCO DE PRESTAMOS	ALMACENES DE PRATI	SONAPAL	
16			ARTEFACTA	ELECTRODOMESTICOS PIPSA	FINVERLEASING	
17			SANDOZ LATINOAMERICANA	ECUAPAPEL	MASTERCARD DEL ECUADOR	
18			ARTEFACTA	MASTERCARD DEL ECUADOR	ELECTROCABLES C.A	
19			CASA BACA	LEASING DEL PACIFICO	COMODITICORP SOCIEDAD FINANCEIRA	
20			PROANDI	ALMAGRO	EDITORES NACIONALES ENSA	
21			LIFE	FILANLEASING	FILANBANCO	

**NUMERO DE EMISIONES AUTORIZADAS**  
**POR CIUDAD Y AÑO**  
**PERIODO 1993 - 1995**

TOTAL 1993-1995	ANO			CIUDAD			TOTAL NACIONAL
	1993	1994	1995	QUITO	GUAYAQUIL	CUENCA	
89	10	36	43	46	42	1	89

**MONTO DE EMISIONES AUTORIZADAS**  
**POR CIUDAD Y AÑO**  
**PERIODO 1993 - 1995**

TOTAL 1993-1995	ANO			CIUDAD			TOTAL NACIONAL
	1993	1994	1995	QUITO	GUAYAQUIL	CUENCA	
1.090.025	25.930	209.989	854.106	541.921	538.104	10.000	1.090.025

(\*) En Guayaquil no se autorizó ninguna emisión de obligaciones en 1993

(\*\*) En Cuenca no se autorizó ninguna emisión de obligaciones en 1993 y 1994

FUENTE: Reportes de Emisores de Obligaciones. 1993 - 1995. Superintendencia de Compañías  
 ELABORACION: El Autor

**ANEXO N° 4b**  
**NUMERO EMISORES DE OBLIGACIONES AUTORIZADOS A NIVEL NACIONAL**  
**POR CIUDAD Y AÑO**  
**PERIODO 1993 - 1995\***

NUMERO	QUITO			GUAYAQUIL		CUENCA
	EMISORES AUTORIZADOS EN 1993	EMISORES AUTORIZADOS EN 1994	EMISORES AUTORIZADOS EN 1995	EMISORES AUTORIZADOS EN 1994	EMISORES AUTORIZADOS EN 1995	EMISORES AUTORIZADOS EN 1995
1	AGA DEL ECUADOR	ARTEFACTAS	ACEROPAXI	ALMACENES DE PRATI	ALMACENERA DE AGRO	GAIAECUATORIANA DEL HO
2	CEDAL	CARTOPEL	ARTEFACTAS	ALMACENERA DE AGRO	BANCO DEL PROGRESO	
3	CONFITECA	CEPSA	AUTOMOTORES Y ANEXOS AYASA	CEGALSA	COMODITICORP SOCIEDAD FINANCEIRA	
4	ERCO	CEPSA	AVESCA	CORPORACION ALBORADA	CORPORACION MULTIBG S.A	
5		EL INVERSON	BANCO DE PRESTAMOS	ECUAPAPEL	EDITORES NACIONALES ENSA	
6	MORIZAENZ	ELAMSA	BANCO DEL PICHINCHA	EL UNIVERSO	EL CAMPO S.A. CAMPOSA	
7	TERMOPLAST	EQUIDOR	BANCO POPULAR	ELECTRODOMESTICOS PIPSA	ELECTROCABLES C.A	
8	TEXTILES NACIONALES	FABRICAS DE ALUMINIO UMCO	BP LEASING	EMBOTELLADORA DE BEBIDAS CITRICAS	FILAN CASA DE VALORES	
9		ILSA	CASA BACA	FILANLEASING	FILANBANCO	
10		IMPORTADORA TOMBAMBA	CEMENTOS CHIMBORAZO	FINEC	FINVERLEASING	
11		IFE	CEPSA	HORMIGONES PRECON	HICO DEL MAR C.A	
12		PINTURAS CONDOR	CEVAL	IMPORTADORA EL ROSADO	INDUSTRIA PESQUERA JAMBELI	
13		PLASTICOS RIVAL	INVEPLAN SOCIEDAD FINANCIERA	IMPORTADORA INDUSTRIAL AGRICOLA	LEASING DEL PACIFICO S.A	
14			IFE	LEASING DEL PACIFICO S.A	MARRIOT S.A	
15			NOVACERO	MASTERCARD DEL ECUADOR	MASTERCARD DEL ECUADOR	
16			OTECEL	MEPANDINA	MOLINOS CHAMPION	
17			PROANDI	NUTRANSA	MULTIBANCO BG	
18			SANDOZ LATINOAMERICANA	PESQUEROS UNIDOS	PROCUTON	
19				PLASTIEMPAQUES	SOCIEDAD FINANCIERA DEL OCCIDENTE	
20				SOLUBEL	SONAPAL	
21					VIAJES GALEXPLO	

**NUMERO DE EMISORES AUTORIZADOS**  
**POR CIUDAD Y AÑO**  
**PERIODO 1993 - 1995**

TOTAL 1993-1995	AÑO			CIUDAD			TOTAL NACIONAL
	1993	1994	1995	QUITO	GUAYAQUIL	CUENCA	
81	8	33	40	33	38	1	72

**MONTOS AUTORIZADOS A EMITIR POR LOS EMISORES DE OBLIGACIONES**  
**POR CIUDAD Y AÑO**  
**PERIODO 1993 - 1995**

TOTAL 1993-1995	AÑO			CIUDAD			TOTAL NACIONAL
	1993	1994	1995	QUITO	GUAYAQUIL	CUENCA	
1.090.025	25.830	209.989	854.108	541.921	538.104	10.000	1.090.025

(\*) En Guayaquil no se autorizó ninguna emisión de obligaciones en 1993

(\*\*) En Cuenca no se autorizó ninguna emisión de obligaciones en 1993 y 1994

(\*\*\*) Los emisores señalados han emitido más de una ocasión, pese a ello, en el número de emisores por ciudad, se los considera una sola vez.

(\*\*\*\*) El total 1993 - 1995 en cuanto a número de emisores no da 81 emisores, lo cual discrepa del total nacional, donde tenemos 73 emisores. Esto se produce por cuanto varios emisores han emitido varias ocasiones entre 1993 - 1995.

Por lo cual no se los contabiliza más que una sola vez. Ejemplo Life ha emitido en 1993, 1994 y 1995, sin embargo, al considerarlo como emisor, se lo contabiliza una sola vez.

FUENTE: Reportes de Emisores de Obligaciones. 1993 - 1995. Superintendencia de Compañías  
 ELABORACION: El Autor

**EMISORES DE OBLIGACIONES AUTORIZADOS EN QUITO  
POR SECTOR ECONOMICO  
(MONTOS EN MILLONES)  
PERIODO 1993 - 1995\***

SECTOR FINANCIERO					SECTOR MERCANTIL					
NUMERO	NOMBRE	SUCRES	DOLARES	UVC'S	TOTAL SUCRETIZADO	NOMBRE	SUCRES	DOLARES	UVC'S	TOTAL SUCRETIZADO
1	BANCO DE PRESTAMOS	50.000			50.000	ACEROPAXI	2.500			2.500
2	BANCO DEL PICHINCHA	100.000		1,86	131.298	AGA DEL ECUADOR	2.000			2.000
3	BANCO POPULAR	50.000			50.000	ARTEFACTA	10.000			10.000
4	BP LEASING	6.000			6.000	AUTOMOTORES Y ANEXOS AYASA	10.000			10.000
5	INVESPLAN SOCIEDAD FINANCIERA	17.000			17.000	AVESCA	600			600
6	CEVAL	50.000	30,00		128.123	CARTOPEL		6,00		12.600
7						CASA BACA	12.000			12.000
8						CEDAL	4.200			4.200
9						CEMENTOS CHIMBORAZO	4.000			4.000
10						CEPSA	9.000			9.000
*						<del>CI ECUATORIANA DEL CAUCHO</del>	<del>16.000</del>			<del>16.000</del>
11						CONFITECA	5.500			5.500
12						ELAMSA	1.500			1.500
**						<del>EL UNIVERSO</del>	<del>1.500</del>			<del>1.500</del>
13						EQUIDOR	2.850			2.850
14						ERCO	6.000			6.000
15						FABRICAS DE ALUMINIO UMCO	1.800			1.800
16						ILSA	1.000			1.000
17						IMPORTADORA TOMBAMBA	3.000			3.000
18						LIFE	7.500			7.500
19						MORIZAENZ	780			780
20						NOVACERO	2.500			2.500
21						OTECEL		2,00		4.720
22						PINTURAS CONDOR	6.000			6.000
23						PLASTICOS RIVAL	3.000			3.000
24						PROANDI	20.000			20.000
25						SANDOZ LATINOAMERICANA	3.000			3.000
26						TERMOPLAST	2.500			2.500
27						TEXTILES NACIONALES	3.450			3.450
	<b>TOTAL</b>	<b>273.000</b>	<b>30,00</b>	<b>1,86</b>	<b>382.421</b>		<b>142.180</b>	<b>8,00</b>	<b>0,00</b>	<b>169.500</b>

(\*) Esta compañía opera en la ciudad de Cuenca; ha realizado tres emisiones de obligaciones, las dos primeras las autorizó en Quito. Como emisor se lo contabiliza en Cuenca

(\*\*) Esta compañía opera en la ciudad de Guayaquil; ha realizado dos emisiones de obligaciones, la primera la autorizó en Quito. Como emisor se lo contabiliza en Guayaquil

FUENTE: Reportes de Emisores de Obligaciones. 1993 - 1995. Superintendencia de Compañías

ELABORACION: El Autor

**ANEXO N°. 4d**  
**EMISORES DE OBLIGACIONES AUTORIZADOS EN GUAYAQUIL Y CUENCA**  
**POR SECTOR ECONOMICO**  
**(MONTOS EN MILLONES)**  
**PERIODO 1993 - 1995\***

SECTOR FINANCIERO						SECTOR MERCANTIL				
N°	NOMBRE	SUCRES	DOLARES	UVC'S	TOTAL SUCRETIZADO	NOMBRE	SUCRES	DOLARE	UVC'S	TOTAL SUCRETIZADO
1	ALMACENERA DEL AGRO	3.000		0,53	11.920	ALMACENES DE PRATI	3.000			3.000
2	BANCO DEL PROGRESO	10.000			10.000	CEGALSA	1.000			1.000
3	COMODITICORP SOCIEDAD FINANCEIRA		2,00		5.411	CORPORACION ALBORADA			1,00	11.746
4	CORPORACION MULTIBG S.A	2.500	9,00		24.687	ECUAPAPEL	10.700			10.700
5	FILAN CASA DE VALORES	5.000			5.000	EDITORES NACIONALES ENSA	2.700			2.700
6	FILANBANCO	80.000		0,80	94.001	EL CAMPO S.A. CAMPOSA	2.700			2.700
7	FILANLEASING	20.000			20.000	EL UNIVERSO	5.000			5.000
8	FINEC	3.500			3.500	ELECTROCABLES C.A	2.500			2.500
9	FINVERLEASING	12.000			12.000	ELECTRODOMESTICOS PIPSA	1.600			1.600
10	LEASING DEL PACIFICO	46.000			46.000	EMBOTELLADORA DE BEBIDAS CITRICA	2.200			2.200
11	MASTERCARD DEL ECUADOR	71.000			71.000	HICO DEL MAR C.A	2.500			2.500
12	MULTIBANCO BG	60.000	10,00	2,00	125.121	HORMIGONES PRECON	1.700			1.700
13	SOCIEDAD FINANCIERA DEL OCCIDENT			0,11	1.826	IMPORTADORA EL ROSADO	5.000			5.000
14						IMPORTADORA INDUSTRIAL AGRICOLA	6.000			6.000
15						INDUSTRIA PESQUERA JAMBELI	8.750			8.750
16						MARRIOT S.A	1.600	0,75		3.538
17						MEPANDINA		0,68		1.469
18						MOLINOS CHAMPION		1,00		2.413
19						NUTRANSA		0,90		1.944
20						PESQUEROS UNIDOS		2,40		5.280
21						PLASTIEMPAQUES	2.400			2.400
22						PROCUTON	3.000			3.000
23						SOLUBEL		6,00		13.200
24						SONAPAL	4.000			4.000
25						VIAJES GALEXPLOR	3.300			3.300
	<b>SUBTOTAL GUAYAQUIL</b>	<b>313.000</b>	<b>21,00</b>	<b>3,44</b>	<b>430.465</b>		<b>69.650</b>	<b>11,73</b>	<b>1,00</b>	<b>117.639</b>
1	UNICA AUTORIZACION CUENCA					COMPAÑIA ECUATORIANA DEL CAUCHO	10.000			10.000
26	<b>TOTAL GUAYAQUIL Y CUENCA</b>	<b>313.000</b>	<b>21,00</b>	<b>3,44</b>	<b>430.465</b>		<b>79.650</b>	<b>11,73</b>	<b>1,00</b>	<b>117.639</b>

NTE: Reportes de Emisores de Obligaciones. 1993 - 1995. Superintendencia de Compañías  
BORACION: El Autor

**ANEXO N°. 4e**  
**EMISIONES DE OBLIGACIONES DE COMPAÑIAS DEL SECTOR MERCANTIL**  
**QUE HAN REDIMIDO SUS PAGOS DE INTERES Y CAPITAL**  
**Y HAN SIDO AUTORIZADAS EN QUITO ENTRE 1993 Y 1995**  
**(MONTOS EN MILLONES DE SUCRES)**

NUMERO DE EMPRESAS	COMPAÑIAS	MONTOS EMITIDOS	NUMERO DE EMISIONES	EMISIONES REDIMIDAS
1	AGA DEL ECUADOR	2.000	1	1
2	ARTEFACTA	10.000	4	2
3	CEDAL	4.200	3	3
4	CEPSA	9.000	3	3
5	CIA ECUATORIANA DEL CAUCH	16.000	2	2
6	CONFITECA	5.500	1	1
7	ELAMSA	1.500	1	1
8	EQUIDOR	2.850	1	1
9	ERCO	6.000	1	1
10	FABRICAS DE ALUMINIO UMCO	1.800	1	1
11	ILSA	1.000	1	1
12	LIFE	7.500	3	2
13	MORIZAENZ	780	1	1
14	PINTURAS CONDOR	6.000	1	1
15	PLASTICOS RIVAL	3.000	1	1
16	TERMOPLAST	2.500	1	1
17	TEXTILES NACIONALES	3.450	1	1
	<b>TOTAL</b>	<b>83.080</b>	<b>27</b>	<b>24</b>

**EMISIONES DE OBLIGACIONES**  
**COMPAÑIAS SELECCIONADAS PARA EL ESTUDIO**  
**(MONTOS EN MILLONES DE SUCRES)**

NUMERO DE EMPRESAS	COMPAÑIAS	MONTOS EMITIDOS	NUMERO DE EMISIONES	EMISIONES REDIMIDAS
1	ARTEFACTA	10.000	4	2
2	CEDAL	4.200	3	1
3	CEPSA	9.000	3	3
4	LIFE	7.500	3	2
	<b>TOTAL</b>	<b>30.700</b>	<b>13</b>	<b>8</b>

**RELACION DE LAS COMPAÑIAS SELECCIONADAS PARA EL ESTUDIO**  
**FRENTE AL UNIVERSO DE COMPAÑIAS EMISORAS DE OBLIGACIONES DEL SECTOR MERCANTIL**  
**QUE HAN REDIMIDO SUS PAGOS DE INTERES Y CAPITAL**  
**Y HAN SIDO AUTORIZADAS EN QUITO ENTRE 1993 Y 1995**  
**(MONTOS EN MILLONES DE SUCRES)**

EMPRESAS EMISORAS DE OBLIGACIONES QUE COMPONEN EL UNIVERSO DE ESTUDIO			EMPRESAS EMISORAS DE OBLIGACIONES QUE HAN SIDO SELECCIONADAS PARA EL ESTUDIO		
NUMERO DE EMPRESAS	PROMEDIO DE EMISIONES REALIZADAS	MONTO EMITIDO	NUMERO DE EMPRESAS	PROMEDIO DE EMISIONES REALIZADAS	MONTO EMITIDO
17	1,59	83.080	4	3,25	30.700

RELACIONES ENTRE LAS EMPRESAS EMISORAS DE OBLIGACIONES QUE COMPONEN EL UNIVERSO Y LAS SELECCIONADAS PARA EL ESTUDIO	
DEL NUMERO DE EMPRESAS SELECCIONADAS FRENTE AL NUMERO TOTAL QUE COMPONE EL UNIVERSO	DEL MONTO EMITIDO POR LAS EMPRESAS SELECCIONADAS FRENTE AL MONTO TOTAL EMITIDO POR EL UNIVERSO
24%	37%

FUENTE: Reportes de Emisores de Obligaciones. 1993 - 1995. Superintendencia de Compañías  
 ELABORACION: El Autor

**ANEXO N°. 4f**  
**EMISIONES DE OBLIGACIONES**  
**POR TIPO DE MONEDA, LUGAR DE AUTORIZACION Y SECTOR ECONOMICO**  
**MONTO EN MILLONES**  
**PERIODO 1993 - 1995**

EMISIONES POR CIUDAD Y SECTOR ECONOMICO	MONTO TOTAL SUCRETIZADO	TOTAL SUCRES	TOTAL DOLARES	TOTAL DOLARES SUCRETIZADOS	TOTAL UVC'S	TOTAL UVC'S SUCRETIZADOS
TOTAL EMISIONES QUITO	541.921	415.180	38,00	95.443	1,86	31.298
EMISIONES DEL SECTOR FINANCIERO	382.421	273.000	30,00	78.123	1,86	31.298
EMISIONES DEL SECTOR MERCANTIL	159.500	142.180	8,00	17.320	-	-
TOTAL EMISIONES GUAYAQUIL	538.104	382.650	32,73	83.094	4,44	72.361
EMISIONES DEL SECTOR FINANCIERO	430.465	313.000	21,00	56.851	3,44	60.615
EMISIONES DEL SECTOR MERCANTIL	107.639	69.650	11,73	26.243	1,00	11.746
TOTAL EMISIONES CUENCA	10.000	10.000	-	-	-	-
EMISIONES DEL SECTOR FINANCIERO	-	-	-	-	-	-
EMISIONES DEL SECTOR MERCANTIL	10.000	10.000	-	-	-	-
TOTAL NACIONAL POR SECTOR	1.090.025	807.830	70,73	178.536	6,30	103.659
EMISIONES DEL SECTOR FINANCIERO	812.887	586.000	51,00	134.974	5,30	91.913
EMISIONES DEL SECTOR MERCANTIL	277.139	221.830	19,73	43.563	1,00	11.746

FUENTE: Reportes de Emisiones de Obligaciones. 1993 - 1995. Superintendencia de Compañías

ELABORACION: El Autor

**EMISIONES DE OBLIGACIONES**  
**POR TIPO DE MONEDA, LUGAR DE AUTORIZACION Y SECTOR ECONOMICO**  
**EN PORCENTAJES**  
**PERIODO 1993 - 1995**

EMISIONES POR CIUDAD Y SECTOR ECONOMICO	MONTO TOTAL SUCRETIZADO (%)	TOTAL SUCRES (%)	TOTAL DOLARES SUCRETIZADOS (%)	TOTAL UVC'S SUCRETIZADOS (%)
TOTAL EMISIONES QUITO	100,0%	76,6%	17,6%	5,8%
EMISIONES DEL SECTOR FINANCIERO	70,6%	50,4%	14,4%	5,8%
EMISIONES DEL SECTOR MERCANTIL	29,4%	26,2%	3,2%	0,0%
TOTAL EMISIONES GUAYAQUIL	100,0%	71,1%	15,4%	13,4%
EMISIONES DEL SECTOR FINANCIERO	80,0%	58,2%	10,6%	11,3%
EMISIONES DEL SECTOR MERCANTIL	20,0%	12,9%	4,9%	2,2%
TOTAL EMISIONES CUENCA	100,0%	100,0%	0,0%	0,0%
EMISIONES DEL SECTOR FINANCIERO	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EMISIONES DEL SECTOR MERCANTIL	100,0%	100,0%	0,0%	0,0%
TOTAL NACIONAL POR SECTOR	100,0%	74,1%	16,4%	9,5%
EMISIONES DEL SECTOR FINANCIERO	74,6%	53,8%	12,4%	8,4%
EMISIONES DEL SECTOR MERCANTIL	25,4%	20,4%	4,0%	1,1%
TOTAL NACIONAL POR CIUDAD	100,0%	74,1%	16,4%	9,5%
QUITO	49,7%	38,1%	8,8%	2,9%
GUAYAQUIL	49,4%	35,1%	7,6%	6,6%
CUENCA	0,9%	0,9%	0,0%	0,0%

FUENTE: Reportes de Emisiones de Obligaciones. 1993 - 1995. Superintendencia de Compañías

ELABORACION: El Autor

**MONTO DE AUTORIZACIONES DE EMISION DE OBLIGACIONES REALIZADAS EN GUAYAQUIL**  
(En millones de sucres)

EMISIONES DEL SECTOR MERCANTIL 20%



EMISIONES DEL SECTOR FINANCIERO 80%

**MONTO DE AUTORIZACIONES DE EMISION DE OBLIGACIONES REALIZADAS EN QUITO**  
(En millones de sucres)

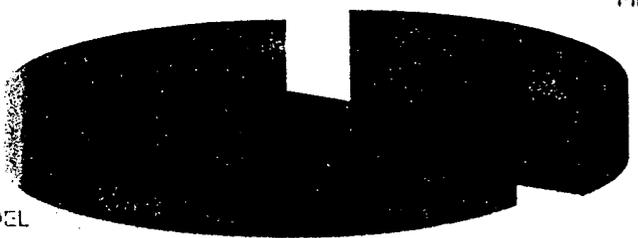
EMISIONES DEL SECTOR MERCANTIL 29%



EMISIONES DEL SECTOR FINANCIERO 71%

**NUMERO DE EMISORES DE OBLIGACIONES AUTORIZADOS EN GUAYAQUIL**  
(En número)

EMISORES DEL SECTOR MERCANTIL 66%



EMISORES DEL SECTOR FINANCIERO 34%

**NUMERO DE EMISORES DE OBLIGACIONES AUTORIZADOS EN QUITO**  
(En número)

EMISORES DEL SECTOR MERCANTIL 82%



EMISORES DEL SECTOR FINANCIERO 18%

FUENTE: Reportes de Emisiones de Obligaciones. 1993 - 1995. Superintendencia de Compañías

