

Universidad Andina Simón Bolívar

Sede Ecuador

Área de Gestión

Programa de Maestría

Dirección de Empresas

La emisión de obligaciones como una alternativa de financiamiento
a largo plazo para las empresas

Johny Wladimir Narvárez Valenzuela

2004

Al presentar esta tesis como uno de los requisitos previos para la obtención del grado de magíster de la Universidad Andina Simón Bolívar, autorizo el centro de información o a la biblioteca de la universidad para que se haga de esta tesis un documento disponible para su lectura según las normas de la universidad.

Estoy de acuerdo en que se realice cualquier copia de esta tesis dentro de las regulaciones de la universidad, siempre y cuando esta reproducción no suponga una ganancia económica potencial.

Sin perjuicio de ejercer mi derecho de autor, autorizo a la Universidad Andina Simón Bolívar la publicación de esta tesis, o de parte de ella, por una sola vez dentro de los treinta meses después de su aprobación.

Johny Wladimir Narváez Valenzuela

Universidad Andina Simón Bolívar

Sede Ecuador

Área de Gestión

Programa de Maestría

Dirección de Empresas

La emisión de obligaciones como una alternativa de financiamiento
a largo plazo para las empresas

Johny Wladimir Narváez Valenzuela

2004

Tutor: Ing. Darwin Zabala

Quito

RESUMEN

La presente investigación tiene la finalidad de dar conocer como las empresas de los distintos sectores de la economía, pueden obtener recursos monetarios a través de la emisión de obligaciones como una alternativa de financiamiento a largo plazo, mecanismo que permite captar recursos en el mercado de valores, para financiar proyectos de expansión, reestructurar los pasivos, así también reactivar las operaciones productivas, de las empresas con el objetivo de mantenerse y en otros casos ampliar su participación en el mercado dentro de su sector.

Se describe como se encuentra estructurado el mercado financiero, en corto y largo plazo, los diferentes instrumentos financieros que se negocian en los diferentes mercados, los tipos inversionistas y cuales constituyen los títulos valores en el largo plazo como una alternativa de financiamiento.

La emisión de obligaciones como mecanismo de financiamiento dentro del mercado de valores, en éste proceso intervienen varias instituciones de control y apoyo finalizando con la colocación de títulos valores que permitirán al emisor financiar sus necesidades de capital.

Finalmente se realiza un análisis de los emisores, del sector financiero, y no financiero, de los montos negociados, en el período comprendido desde el año 2001 hasta junio del 2004. Y comparación del costo financiero de los emisores en relación con la tasa activa que cobran las instituciones financieras.

INDICE GENERAL

CAPÍTULO 1	FUENTES DE FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO	PAGS.
1.1	Introducción	11
1.2	Estructura del Mercado Financiero	12
1.2.1	Mercado Monetario	13
1.2.1.1	Mercado de Dinero	14
1.2.1.2	Mercado de Divisas	14
1.2.2	Mercado de Crédito	15
1.2.3	Mercado de Capitales	16
1.2.3.1	Mercado de Valores	16
1.3	Clasificación de los Instrumentos Financieros	17
1.3.1	Títulos valores por tipo de renta y plazo	17
1.3.1.1	Títulos de renta fija	17
1.3.1.2	Títulos de renta variable	19
1.3.2	Títulos valores por sector de emisión	19
1.3.2.1	Títulos emitidos por el sector público	19
1.3.2.2	Títulos emitidos por el sector privado	20
1.4	Tipos de Inversionistas en el mercado	21
1.4.1	Ahorristas individuales	21
1.4.2	Inversionistas Institucionales	22
1.5	Títulos Valores a largo plazo	23
1.5.1	Acciones comunes	23
1.5.2	Acciones preferentes	24
1.5.3	Obligaciones y/o bonos	24
1.5.4	Bonos Convertibles	25
1.5.5	Titularización	25

CAPÍTULO 2 PROCESO DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

2.1 El Mercado de Capitales y Mercado de Valores	27
2.1.1 Mercado de Valores	27
2.1.2 Instituciones de Mercado de Valores	29
2.1.2.1 Bolsas de Valores	29
2.1.2.2 Casas de Valores	30
2.1.2.3 Emisores de Valores	30
2.1.2.4 Calificadoras de Riesgo	31
2.1.2.5 Administradoras de Fondos y Fideicomisos	32
2.1.2.6 Compañías de Custodia de Valores	32
2.2 Instituciones Reguladoras en el Mercado	33
2.3 Clasificación de la emisión de obligaciones	34
2.3.1 Clasificación de las obligaciones	35
2.3.1.1 Obligaciones a largo plazo	35
2.3.1.2 Obligaciones a corto plazo o papel comercial	36
2.3.1.3 Obligaciones convertibles en acciones	36
2.3.1.4 De la garantía para la emisión de obligaciones	37
2.4 Procedimientos y procesos para la emisión de obligaciones	37
2.4.1 Calificación de riesgo de los valores a ofertarse	38
2.4.2 Contratación del Representante de los Obligacionistas y del Agente Pagador	40
2.4.3 Prospecto de Oferta Pública de las obligaciones	40
2.4.4 Colocación de las obligaciones	41

CAPÍTULO 3 REALIDAD ACTUAL EN LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN EL MERCADO ECUATORIANO

3.1	Introducción	43
3.2	Empresas que han realizado emisión de obligaciones	43
3.2.1	Objeto de la emisión de obligaciones	49
3.3	Demanda de los títulos de obligaciones en el mercado de capitales	49
3.4	Análisis del mecanismo de emisión de obligaciones como alternativa de financiamiento para las empresas en el mercado capitales	52
3.4.1	Determinación del costo financiero de las obligaciones emitidas por Diners Club	54
3.4.2	Financiamiento a través de líneas de crédito	61
3.4.3	Financiamiento mediante la emisión de acciones	63
3.4.4	El costo financiero de emitir obligaciones	64
3.4.5	El riesgo financiero al que están expuestos los emisores	66
3.4.6	El control de los obligacionistas en la empresa emisora	66

CAPÍTULO 4 CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

4.1	Conclusiones	68
4.2	Recomendaciones	71

BIBLIOGRAFÍA	73
---------------------	----

ANEXOS	75
---------------	----

INTRODUCCIÓN

Los principales agentes económicos de una sociedad, son las empresas de los distintos sectores del mercado. Cada una de ellas establecen sus propias estrategias, políticas sobre las cuales desarrollaran sus actividades y operaciones en función de su misión, visión y objetivos para los cuales se crearon.

Las empresas deben buscar crecer dentro del sector y mantenerse, sin embargo muchas de ellas para alcanzar mayor participación y competir en su mercado deben ampliar sus activos, y otras reactivar su actividad productiva e incluso cubrir sus problemas de liquidez, para ello necesitan obtener recursos y no siempre las organizaciones disponen de dinero en el instante que deciden ampliar sus negocios, por lo que existen mecanismos que se ofrecen en el mercado financiero y dentro de éste, de manera específica en el mercado de valores a través de la emisión de papeles de deuda a largo plazo que les permita financiarse.

La presente investigación pretende conocer si el mayor dinamismo del mercado de valores, a través de la emisión de obligaciones constituye una alternativa efectiva, de financiamiento a largo plazo.

El planteamiento general es analizar el mecanismo de la emisión de obligaciones como una alternativa de financiamiento a largo plazo para las empresas y su incidencia en el mercado de capitales.

La investigación se enmarca dentro de un contexto de las finanzas corporativas, en el mercado de capitales, se analizará los procesos y procedimientos utilizados en la emisión de las obligaciones, y la apertura de las empresas para captar recursos de terceros.

La información se la obtendrá de textos, reglamentos, leyes, documentos, publicaciones emitidos por las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil, Consejo Nacional de Valores, Registro del Mercado de Valores y organismos que están dentro el ámbito del mercado de capitales, ésta información será analizada y comparada entre sí, lo que permitirá y facilitará desarrollar la presente investigación.

El trabajo de investigación inicia revisando cuales son las fuentes de financiamiento en el largo plazo, dentro del mercado de capitales y los diferentes inversionistas que participan en el mismo.

Continúa determinado cual es la estructura del mercado de valores y sus segmentos, las instituciones de control y regulación, que permiten el adecuado desenvolvimiento del mercado, los diferentes tipos de obligaciones que se emiten y su respectivo proceso de emisión en nuestro país.

Se analiza la realidad actual en la emisión de obligaciones en el mercado ecuatoriano, con relación a los emisores, montos negociados y su incidencia en el mercado desde el año 2001 hasta junio del 2004. Y el análisis de la emisión de obligaciones realizada por una institución financiera.

Finaliza con el capítulo en el que se detallan las conclusiones y recomendaciones al presente trabajo de investigación.

CAPITULO 1

FUENTES DE FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO

1.1 INTRODUCCIÓN

Las empresas dentro de toda sociedad constituyen uno de los principales agentes económicos, muchas de ellas con el giro de sus negocios han crecido operativamente y han incrementado su rentabilidad, como también les ha permitido ampliar su participación dentro de su sector sea éste comercial, servicios, financiero o industrial.

Otras empresas con las mismas perspectivas no han podido cumplir con sus objetivos, que les permita alcanzar los niveles de crecimiento, rentabilidad y participación, sea esto por una deficiente administración, factores negativos del entorno de su mercado, o de tipo económico lo que ha originado que muchas organizaciones se encuentren en problemas financieros y busquen fuentes de financiamiento para afrontar sus problemas de liquidez y reactivar nuevamente sus operaciones.

En ambos casos las organizaciones buscan crecer, mantenerse y otras reactivarse en el mercado, para lo cual necesitan de recursos financieros que en muchos casos no todas las empresas disponen en el momento mismo que deciden invertir planificando a futuro sus negocios.

Es el mercado de capitales que les ofrece mecanismos de financiamiento de fondos en el largo plazo, y las empresas deben aprovechar las alternativas que existen en éste mercado, como lo son la emisión de obligaciones como una fuente de financiamiento.

1.2 ESTRUCTURA DEL MERCADO FINANCIERO

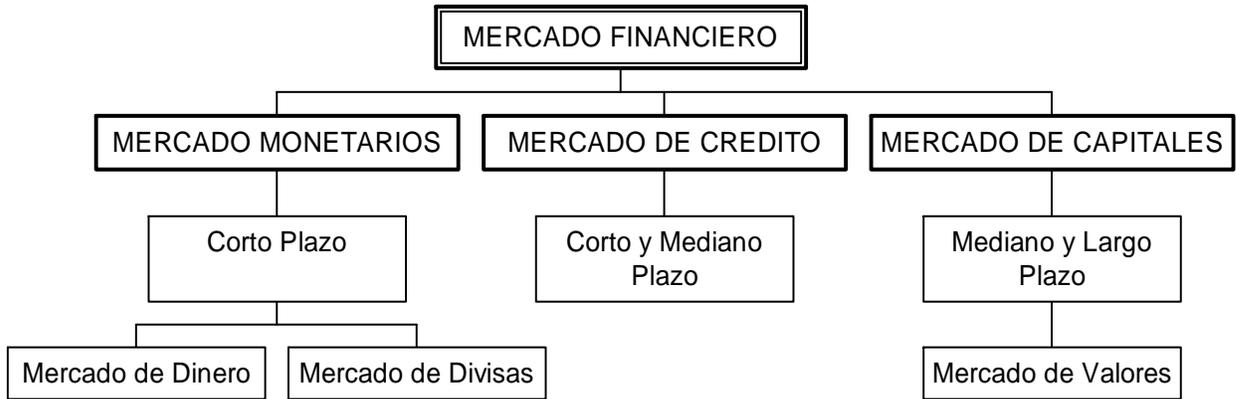
El mercado financiero es el conjunto de instituciones y canales de interrelación entre la oferta y la demanda de fondos.

En éste mercado actúan los intermediarios que son los que se encargan de enlazar los recursos de los agentes a los que se les excede el dinero y de los agentes que los necesitan, es decir transferir los recursos desde las personas, las empresas y las organizaciones que lo tienen denominadas unidades superavitarias hacia los que no lo tienen, personas naturales, empresas denominadas unidades deficitarias.¹

Dependiendo del plazo los mercados financieros pueden ser monetarios y de capitales.

¹ Mariana Montalvo, *Introducción al mundo del Mercado de Capitales Lea antes de jugar en la bolsa*, Ecuador, Imprima, 1998, p.23

ESTRUCTURA DEL MERCADO FINANCIERO



1.2.1 Mercado Monetario

El mercado monetario se caracteriza por un alto grado de liquidez, trabaja con fondos de corto plazo y de bajo riesgo. Esta compuesto por instituciones del Sistema Financiero, bancos y sociedades financieras, ofrecen en el mercado instrumentos de inversión hasta un año plazo, como lo son los certificados de inversión y depósitos a plazo. Encontramos también los interbancarios al que acuden las instituciones financieras para obtener fondos de manera inmediata en éste mercado.

Los recursos captados mediante los diferentes instrumentos permite financiar las operaciones de pequeño alcance de las empresas y personas naturales deficitarias.

1.2.1.1 Mercado de dinero

En el mercado de dinero se compra y vende dinero, el precio en el mercado de dinero se manifiesta en tasas de interés y se lo expresa en porcentajes. En éste mercado intervienen personas naturales como empresas y las instituciones financieras. Los individuos y las empresas actúan en la compra-venta de instrumentos de inversión (certificados de depósito), y las instituciones financieras con operaciones de interbancarios propias de éste mercado.

En nuestro país, son parte del mercado de dinero interbancario las operaciones de las mesas de dinero que realiza el Banco Central, los bancos privados y las sociedades financieras, que captan e inyectan recursos líquidos en el sistema, controlando la liquidez e iliquidez del medio circulante

.

1.2.1.2 Mercado de divisas

En los mercados de divisas se negocian títulos financieros de diferentes monedas, con el objetivo de preservar la soberanía en lo referente al control de la propia moneda de cada país. Sin embargo con el tiempo el mercado de divisas irá disminuyendo por que la tendencia de los mercados internacionales es utilizar una misma moneda, tal es el caso de Europa que utiliza una moneda común (euro), y en algunos países de América ya se utiliza el dólar estadounidense, como el caso del Ecuador y Panamá.

Los precios de las divisas extranjeras, se manifiesta como cualquier precio de un bien o servicio, y se lo expresa en unidades de moneda local. En el mercado de divisas se pueden

negociar operaciones al contado, (spot) esto es alrededor de 48 horas y operaciones a plazo (forward) para ejecutarse en un plazo entre 1 a 6 meses o más.

La liquidez de una moneda en el mercado de divisas esta determinada por la facilidad con la que una moneda puede convertirse en otra, dependiendo del tipo de cambio en el momento de su negociación.

1.2.2 Mercado de crédito

En éste mercado las operaciones se producen entre entidades financieras e inversionistas. Las instituciones del sistema financiero son los intermediarios de negociación directa y mantienen una posición privilegiada de una de las partes. Los intermediarios financieros perciben un margen por la colocación de créditos.

Las instituciones prestamistas asumen el riesgo entre el ahorrista y el deficitario de recursos, los fondos del ahorrista captados por las entidades financieras cambian de propiedad para éstas, a cambio de la entrega de un título valor de renta fija.

Dentro de éste mecanismo, los bancos pagan una tasa de interés por dinero del ahorrista y a su vez cobran una tasa de interés más alta a los demandantes de fondos para lo cual contraen una obligación de pago en el que se determina el monto, plazo e interés a pagar, es decir un contrato de deuda con la entidad prestamista.

En éste mercado se puede obtener financiamiento de recursos, sin embargo el costo del dinero es muy elevado, la tasa de interés que cobran debe cubrir los costos operativos y el margen de ganancia para la institución, los agentes deficitarios no siempre acuden a éste mercado y pueden buscar otras alternativas de financiamiento en otros mercados como el de capitales.

1.2.3 Mercado de capitales

En el mercado de capitales se oferta y demanda fondos de mediano y largo plazo e intervienen principalmente las casas de valores.

Este mercado se interesa de manera específica por los títulos financieros. Los títulos que se ofertan y demandan de mediano plazo están entre dos y cinco años y de largo plazo que superan éste lapso. Entre los principales títulos valores que se negocian en el mercado de capitales son las acciones comunes, acciones preferentes, bonos ordinarios, bonos convertibles y las obligaciones.

1.2.3.1 Mercado de valores

En el mercado de valores a través de los instrumentos financieros que se negocian en las bolsas de valores, los fondos se canalizan hacia inversiones productivas y no para el consumo, tienen un papel primordial dentro de la economía de cada país, incrementa el volumen de fuentes de financiamiento, moviliza grandes cantidades de dinero de los ahorristas hacia el sector productivo. Las negociaciones se realizan de manera abierta al público, en donde uno es

el emisor y otro es el inversionista del título valor. Los intermediarios en éste caso las casas de valores perciben una comisión por las transacciones efectuadas dentro del mercado.

Los mercados de valores en su forma son mucho más organizados que los otros mercados antes mencionados, ya que aquí se negocian títulos para la financiación de las empresas a través de acciones, obligaciones y otros títulos a largo plazo.

1.3 CLASIFICACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Los títulos que se negocian dentro del mercado de valores ecuatoriano encontramos:

- Por tipo de renta y plazo;
- De acuerdo al sector de emisión.

1.3.1 Títulos valores por tipo de renta y plazo

Con relación al tipo de renta se los divide en renta fija y renta variable.

1.3.1.1 Títulos de renta fija

Son títulos en los cuales el rendimiento, periodicidad de pago, vencimiento es conocido en el momento mismo de la transacción. Reconocen el pago de una tasa de interés fija o reajutable o puede negociarse con un descuento en el precio.

Según el plazo los títulos de renta fija son: corto, mediano y largo plazo. Los títulos de corto plazo, con tasa de interés, sus vencimientos comprenden entre uno y trescientos sesenta días.

Se puede mencionar los siguientes:

- Pagares, Pólizas de Acumulación, certificados de depósito, certificados de inversión, certificados de arrendamiento mercantil y papel comercial

Los títulos de corto plazo sin intereses (a descuento), su rendimiento se determina por el descuento en precio de compra-venta. Los principales títulos son:

- Bonos de estabilización monetaria, Bonos de estabilización en divisas, cupones, letras de cambio, cartas de crédito, y aceptaciones bancarias.

Los títulos de deuda de largo plazo tienen una vigencia total mayor a 360 días y devengan una tasa de interés. Los principales son:

- Cédulas Hipotecarias, prendarias, bonos de garantía, prenda, hipotecarios y obligaciones.

1.3.1.2 Títulos de renta variable

Estos títulos son aquellos cuya rentabilidad se desconoce al momento de la inversión. Su naturaleza no es la deuda, más bien de carácter patrimonial, son constituidos fundamentalmente por acciones y acciones preferentes.

La rentabilidad de estos títulos se lo determinada por diferentes factores que posibiliten la generación de utilidades, tales como la capacidad gerencial, el mercado, el entorno macroeconómico.

1.3.2 Títulos valores por sector de emisión

Los títulos por sector de emisión que se emiten en el mercado ecuatoriano se clasifica en sector público y sector privado.

1.3.2.1 Títulos emitidos por el sector público

Son títulos de deuda y son emitidos por el Estado y demás instituciones del sector público, como municipios, consejos provinciales, ministerios, banca y otras. Se emiten generalmente como parte de la política monetaria, con el fin de buscar financiamiento para proyectos de desarrollo o cubrir necesidades de recursos, con visto bueno de la autoridad competente.

Entre los títulos que emite el sector público tenemos, los bonos del Estado, de la CFN, certificados de tesorería, y notas de Crédito

1.3.2.2 Títulos emitidos por el sector privado

Los títulos que son emitidos por el sector privado lo podemos clasificar en sector real y sector financiero. Y son títulos de deuda o patrimoniales emitidos por una persona jurídica con el propósito de captar recursos financieros de forma directa del mercado.

1.3.2.2.1 Valores emitidos por el sector real

El sector real lo conforman empresas comerciales, industriales y de servicios, que por lo general requieren de recursos para desarrollar sus actividades productivas y los títulos valores emitidos por éste sector tenemos las acciones ordinarias y preferentes, bonos y obligaciones convertibles.

1.3.2.2.2 Valores emitidos por el sector financiero

El sector financiero involucra a los bancos, instituciones financieras, compañías de seguro, cooperativas de ahorro y crédito, y en general a los intermediarios financieros, con el objetivo de canalizar los recursos del ahorro del público hacia las actividades del sector real de la economía. Los títulos que se emiten en éste sector son de renta variable, como renta fija y entre los principales tenemos:

- Acciones, aceptaciones bancarias, pagarés, obligaciones, bonos de prenda, cédulas hipotecarias, certificados de inversión, letras de cambio, avales bancarios y papel comercial.

1.4 TIPOS DE INVERSIONISTAS EN EL MERCADO

Actores importantes dentro del mercado de valores es la participación de la empresa privada, quienes constituyen un factor principal dentro de éste mercado.

El sector empresarial es un agente importante para el desarrollo de éste mercado promueve la captación de fondos como una fuente de financiamiento, en el mercado de valores, incide de manera directa para que exista una participación activa de parte de los ahorristas individuales y público en general, y canalizar los recursos provenientes del ahorro hacia actividades productivas y a un mayor dinamismo de la economía.

Existen dos tipos de inversionistas en el mercado de valores, las personas naturales o ahorristas individuales y los inversionistas institucionales.

1.4.1 Ahorristas individuales

Los ahorristas individuales o personales naturales son actores importantes y éstos actúan de manera directa en el mercado. Estos acuden a las bolsas de valores en busca de alternativas de inversiones que ofrezcan mejores oportunidades que las tradicionales ofrecidas por la banca en general. El conjunto de ahorristas individuales quienes acumulan dinero, y lo tienen como ahorro interno y orientan sus inversiones hacia el mercado de capitales lo que permite una participación activa fortaleciendo el mercado.

Sin embargo a los ahorristas individuales les resultada poco eficaz negociar por sí mismos en el mercado de capitales. Los inversionistas deben conocer sobre las predicciones acerca de las rentabilidades esperas de los títulos valores que demanden, y poder conforman un portafolio de inversiones, sin embargo para ello necesitan de un conocimiento más técnico y profundo, para lo cual deben acudir a los inversionistas institucionales.²

1.4.2 Inversionistas Institucionales

Los inversionistas institucionales lo constituyen las instituciones del sistema financiero en general, tanto públicas como privadas, entre ellas bancos, mutualistas de ahorro y crédito, cooperativas y demás instituciones que realicen operaciones de intermediación financiera.

Existen empresas privadas cuya principal actividad es administrar fondos, los mismos que son invertidos y administrados por personal altamente especializado en inversiones, que buscan las mejores alternativas de inversión que ofrezca el mercado.

Los fondos más conocidos son los fondos de inversión, y son administrados por las administradoras de fondos, que son sociedades anónimas cuya finalidad es administrar fondos y fidecomisos por cuenta y riesgo de sus aportantes.

² Mariana Montalvo, *Introducción al mundo del Mercado de Capitales Lea antes de jugar en la bolsa*, los ahorradores individuales, p.42

1.5 TITULOS VALORES A LARGO PLAZO

Las empresas de los diferentes sectores de la economía sea comercial, industrial, servicios o del sector financiero, son los principales demandantes de capitales, requieren de recursos monetarios para financiar sus operaciones que les permita crecer, expandirse en su mercado o mantenerse dentro del mismo, lo que implica necesidades de capital, y los diferentes fuentes de financiamiento a las que tienen en el mercado de capitales son:

1.5.1 Acciones comunes

Las acciones comunes u ordinarias son parte del capital social autorizado de una compañía, los tenedores de acciones comunes tienen el derecho a voto, constituyen los propietarios de la empresa y también en primera instancia el control de las actividades de la compañía. El mantener el control de la empresa también les da el derecho de compartir el riesgo de la misma, con los demás accionistas, de igual manera asumen los resultados de la gestión de la empresa, sea positiva o negativa. Los accionistas asumen las responsabilidades financieras que conlleven los resultados obtenidos por su gestión.

Los accionistas ordinarios tienen la condición de impago, primeramente se cancelará todas las obligaciones que haya contraído la empresa antes que el pago a sus propietarios.

1.5.2 Acciones preferentes

Esta es otra alternativa de financiamiento a largo plazo para las empresas, la diferencia de las acciones comunes es porque les otorgan ciertos derechos especiales a los tenedores de éstas acciones, se les denomina accionistas pasivos, por cuanto no tienen el derecho a voto, por lo que no pueden participar en la dirección y control de la empresa.

Sin embargo la empresa cancela los dividendos de acciones preferentes después de haberse cancelado todas las obligaciones o deudas contraídas por la empresa.

1.5.3 Obligaciones y/o bonos

Estos títulos valores también constituyen otra forma de financiamiento a mediano y largo plazo, es una mecanismo para captar recursos del público por parte de las empresas que desean obtener recursos sin otorgar derechos de propiedad, sino más bien de deuda mediante emisión de papeles.

Las características principales de los bonos que se puede mencionar son:

- Pagan intereses en forma periódica y capital al vencimiento y también bonos con amortización de capital periódico, tienen el derecho de pago antes que las acciones, constituyen títulos valores de deuda y tiempo de vencimiento, tasas de libre contratación y son negociados en las bolsas de valores.

1.5.4 Bonos convertibles

Son títulos valores de financiamiento de mediano y largo plazo. Las obligaciones o bonos constituyen inicialmente papeles de deuda y posteriormente pueden dar paso a acciones preferentes y luego a convertirse en acciones comunes. Estos títulos son una de mezcla entre patrimonio y deuda.

Los bonos convertibles en el mercado se realizan a través de la emisión de títulos de deuda, y puede cambiar de ser título de deuda a patrimonio, tanto por parte del emisor, como del tenedor o de ambas partes. Esta obligación le permite al poseedor la opción de convertirse de acreedor a accionista dentro de un período preestablecido.

1.5.5 Titularización

Es un mecanismo que permite convertir un conjunto de activos financieros de poco grado de liquidez, en un conjunto de valores con mayor grado de liquidez. La titularización constituye un proceso que convierte las expectativas de flujo de fondos futuros en títulos valores negociables en el presente. Bajo ésta modalidad se puede titularizar los más diversos tipos de activos poco líquidos.

Podemos mencionar varios activos que se puede titularizar:

- Las empresas emisoras de tarjetas crédito titularizan los vouchers de las tarjetas de crédito;

- Las empresas pueden hacerlo con sus documentos por cobrar;
- Facturas de venta a futuro;
- Créditos hipotecarios;
- Las empresas estatales pueden hacerlo con sus carteras por servicios públicos, tales como teléfono, impuestos, electricidad, etc;
- Las compañías exportadoras pueden emitir títulos en base a sus ventas internacionales;

Los títulos emitidos, están garantizados por bienes específicos para el efecto, el cual le protege al inversionista en el caso de que la empresa entre en un proceso de liquidación.

La tasa de interés que pagan en los títulos, lo toman como referencia de las captaciones en el sistema bancario con unos puntos adicionales, como premio al riesgo de invertir en un proyecto a financiarse.

Para realizar una oferta pública de titularización, ésta debe seguir el mismo procedimiento como cualquier otro título valor que se negocie en el mercado de valores. Además se debe estar registrados e inscritos en el mercado de valores y estar amparadas por las normas expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

CAPITULO 2

PROCESO DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

2.1 EL MERCADO DE CAPITALES Y MERCADO DE VALORES

El mercado de capitales es en donde se negocian activos financieros, cuyo objetivo es canalizar el ahorro de mediano y largo plazo hacia el sector productivo, a través de éste mercado permite a los diferentes sectores de la industria, el comercio, la banca, las empresas de servicios, la captación de recursos para el fortalecimiento y en otros casos para la expansión dentro de su sector de mercado. A los agentes que participan en el mercado de capitales como oferentes de recursos tienen diversas formas de inversión, con la ventaja de adquirir títulos valores de diferente índole en cuanto al riesgo, rentabilidad, liquidez.

Son las bolsas de valores el medio por el cual se posibilita la intermediación del mercado de capitales.

2.1.1 MERCADO DE VALORES

El mercado de Valores es una paralela o segmento del Mercado Financiero que tiene lugar principalmente en las bolsas de valores y que procura la canalización directa de recursos financieros hacia los sectores que los requieren, mediante el mecanismo de emisión, colocación y negociación de títulos-valores de corto,

mediano y largo plazo. Es decir, incluye al mercado monetario como al de capitales en tanto las transacciones sean con títulos-valores.³

Según lo estipulado en la Ley del Mercado de Valores el concepto de título valor lo considera “... valor al derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociable en el mercado de valores, incluyendo entre otros, acciones, bonos, cédulas, cuotas de fondos de inversión colectivos, contratos de negociación de a futuro o a término, permutas financieras, opciones de compra y venta...”⁴

El Mercado de Valores lo podemos clasificar en los siguientes segmentos:

- **Mercado Primario.-** Constituye aquel mercado en donde se negocian títulos-valores por primera vez, es decir cuando se los emiten, participan tanto empresas como personas naturales en la compra venta de valores, de manera directa o indirectamente a través de las casas de valores.
- **Mercado Secundario.-** Se negocian títulos valores que ya han sido emitidos en el mercado primario, y donde acuden los tenedores de los activos financieros con el fin de vender y obtener recursos monetarios y se transan títulos de renta fija y variable.
- **Mercado Bursátil.-** Está conformado por las ofertas y demandas de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las Bolsas de Valores, para la participación

³ Bolsa de Valores de Quito, Guía del Inversionista Bursátil, Quito, p.11

⁴ Ley del Mercado de Valores, Art. 2

en éste mercado se lo realiza a través de casas de valores, como los únicos intermediarios legalmente autorizados

- **Mercado Extrabursátil.-** Este mercado se desarrolla fuera de las bolsas de valores, pero existe la participación de los intermediarios autorizados, se negocian títulos que deben estar inscritos en el Registro de Mercado de Valores. Se puede considerar en las mesas de dinero de los bancos privados como parte más importante del mercado extrabursátil.

Existen también negociaciones que las podríamos denominar de mercado privado es decir las que se realizan de una forma directa, entre el comprador y vendedor, sin la intervención de intermediarios autorizados, aún cuando éstos se encuentren o no registrados en el Registro de Mercado de Valores.

2.1.2 INSTITUCIONES DEL MERCADO DE VALORES

Entre las instituciones que permiten la operatividad, apoyo y servicios para la negociación de los activos financieros en el Mercado de Valores encontramos:

2.1.2.1 Bolsa de Valores

Son instituciones que facilitan la transferencia y negociación de títulos valores dentro del mercado de capitales, para ello proporcionan la estructura y espacio físico donde se pueden realizar las negociaciones, acuden compradores y vendedores con la finalidad de captar y

colocar recursos, las Bolsas de Valores se constituyen en un mercado abierto al público que proporciona la información de las diferentes alternativas de inversión de los títulos valores, de los emisores, intermediarios a los inversionistas para una adecuada y transparente negociación, una libre fijación de los precios y cotizaciones en función de la oferta y demanda, así también los mecanismos para efectuar las transacciones. En nuestro país existen dos Bolsa de Valores: La Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil.

2.1.2.2 Casas de Valores

Las Casas de Valores se constituyen en los únicos intermediarios autorizados para realización de la intermediación de valores en el mercado de capitales. Estas tienen la facultad para operar, administrar, adquirir, transferir y negociar los títulos valores en función de la oferta y demanda ya sea en el mercado bursátil y extrabursátil. Es importante recalcar que las Casas de Valores pueden negociar en el mercado extrabursátil solo con títulos que no se encuentren inscritos en el Registro de Mercado de Valores. Las Casas de Valores deben pertenecer a una Bolsa de Valores, son compañías autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías.

2.1.2.3 Emisores de Valores

Son las personas jurídicas privadas y entidades del sector público que pueden emitir valores, para lo cual deben cumplir con las disposiciones legales y ser autorizadas para el efecto. Su finalidad la captar recursos del público e inversionistas en general, mediante la oferta de sus títulos valores, principalmente a través de la emisión acciones y obligaciones con el objetivo

de invertirlo en su gestión. Es requisito indispensable que las instituciones emisoras de valores cuenten con la respectiva calificación de riesgo especialmente para la emisión de títulos de deuda. Es decir un análisis del estado de la empresa, que le permita presentarse con una imagen de solvencia en el mercado.

2.1.2.4 Calificadoras de riesgo

Estas son compañías dedicadas a establecer el grado de calificación del riesgo que involucra a las empresas emisoras de valores. La calificación del riesgo se puede aplicar a los emisores, a los títulos e incluso determinar el riesgo de un país. Son totalmente independientes de otras instituciones del mercado, los resultados del análisis del riesgo y su calificación son dadas a conocer en el mercado financiero.

A nivel internacional existen conocidas calificadoras como Standard & Poor's, y Moody's Investors Service. Entre las categorías de calificación más conocida para Standard & Poor's que la define de la siguiente manera:

CALIFICACION	CONCEPTUACION
AAA	Máxima Capacidad de Pago
AA	Alta Capacidad de Pago
A	Buena Capacidad de Pago
BBB	Media Capacidad de Pago
BB	Nivel de inversión con carácter Especulativo y con bajo riesgo
B	Nivel de inversión con carácter Especulativo y con alto riesgo
CCC	Alto riesgo de no pago pero con Buen Potencial de recuperación
C	Alto riesgo de no pago y bajo Potencial de recuperación
D	No existe posibilidad de pago Ni potencial de recuperación
E	No están clasificados por falta de Información ni tienen garantías Suficiente.

Si se añade (+) a la clasificación, se estima que existe un menor riesgo y si se añade un (-), se estima que tiene un mayor riesgo de incumplimiento.

Las calificadoras de riesgo son instituciones que no garantizan ningún tipo de rendimiento al inversionista con la calificación que ésta asigne a una empresa, mas bien los inversionistas deben considerar éste criterio en el momento de decidir por su alternativa de inversión.

En el Ecuador la clasificación de las instituciones financieras se las define bajo la siguiente escala, según lo establecido por la Superintendencia de Bancos y Seguros.

(ANEXO 1)

2.1.2.5 Administradoras de Fondos y Fideicomisos

Son compañías anónimas que tienen por objeto administrar fondos de inversión y fideicomisos por cuenta y riesgo de sus aportantes, participar como emisores de valores a través del mecanismo de titularización, y representar fondos de inversión a nivel internacional.

En el caso de administrar fondos, se lo realiza captando recursos de varias personas conformando un patrimonio común y éste es invertido en diferentes instrumentos financieros, de renta fija o variable y de corto, mediano y largo plazo. Existiendo diferentes tipos de fondo según cada propósito.

2.1.2.6 Compañías de Custodia de Valores

Son compañías dedicadas principalmente a la conservación, protección y mantenimiento de los títulos valores, previniendo contingencias de robo, extravío o destrucción de los documentos y valores que se negocian en el mercado, facilitando la transferencia de los

papales de las diferentes transacciones en el mercado bursátil. En el país operan como compañías de depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores, con la finalidad de brindar los servicios de registro, transferencia, liquidación y compensación de valores, agilitando las operaciones en mercado. La compañía que realiza ésta actividad actualmente en el país es Decevale S.A.

Las compañías de depósitos centralizados son reguladas y supervisadas por la Superintendencia de Compañías, con el objeto de garantizar un óptimo funcionamiento y desempeño para con los demás actores del mercado que requieren de sus servicios.

2.2 INSTITUCIONES REGULADORAS EN EL MERCADO DE VALORES

En el mundo financiero y sus diferentes mercados existen organismos que regulan y controlan su funcionamiento, y en los mercados de valores principalmente se negocian títulos valores que conllevan un nivel de riesgo, obligando al mercado a mantener un conjunto de políticas y normas claramente definidas a reducir el riesgo, y con organismos que asuman el rol de supervisión y control.

En el mercado de valores ecuatoriano es el Consejo Nacional de Valores, que establece la política general, y regula su funcionamiento. Adicionalmente los órganos de vigilancia y control en el mercado de valores son la Superintendencia de Compañías y Superintendencia de Bancos cada uno en su competencia.

Las principales atribuciones del Consejo Nacional de Valores, a más de ser el órgano rector en el mercado son: Impulsar y promocionar el desarrollo del mercado de valores permitiendo la apertura de capitales y ofreciendo alternativas de financiamiento; tiene la facultad de expedir normas de carácter general, complementarias, específicas para el adecuado desenvolvimiento del mercado, y para todos sus partícipes.

La Superintendencia de Compañías se constituye en el órgano ejecutor de las disposiciones emanadas por el Consejo Nacional de Valores, se encarga de velar que los participantes cumplan con las normas que rigen en el mercado de valores, siendo un organismo autónomo, de control y vigilancia.

Como entidades de autorregulación, encontramos a las Bolsas de Valores y asociaciones gremiales, debidamente autorizadas por la Ley del Mercado de Valores, que tienen la potestad de expedir normas y reglamentos, para que regulen y controlen la participación, como también de sancionar a sus miembros en el ámbito que les compete.

2.3 CLASIFICACIÓN DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

“Las obligaciones son títulos emitidos por las compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador u organismos seccionales que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora”⁵

⁵ Ley del Mercado de Valores, Art. 160

Entiéndase como clasificación de la emisión de obligaciones por el plazo, las mismas que pueden ser de corto y largo plazo.

Las obligaciones estarán representadas en títulos o anotaciones en cuenta, en caso de estar representadas por títulos ejecutivos contendrán las características según detalle (ANEXO 2)

2.3.1 Clasificación de las obligaciones.- Se puede clasificar de la siguiente manera:

2.3.1.1 Obligaciones a largo plazo

- Requieren de un prospecto de oferta pública
- Tienen cupones de interés;
- La tasa de interés puede se fija o reajutable, la tasa que devengue las obligaciones deben estar vinculado a la evolución de una tasa de interés referencial, como lo serían las tasas del Banco Central o tasa de interés internacionales como la Libor o Prime;
- El pago del capital se lo puede realizar al vencimiento, mediante amortizaciones periódicas o anticipadamente a través de sorteos los mismos que deberá contar en al escritura pública de emisión;
- Plazo superior a 360 días;
- Aplicada para financiar programas productivos, de expansión o reestructuración de pasivos de las empresas.

2.3.1.2 Obligaciones a corto plazo o papel comercial

- No es indispensable de un prospecto de oferta, ni de escritura pública, únicamente de una circular de oferta pública que contenga toda la información económica, legal y financiera. Pero requiere de una calificación de riesgo;
- Su plazo no debe exceder los 359 días;
- La emisión se la realiza a través de un sistema de cupo de emisión revolvente y su autorización hasta por un plazo de 720 días para emitir y colocar papel comercial;
- Destinada a financiar capital de trabajo.

2.3.1.3 Obligaciones convertibles en acciones

Son aquellas que dan derecho al tenedor de las obligaciones, de exigir a la empresa emisora que le pague el valor de los títulos o las convierta en acciones, según las condiciones estipulas en la escritura de emisión en una fecha o plazo determinado.

Existirá un factor de conversión que es el número de acciones que se le entregue al inversionista por cada obligación de la misma clase. La empresa una vez que convierta las obligaciones en acciones, deberá disminuir su pasivo, y realizar un aumento de capital suscrito y pagado, registrando a los nuevos accionistas de la compañía.

2.3.1.4 De la garantía para la emisión de obligaciones

Un aspecto importante es la garantía, que el emisor respalda el cumplimiento y pago de la deuda contraída mediante la emisión de obligaciones. Las garantías pueden ser de tipo general y específica.

2.3.1.4.1 Garantía general

Toda emisión de corto o largo plazo debe estar respalda por una garantía de tipo general, que no deberá ser superior al 80% de total de los activos libres de gravámenes, excluyendo los activos diferidos. Tomando en consideración que el monto no redimido de cada emisión en circulación no supere el porcentaje antes mencionado.

2.3.1.4.2 Garantía específica

A más de las garantías de tipo general que el emisor establece, se le puede respaldar la emisión con garantías de tipo específico, las mismas que pueden ser prendas, hipotecas avales o fianzas. Estas podrán respaldar el pago de capital, de intereses, sea parcial o total.

2.4 PROCEDIMIENTOS Y PROCESOS PARA LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Una emisión de obligaciones se inicia con la decisión por parte de los miembros de la Junta General de accionistas de una empresa, que necesita financiamiento lo puede obtener vía

pasivos, bajo el mecanismo de emisión obligaciones. La emisión de obligaciones lo pueden realizar instituciones del sector financiero y no financiero. Para ello la empresa emisora a través de Junta General de accionistas o delegado en representación de ésta debe presentar mediante escritura pública la decisión de iniciar un proceso de emisión de obligaciones.

La empresa debe determinar sus necesidades de capital y los desembolsos en el futuro, producto del proceso de la emisión de los títulos, para estructurar la emisión, puede solicitar asesoría de cualquier Casa de Valores autorizada, que se encargará de toda la estructuración, gestiones y trámites posteriores que se requieran, la Casa de Valores se demora hasta un plazo de 30 de días en el desarrollo de la estructuración considerando si la compañía dispone de toda la información completa y actualizada. Los costos de asesoría dependerán de los servicios que la empresa emisora requiera.

Si la empresa decide realizar el proceso de emisión bajo el mecanismo de oferta pública debe presentar una solicitud de inscripción de la emisión en el Registro del Mercado de Valores (ANEXO 3).

La empresa emisora debe publicar por una vez la resolución de la Superintendencia en uno de los diarios de mayor circulación.

2.4.1 Calificación de riesgo de los valores a ofertarse

La empresa que ha decidido emitir obligaciones estará obligada por la Ley a obtener una Calificación de riesgo, la cual no es más que una opinión acerca de la capacidad de pagar la

deuda contraída. Esta calificación es otorgada por compañías especializadas calificadoras de riesgo, que para dictar su opinión solicitan a las empresas emisoras la siguiente información (ANEXO 4).

En función de la información solicitada las firmas calificadoras de riesgo realizan sus análisis, utilizando sus metodologías de calificación en ciertos aspectos mantienen en reserva por ser su know how, siendo su estrategia de competencia, que sin embargo analizan factores tales como, el entorno macroeconómico, análisis del sector; posición de la empresa en el mercado, análisis de la estructura financiera, aquí analizan el funcionamiento de la empresa, en términos de gestión operativa, niveles de producción, capacidad de pago, liquidez, niveles de endeudamiento, calidad de los activos, proyecciones financieras, ratios financieros, análisis de la estructura accionaria en la calidad e imagen de los accionistas mayoritarios, política de distribución de dividendos, políticas de contribuciones de capital, estructura administrativa la calidad de la gerencia en términos de profesionalismo y experiencia en el sector y análisis de la garantía, el mecanismo de garantía que respalde la emisión de los títulos valores.

En base al análisis de estos aspectos las calificadoras deciden la calificación que corresponda según su criterio, y el emisor puede continuar con su proceso de la emisión de obligaciones.

La ley determina que para cada emisión de obligaciones se necesita una calificación de riesgo al inicio y una actualización de la misma por cada semestre siguiente.

2.4.2 Contratación del Representante de los Obligacionistas y del Agente Pagador

La empresa emisora está obligada por la Ley en contratar un Representante de los Obligacionistas o tenedores de los títulos valores, que será la persona encargada de velar por los intereses de los compradores del papel. Como también, si la empresa estima conveniente que una determinada institución bancaria se encargue de realizar los pagos de intereses y/o capital a los tenedores de las obligaciones, se suscribe un contrato aparte como Agente Pagador.

2.4.3 Prospecto de oferta pública de las obligaciones

El prospecto de oferta pública debe ser impreso tantas veces sean necesarios para difundir la venta de los títulos, tomando en consideración que debe remitir 3 ejemplares a la Superintendencia de Compañías, también a las Bolsas de Valores y el número suficiente para distribuir en todas las casas de valores. El contenido del prospecto de oferta pública se detalla en el (ANEXO 5).

Para el caso de emisión de papel comercial ésta no requieren de un prospecto, pero si de una circular de oferta pública, en que debe constar la información básica del emisor como las características de la emisión y la información económica financiera y al menos dos calificaciones de riesgo actualizadas.

Los emisores de obligaciones del sector público, ésta no que requieren de prospecto ni escritura, pero deben estar inscritos en el Registro de Mercado de Valores.

Sin embargo las obligaciones deben estar inscritas en el Registro del mercado de valores y para ello deben cumplir con los siguientes requisitos (ANEXO 6).

Las obligaciones luego de colocarse en el mercado primario, es necesario inscribirlas en las Bolsas de Valores, con el objetivo de que el tenedor del título pueda negociar libremente en cualquier momento, y hacer efectiva su inversión. Para ello las Bolsas de Valores solicitarán a los emisores la documentación necesaria para su inscripción (ANEXO 7).

2.4.4 Colocación de las obligaciones

Una vez que la empresa emisora ha presentado toda la información pertinente, es revisada y analizada, y la Superintendencia de Compañías envía un comunicado aprobando la emisión, autorizando la oferta pública e inscripción en el Registro de mercado de Valores, podrán ser negociadas en el mercado bursátil y extrabursátil. Para realizar la respectiva emisión deberá elegir una Casa de Valores a través de cual se venderán las obligaciones en las Bolsas de Valores.

Los emisores pueden suscribir con una Casa de Valores un contrato de underwriting, que es la colocación y venta de los títulos en el mercado que puede ser en firme, parcial o del mejor esfuerzo. Este mecanismo asegura la consecución de fondos de manera rápida, el contrato de underwriting de la toma en firme asegura al emisor que recibirá la financiación a través de las obligaciones, el underwriter compra la totalidad de los títulos emitidos, y éste a su vez vende los títulos en las bolsas de valores, a inversionistas institucionales como personas naturales, asumiendo el riesgo de que no puede vender la totalidad de los títulos valores.

Con relación al mecanismo del mejor esfuerzo, en éste caso el underwriter sólo acepta vender el número de obligaciones que pueda a un precio establecido, no tiene responsabilidad alguna por los títulos valores que no se venda, es decir no asume riesgo.

Los recursos captados por la venta de las obligaciones permitirán al emisor financiar sus necesidades de capital y destinarlo según lo establecido en el prospecto de oferta pública de las obligaciones.

CAPITULO 3

REALIDAD ACTUAL EN LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES EN EL MERCADO ECUATORIANO

3.1 INTRODUCCIÓN

Los emisores de títulos valores concurren al mercado de valores con el propósito de demandar recursos monetarios, mediante la colocación obligaciones las mismas que son compradas por inversionistas individuales e institucionales.

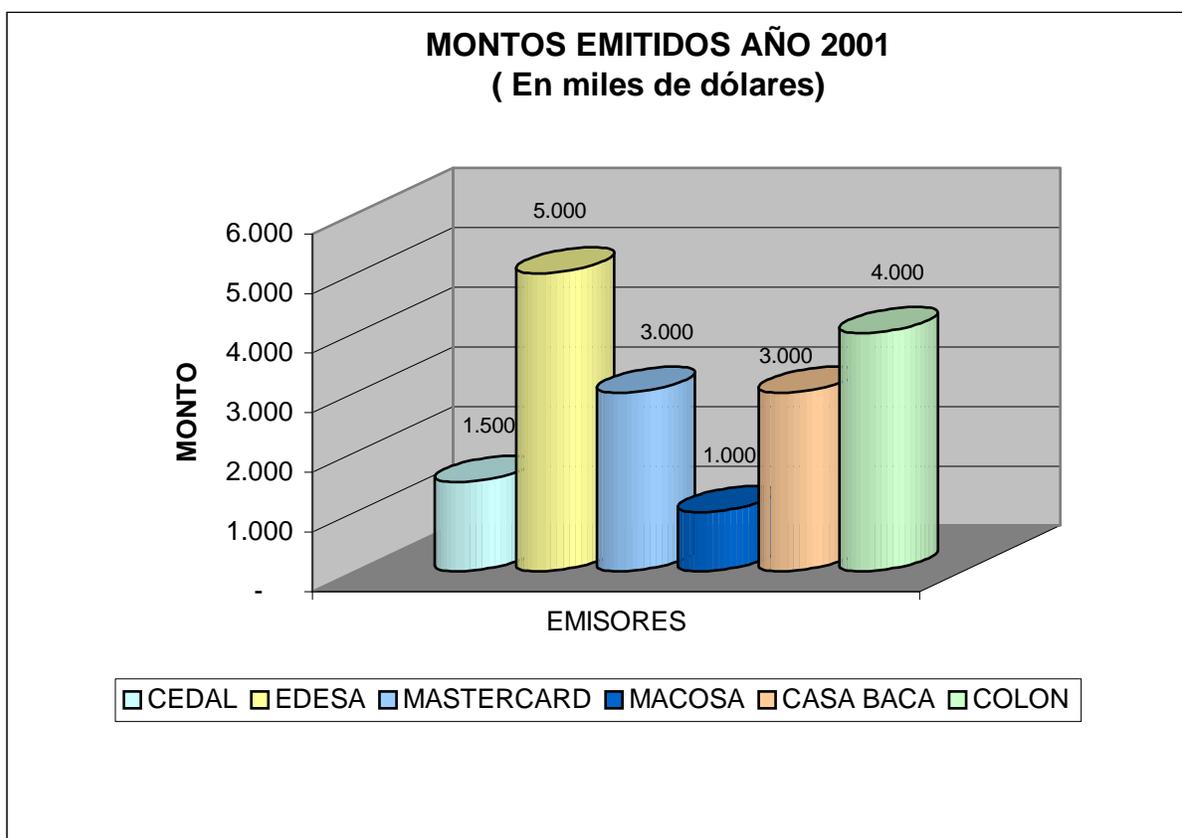
Los diferentes sectores de la economía pueden participar demandando recursos bajo éste mecanismo, para ello se analizará las emisiones de éstos títulos valores por tipo de sector financiero y no financiero.

3.2 EMPRESAS QUE HAN REALIZADO EMISIÓN DE OBLIGACIONES

En la presente investigación se observará cual ha sido la evolución de las emisiones de los títulos de deuda en el período comprendido entre el año 2001 hasta el año 2003, y tomando como referencia la fecha de la primera colocación.

AÑO 2001:

Las emisiones de obligaciones realizadas durante el año 2001 alcanzaron un monto total de USD \$ 17.500.000,00, de los cuales USD \$ 3.000.000,00 corresponde a una empresa del sector financiero Mastercard y los USD \$ 14.500.000,00 a empresas de sector no financiero como se lo puede apreciar en el siguiente grafico:



Elaborado: El autor

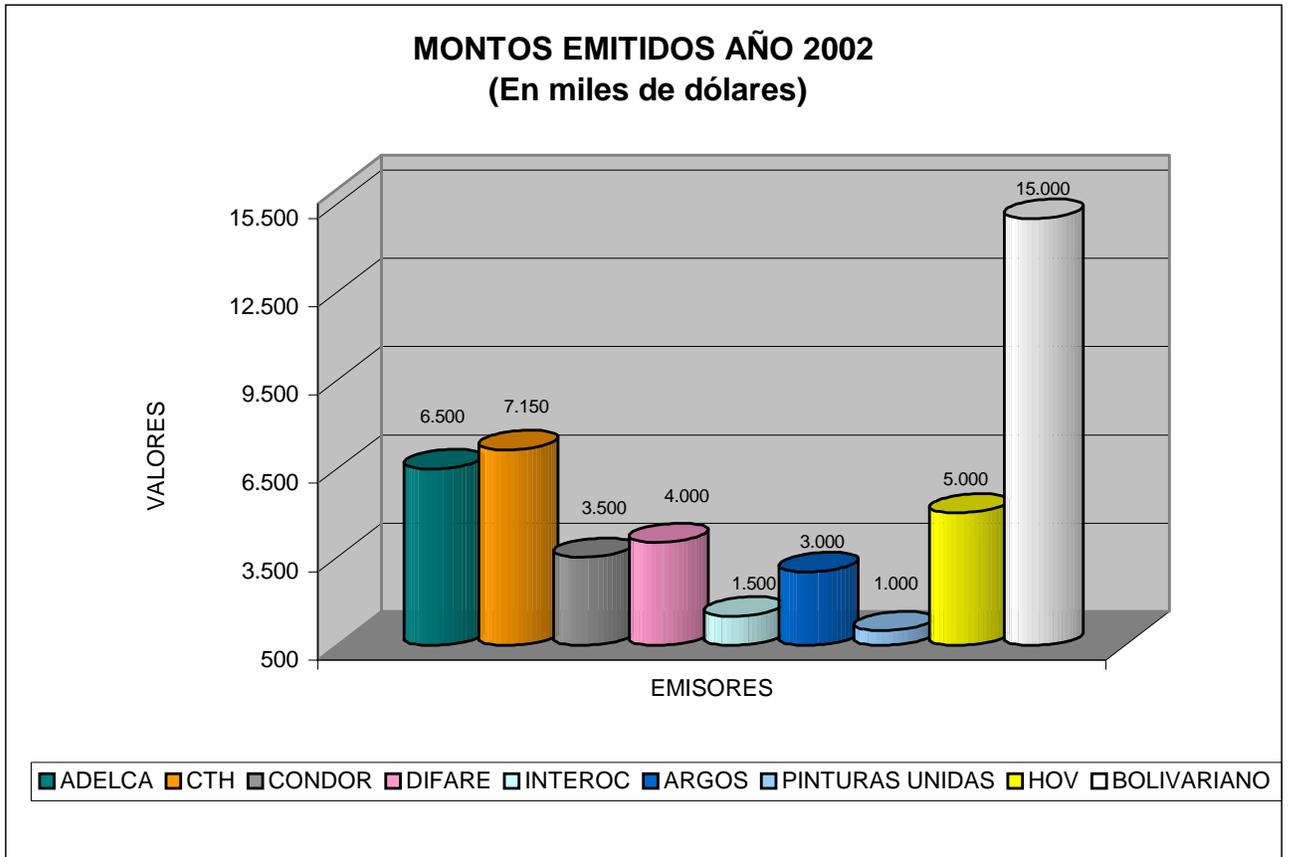
Fuente: Bolsa de Valores de Quito

El rendimiento promedio ponderado de los títulos valores ofertados durante éste año fue de 9.25% a un plazo promedio ponderado de 771 días, (alrededor de 2 años).

Comparando con las tasas pasivas referenciales publicadas por el Banco Central, durante éste año la tasa pasiva promedio fue de 6.63%, lo que indica que la tasa de rendimiento pagada por las obligaciones, beneficiaba a los inversionistas.

AÑO 2002:

En este año el monto colocado se incrementó en un 166,57 % alcanzando un monto total de USD \$ 46.650.000,00 con relación al año 2001, de igual forma se incrementó las emisiones del sector financiero, por instituciones como la Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH con un valor colocado de USD \$ 7.150.000,00. El Banco Bolivariano emitió USD 15.000.000,00 con una particularidad que USD \$ 5.000.000,00 correspondían a obligaciones convertibles en acciones.



Elaborado: El autor
Fuente: Bolsa de Valores de Quito

El monto colocado por el sector financiero alcanzó un total de USD \$ 22.150.000, y el monto restante de USD \$ 24.500.000, el sector no financiero.

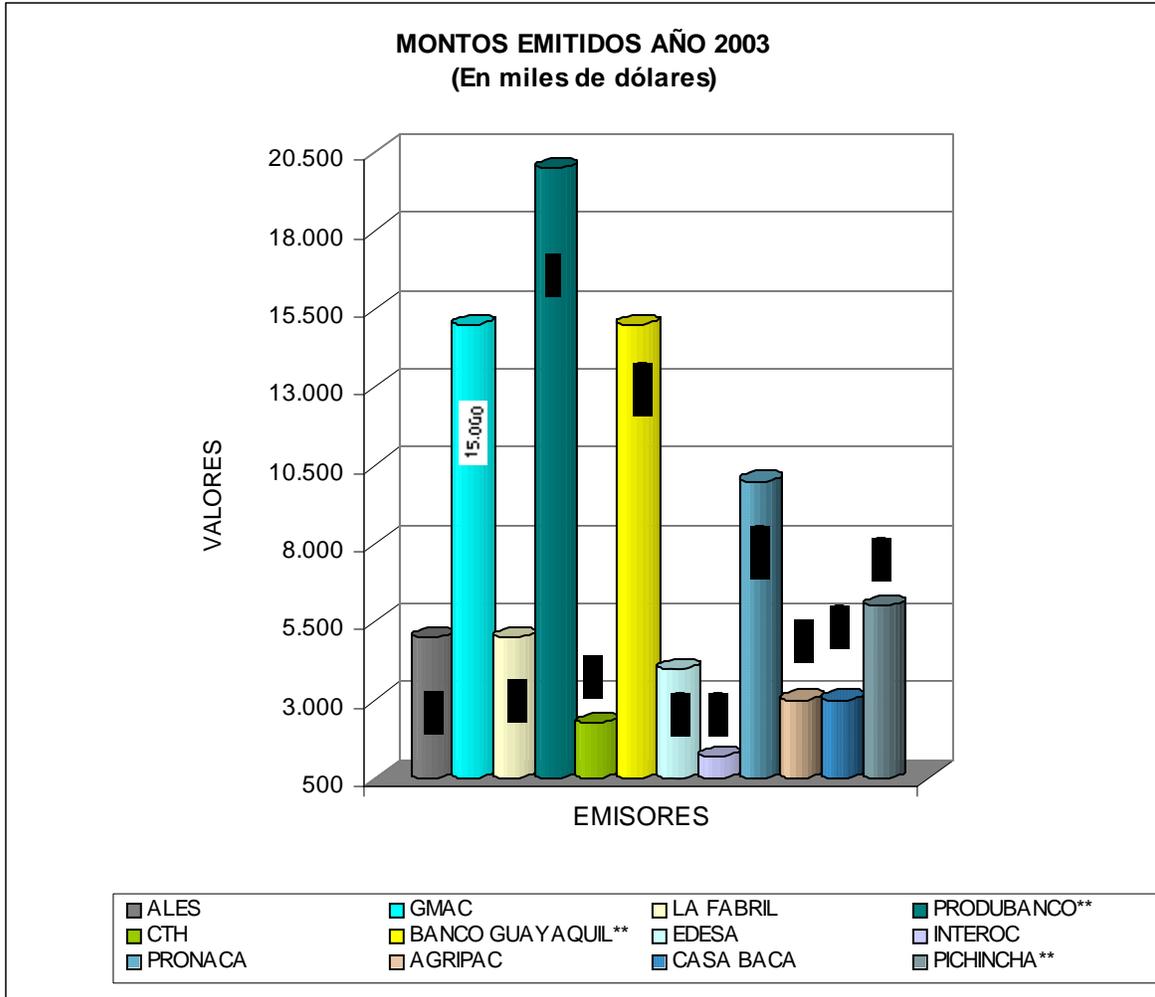
La tasa de rendimiento promedio ponderado de los títulos fue de 8.29%, y el plazo promedio ponderado de 1231 días, comparada con la tasa pasiva referencial promedio de 5.15%, indica que la tasa pagada por las obligaciones aún sigue siendo más rentable que la pactada con institución financiera.

Cabe señalar que en éste año Mastercard realizó titularización de cartera por un monto de USD \$ 8.000.000,00 a una tasa de rendimiento del 8.5% a un año plazo.

AÑO 2003:

Durante éste año existió un incremento en los montos colocados en el sector financiero, como el no financiero, el monto se incrementó en USD \$ 42.800.000,00, es decir en un 92% respecto del año 2002. Alcanzando un monto total colocado de USD \$ 89.450.000,00.

De los cuales USD \$ 41.000.000,00 fueron emisiones del sector financiero, los bancos emisores fueron Produbanco, Guayaquil y Pichincha, con la característica de obligaciones convertibles en acciones.



Elaborado: El autor
Fuente: Bolsa de Valores de Quito

La tasa de rendimiento promedio pagada por los emisores fue de 8.27%, a un plazo promedio ponderado de 1422 días. A igual que los años anteriores la tasa pagada por los títulos valores es más competitiva que la del mercado monetario, la tasa pasiva referencial promedio en el 2003 fue del 5.29 %.

En éste año también se realizaron titularizaciones por un monto total de USD \$ 28.278.828,00. El Unibanco colocó USD \$ 10.000.000,00, mientras que la CTH colocó 18.278.828,00, en varias clases.

3.2.1 Objeto de la emisión de obligaciones

El objeto de realizar emisiones de papeles de deudas por parte de las empresas en general están destinadas a los siguientes aspectos:

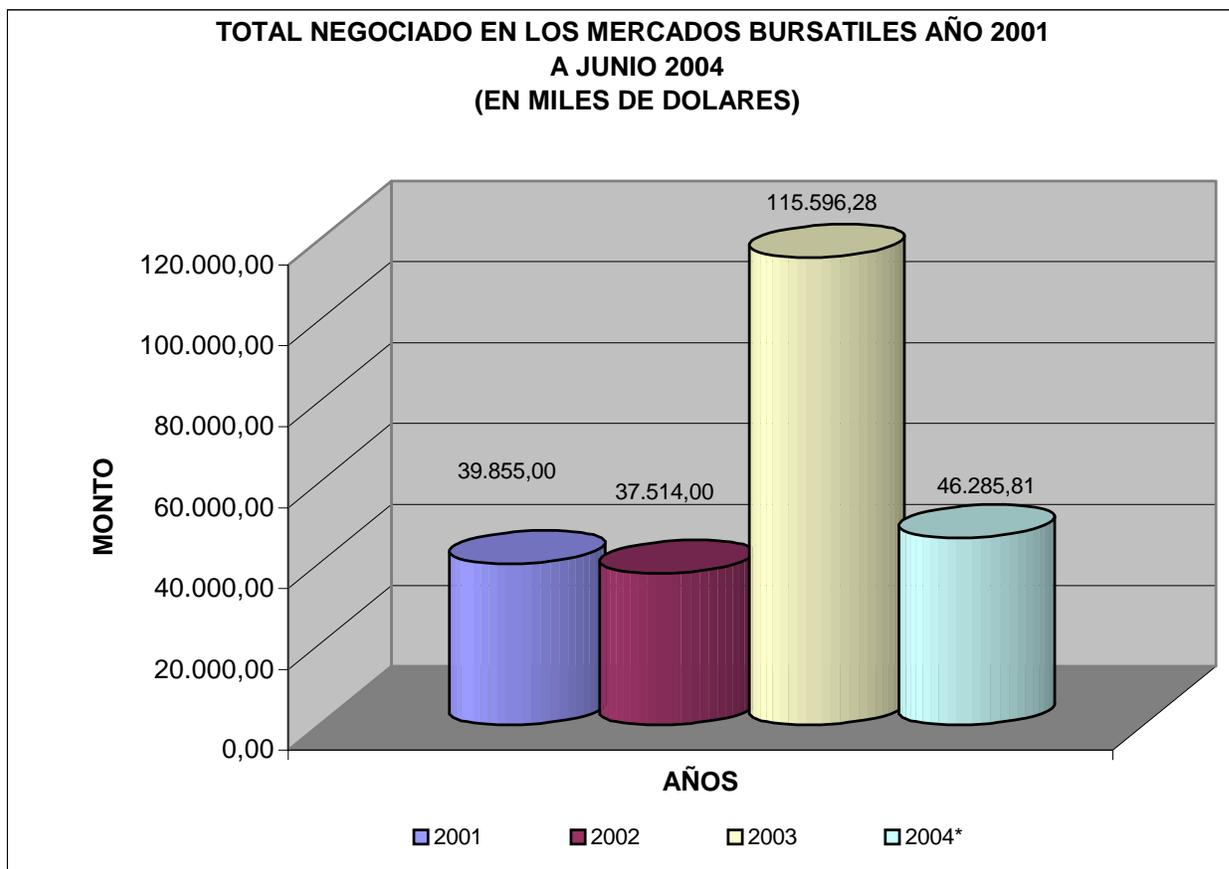
El sector financiero a obtener recursos para canalizar fuentes de financiamiento a mediano y largo plazo, fortalecimiento al Patrimonio Técnico de la Institución permitiendo el financiamiento de actividades productivas, financiar el crecimiento de activos productivos y reestructuración de pasivos de corto plazo.

En tanto que el sector no financiero lo destina principalmente a la reestructuración de pasivos bancarios y de la compañía y a obtener recursos para proyectos de inversión.

3.3 DEMANDA DE LOS TITULOS DE OBLIGACIONES EN EL MERCADO DE CAPITALES

En nuestro país se negocian todo tipo de títulos en el mercado de valores. En el caso de las obligaciones motivo de la presente investigación se analizará los montos negociados durante el período comprendido entre los años 2001 hasta el mes de junio del 2004.

En el siguiente gráfico se puede visualizar las negociaciones de las obligaciones a nivel nacional.



Elaborado: El Autor

Fuente: Estudios de Mercados de Valores y Bolsa de Valores de Quito

En el año 2001 el monto negociado a nivel nacional alcanzó un total de USD \$ 39.855, (en miles de dólares), de los cuales las obligaciones de instituciones del sistema financiero se negociaron alrededor de USD \$ 6.298 (miles de dólares); De los bancos Guayaquil, Pichincha y Produbanco, mientras que dentro los emisores del sector no financiero que tuvieron una mayor participación de sus títulos negociados fueron Edesa, Casa Baca, Hotel Colón y Cedal con un monto de total de USD \$ 9.213 (miles de dólares), valores negociados en la Bolsa de Valores de Quito.

En el año 2002, del monto de los valores negociados de las obligaciones disminuyó respecto del 2001 en un 5.87%, alcanzó un monto de USD \$ 37.514(miles de dólares), la inversión en títulos valores de renta fija en general del sector financiero y no financiero se vio disminuida por la incertidumbre generada por las expectativas electorales que no propiciaban condiciones favorables a incentivar las inversiones.

Sin embargo las negociaciones en la Bolsa de Valores de Quito, fueron de USD \$ 24.541 (miles de dólares), y en la Bolsa de Valores de Guayaquil fue de USD \$ 12.973 (miles de dólares).

En el año 2003 las negociaciones alcanzaron un incremento significativo de 208%, se negocio un monto de USD \$ 116.000 (miles de dólares), en relación con el año anterior apenas USD \$ 37.514 (miles de dólares), lo que evidencia una recuperación del mercado bursátil.

Las obligaciones convertibles en acciones fueron de USD \$ 43.727, en la Bolsa de Valores de Quito se negociaron USD\$ 20.615 (miles de dólares) y en la Bolsa de Valores de Guayaquil se negoció USD \$ 23.112 (miles de dólares).

En el año 2004 que aún esta vigente hasta el mes junio las negociaciones de los títulos de deuda son de USD \$ 42.286 (miles de dólares), de los cuales las obligaciones convertibles en acciones alcanzan USD \$ 1.180 (miles de dólares), apenas constituye un 2.85 % del total de obligaciones negociadas durante el primer semestre del presente año.

La participación de las Bolsas de Valores en el mercado ecuatoriano en relación con las negociaciones de las obligaciones, se transan en las Bolsas de Quito y Guayaquil son las únicas existentes en el país.

En la Bolsa de Valores de Quito, se negoció un monto total negociado de USD \$ 122.318 (miles de dólares); y la Bolsa de Valores de Guayaquil con un monto negociado de USD \$ 116.933 (miles de dólares). Durante los 3 últimos años desde el 2001 a junio de 2004.

3.4 ANÁLISIS DEL MECANISMO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES COMO ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA LAS EMPRESAS EN EL MERCADO DE CAPITALES

El presente análisis hace referencia a la emisión de obligaciones realizada por Diners Club del Ecuador S.A Sociedad Financiera.

En primer lugar se describe las principales características de la emisión realizada por Diners Club, la misma que fue colocada con fecha 2 de abril de 2004:

Monto Total de la emisión:

US \$ 15.000.000,00

Clases, Series, Montos y Plazos

CLASE	SERIE POR CLASE	MONTO POR CLASE	PLAZO POR CLASE
A	1,2,3	USD 5.000.000,00	720 Días
B	1,2,3	USD. 5000.000,00	1.080 Días
C	1,2,3	USD. 5000.000,00	1.440 Días

Valor nominal de cada obligación por serie:

Serie 1: USD 100.000,00

Serie 2: USD 50.000,00

Serie 3: US 20.000,00

Tasa de interés a pagar por las obligaciones será con relación a la Tasa Pasiva Referencial en dólares publicada por el Banco Central bajo las siguientes condiciones:

CLASE	TASA DE INTERES
“A”	TPR+2.50 puntos porcentuales
“B”	TPR+2.75 puntos porcentuales
“C”	TPR+3.25 puntos porcentuales

Pago de Capital: Cupones al portador pagaderos cada 90 días desde la fecha que la obligación se encuentre en circulación.

Pago de Intereses: Cupones al portador pagaderos cada noventa días desde la fecha que la obligación se encuentre en circulación.

Objeto de la colocación: Recursos destinados a la reestructuración de pasivos de la institución.

Rescate anticipados: En la presente emisión de obligaciones no habrá rescates anticipados.

Tipo de Garantía: General

Calificación: “AA”

Calificadora de Riesgos: BankWatch Ratings del Ecuador S.A.

Agente Pagador: Diners Club del Ecuador S.A S.F

3.4.1 Determinación del costo financiero de las obligaciones emitidas por Diners Club

La fecha de colocación de las obligaciones emitidas por Diners Club, se lo realizó el 2 de abril del 2004, en su totalidad se colocó los US \$ 15.000.000,00 en los diferentes plazos según lo establecido en el prospecto de emisión y de acuerdo con las características antes señaladas tal como se refleja en el balance al 30 de abril de 2004, en la cuenta 27.02 de las cuentas del pasivo (ANEXO 8)

Al momento ya se han cancelado los 2 primeros cupones de cada uno de los tramos emitidos.

A una tasa del 7.13% y 6.55% el 1º septiembre y 2 de julio del 2004, respectivamente.

Para determinar las tasas que se pagarán para los siguientes cupones se realizó la proyección en función de las tasas de interés pasivas referenciales del Banco Central.

La metodología utilizada para la proyección es de la doble suavización exponencial lineal o de Holt. Es un método que tiene como propósito obtener valores ponderados, para la serie de las tasas pasivas y extrapolarla para obtener el pronóstico.

La metodología de suavización exponencial se caracteriza por ponderar con mayor peso a las observaciones recientes y con menor peso a las más antiguas. Se consideró la serie de las Tasas Pasivas Referenciales del Banco Central desde marzo del 2000 hasta la última semana del mes de octubre del 2004. Como se conoce en los primeros meses del año 2000, las tasas presentarían cierta distorsión, por el cambio de unidad monetaria del sucre al dólar puesto que para un sistema de dolarización las tasas eran altas. Por lo tanto el método expuesto minimiza las tasas en estos meses.

El método de Holt contempla las tendencias de las series, en este caso la tendencia es decreciente de las tasas pasivas referenciales. El horizonte de proyección para los pronósticos bajo este método se considera que debe ser entre un corto y mediano plazo, dado que la serie utilizado contempla 56 meses de información. Por lo que para este caso la ventana de proyección esta dada para 24 meses, sin embargo para realizar una proyección a mayor plazo se debería disponer de más observaciones en cuanto a las tasas pasivas referenciales del Banco Central. Los resultados obtenidos producto de la proyección se detallan en el (ANEXO 9).

De lo expuesto se ha determinado el costo financiero de las obligaciones emitidas a 2 años plazo de la CLASE “A” de la serie 1,2 y 3 emitido por un capital total de US \$ 5.000.000,00,

con un total de 8 cupones de US \$ 625.000 cada uno y los intereses pagaderos cada 90 días como se lo detalla el siguiente cuadro:

TABLA DE PAGOS DE LAS OBLIGACIONES A 2 AÑOS "CLASE A" SERIES 1,2 y 3

FECHA	No. CUPON	CUPON DE CAPITAL	*TASA A PAGAR	PLAZO(días)	INTERESES	CAPITAL REDUCIDO
						5,000,000.00
01/07/2004	1	625,000.00	7.13%	90	89,125.00	4,375,000.00
29/09/2004	2	625,000.00	6.55%	90	71,640.63	3,750,000.00
28/12/2004	3	625,000.00	a) 5.93%	90	55,593.75	3,125,000.00
28/03/2005	4	625,000.00	5.80%	90	45,312.50	2,500,000.00
26/06/2005	5	625,000.00	5.67%	90	35,437.50	1,875,000.00
24/09/2005	6	625,000.00	5.54%	90	25,968.75	1,250,000.00
23/12/2005	7	625,000.00	5.42%	90	16,937.50	625,000.00
23/03/2006	8	625,000.00	5.30%	90	8,281.25	0.00
TOTAL		5,000,000.00			348,296.88	

COSTO FINANCIERO 6.97

*Las tasas incluyen los 2.50 puntos porcentuales adicional a las tasas pasivas referenciales.

a) Tasas proyectadas

Como se observa al final del pago de los cupones de capital e intereses, el costo financiero que Diners pagaría por las obligaciones de la Clase "A" sería de 6.97%.

A continuación se detallan otros aspectos que involucra la emisión de las obligaciones en los balances de Diners Club del Ecuador.

La emisión de obligaciones incide en el cálculo del indicador del manejo administrativo:

- **Activos Productivos/ Pasivos con costo**

En el momento que se recibió el pago con la venta de las obligaciones, los fondos disponibles aumentan en el numerador y por el lado de los pasivos con costo, éste se

incrementaría (adicional con la tendencia que tengan las captaciones de depósitos a la vista y depósitos a plazo. (ANEXO 10).

- **Encaje Bancario**

Para el cálculo del Encaje Bancario el mismo que se lo realiza de manera semanal, se considera todas las cuentas de pasivo (21, 23, y 27) en que se incluye las obligaciones como se muestra en reporte de la última semana del mes de Septiembre 2004 (ANEXO11). Al incrementar las obligaciones con terceros, el valor del encaje aumenta, aunque no necesariamente por la emisión de las obligaciones, sino también por la tendencia que existe en la captación de recursos a la vista y a plazo.

- **Contribución a la AGD**

Con relación al aporte que realizan a la Agencia de Garantías de Depósito las instituciones financieras del 0.54 por mil de los valores registrados en las cuentas 21.01 y 21.03 de las cuentas de balance, los valores por emisión de obligaciones no se toma en cuenta, para consolidar dicha contribución.

- **Fondo de Liquidez**

Para el cálculo del fondo de liquidez que constituye el 1% de las cuentas del pasivo que se encajan, en éste fondo se incluye la cuenta 27.02 en la cual se registran las

obligaciones emitidas con el fin de atender las necesidades de liquidez de las instituciones financieras sujetas de encaje. Como se lo aprecia en el cálculo correspondiente al mes de abril 2004 (ANEXO12).

Cabe recalcar que las obligacionistas mantienen un representante que vela por cumplimiento, por parte del emisor de las obligaciones en el pago del capital e intereses, además estas tienen garantía de tipo general. En el caso de Diners Club, está representada por Global Advise Cía. Ltda. como representante de los obligacionistas.

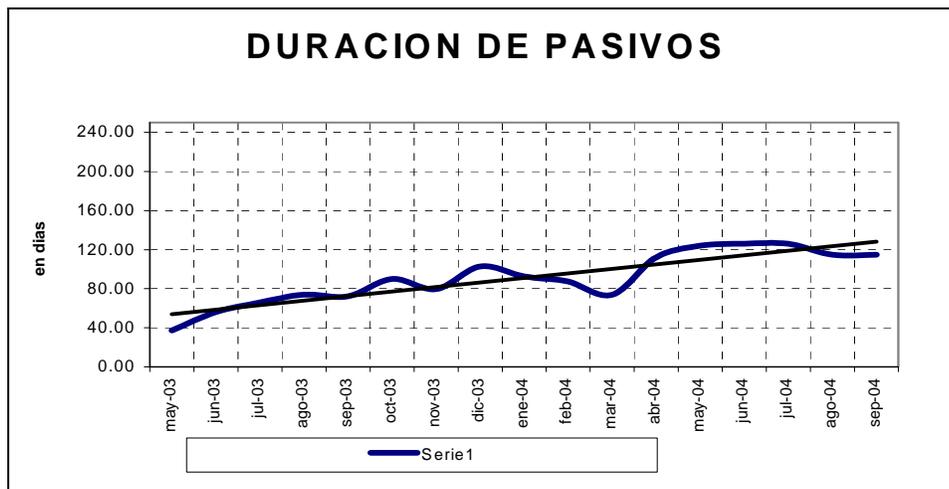
- **Duración de los pasivos**

De acuerdo con el destino de los recursos a captar, Diners lo destinará a la reestructuración de los pasivos de compañía. Se puede observar que la mayor concentración de los pasivos con costo de Diners Club, está registrado en las cuenta 21.03 Depósitos a plazo que al 31 de marzo 2004 registra un total de US \$ 155.062.035,21 esto equivale al 59.53% de total de los pasivos en éste mes, específicamente en los plazos de 1 a 30 y 31 a 90 días. (ANEXO13)

Si observamos cual es la duración de los pasivos, en los primeros meses antes de la emisión de las obligaciones, a marzo 2004 ésta tenía un plazo promedio ponderado de 73.68 días, luego de la colocación de las obligaciones se observa que se extiende la duración desde el mes abril 112.31 días, es decir el objetivo de emitir obligaciones es de la desconcentración de captar en el plazo menor a 90 días y extender los plazos de captación, y no concentrar su captaciones en las grandes inversionistas que Diners

mantiene. Se lo puede apreciar en el gráfico que la duración ha ido aumentando durante los meses siguientes luego de la emisión la tendencia sería captar recursos a plazos superiores a 90 días.

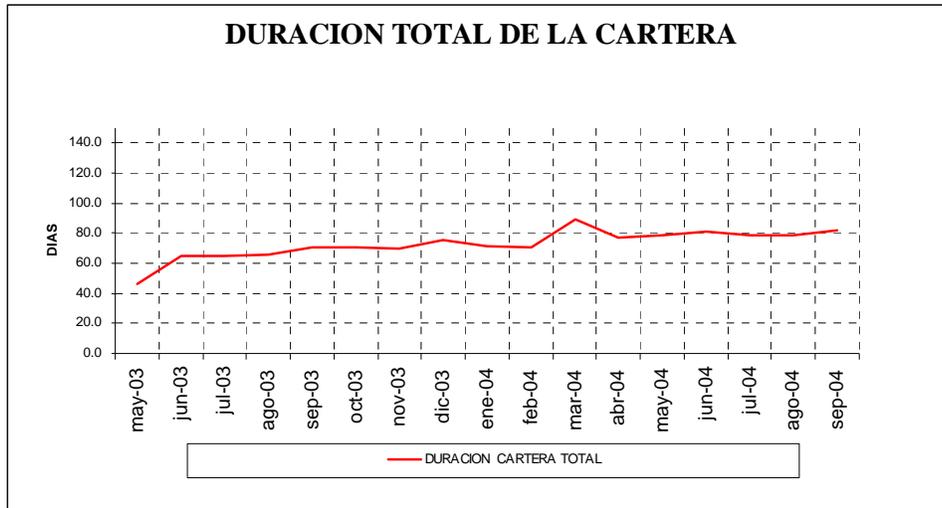
DURACION PASIVOS TOTAL		
MES	AÑOS	DIAS
ene-03	0.07	24.66
feb-03	0.06	21.86
mar-03	0.07	24.04
abr-03	0.05	18.30
may-03	0.10	37.24
jun-03	0.16	56.18
jul-03	0.18	65.75
ago-03	0.21	73.91
sep-03	0.20	72.19
oct-03	0.25	90.06
nov-03	0.22	79.63
dic-03	0.29	102.80
ene-04	0.26	92.35
feb-04	0.24	87.28
mar-04	0.20	73.68
abr-04	0.31	112.31
may-04	0.34	124.10
jun-04	0.35	125.99
jul-04	0.35	125.99
ago-04	0.32	114.78
sep-04	0.32	114.78



- **Duración de los activos**

Si comparamos la duración de los activos frente a los de los pasivos, en los primeros meses del año 2004 se observa que el plazo es muy reducido, hasta antes de la emisión, lo que indica que el tiempo de recuperación de sus activos casi coincide con el pago de sus obligaciones a terceros.

DURACION CARTERA TOTAL		
MES	AÑOS	DIAS
ene-03	0.13	46.9
feb-03	0.12	41.5
mar-03	0.13	45.2
abr-03	0.08	28.1
may-03	0.13	46.6
jun-03	0.18	65.0
jul-03	0.18	65.3
ago-03	0.18	65.3
sep-03	0.19	70.2
oct-03	0.20	70.3
nov-03	0.19	69.7
dic-03	0.21	75.7
ene-04	0.20	71.3
feb-04	0.20	70.4
mar-04	0.25	88.8
abr-04	0.21	77.4
may-04	0.22	78.5
jun-04	0.23	81.2
jul-04	0.22	78.6
ago-04	0.22	79.0
sep-04	0.23	81.8



Además la duración de sus activos tiene plazo promedio de recuperación de entre 80 y 90 días, eso indica que necesariamente sus pasivos deberían ser superiores a éste plazo.

3.4.2 Financiamiento a través de líneas de crédito

Diners Club mantiene obligaciones financieras a través de préstamos por parte de instituciones financieras del país como del exterior, el caso de obligaciones financieras con el Loyds Bank que al mes de septiembre del éste año registra una operación de crédito de USD \$ 2.000.000,00 a una tasa del 6% a y por lo general son pactadas a un plazo de 180 días. (ANEXO14). Esta constituye una alternativa de financiamiento, sin embargo no tiene la ventaja de extender el plazo y fijar la tasa como lo puede realizar con las obligaciones.

En cuanto al análisis realizado respecto de la emisión de obligaciones realizada por Diners, en cuanto al costo financiero que le generaría en el primer tramo del total de las obligaciones

emitidas y de los aspectos que en los cuales las obligaciones emitidas afectan a su gestión se puede mencionar:

1. El costo financiero que genera pagar, al obtener una línea de crédito podría ser más alto, comparado con el generado por la emisión de obligaciones, tal como se lo determinó para el primer tramo de las obligaciones de la Clase “A” debido al plazo que tiene las obligaciones y además por el monto captado, que solicitar préstamos cada cierto período.
2. En cuanto al destino de la colocación de las obligaciones que el objetivo principal es la desconcentración de sus pasivos en corto plazo (90 días) y no necesariamente reducir el costo financiero de captación de recursos de terceros, el mismo que para los tramos colocados a 3 y 4 años puede incrementar la tasa. Sin embargo la tendencia es captar recursos a más largo plazo que les permita realizar la intermediación de manera más adecuada en cuanto al giro propio de su actividad financiera.

De manera general la emisión de obligaciones como instrumento de financiamiento para las instituciones financieras, constituye una alternativa que básicamente les permita reestructurar sus pasivos, en otros casos cumplir con los niveles de solvencia, siendo el activo principal de la cartera de crédito, para el caso de Diners el crédito de consumo (tarjetas de crédito). Y sin embargo las instituciones financieras tienen que captar recursos para colocar a través de los créditos y el costo financiero de captar a largo plazo, sea más alto que el captar en el corto plazo, que les permita realizar la intermediación financiera.

3.4.3 Financiamiento mediante la emisión de acciones

La emisión de acciones también constituye otra alternativa de financiamiento a largo plazo que ofrece el mercado de capitales, estos títulos valores son de renta variable y su rentabilidad depende de los resultados obtenidos por la gestión realizada por la administración, es decir de los resultados económicos obtenidos en un periodo determinado, le confieren al titular la calidad de accionista o propietario de una empresa con derechos y obligaciones.

Al realizar una emisión de acciones, el emisor está permitiendo que el capital de la empresa tenga más dueños o accionistas, siendo su objetivo primordial el fortalecer a la compañía mediante la captación de capitales frescos que permitan que la empresa pueda crecer o reactivarse en el caso que tenga problemas financieros.

Sin embargo en nuestro mercado la emisión de títulos de acciones es mínima, pues no existe una cultura de confiabilidad de los lados involucrados, por un lado las empresas en su gran mayoría son personales y existe el recelo de la apertura de nuevos socios, esto involucra mostrar a luz pública como se administran sus empresas, sus estados financieros y cuan eficientes son, por la otra parte los inversionistas la poca confianza de invertir en estos títulos como opción de inversión, al desconocer si el emisor obtendrá dividendos o no que dependen de gestión y administración.

Estos aspectos originan que en nuestro mercado de valores no existe una adecuada formación de precios, por falta de información en cuanto a precios de las acciones, existen pocos volúmenes de negociación, condiciones macroeconómica inestables, mínima apertura en el

capital accionario de las empresas, pocos participantes lo que origina que el mercado sea reducido. Si se observa que los montos negociados por acciones en el mercado de valores a Julio 2004, apenas representa el 0.56% del monto total negociado de los diferentes títulos valores de renta fija y variables, lo que indica que realmente no existe una cultura en utilizar este mecanismo como alternativa de financiamiento.

En el caso de Diners Club éste no cotiza sus acciones en el mercado de valores, por lo general lo realiza en el mercado privado, entre comprador y vendedor de manera directa, en que se fija el precio sin ningún tipo de referencia del mercado como tal, únicamente entre la oferta y demanda de los interesados.

3.4.4 El costo financiero de emitir obligaciones

Las obligaciones devengarán una tasa pactada, la misma que debe ser competitiva en relación con las tasas ofrecidas en los títulos que ofrecen las instituciones financieras, y que sea atractiva a los para los inversionistas.

El emisor debe analizar que la tasa de interés que paga por los títulos sea conveniente, con relación a la tasa de interés que le cobraría una institución financiera en el caso de solicitar un crédito.

Si realizamos una comparación de los rendimientos a los cuales se pactaron las obligaciones emitidas durante el período analizado comprendido entre el año 2001 al año 2003, observaremos que el costo financiero es más barato en relación con las tasas activas que los

bancos fijan en sus operaciones crédito. Para ello tomaremos como referencia las tasas activas referenciales del Banco Central. Esto se explica en el siguiente cuadro:

AÑOS	TASA PROMEDIO PONDERADO DE LAS OBLIGACIONES	TASA ACTIVA REFERENCIAL PROMEDIO	MARGEN PORCENTUAL
2001	9,25%	15,32%	6,07%
2002	8,30%	14,19%	5,89%
2003	8,27%	12,38%	4,11%

Elaborado: El Autor

Fuente: Banco Central del Ecuador y Bolsas de Valores

Como se observa el costo financiero de los emisores en esos años, fue más barato que el que podría ser financiado por una institución financiera.

Y de igual forma para el inversionista la tasa pagada fue más atractiva, comparada con las tasas pasivas referenciales del Banco Central para el mismo período.

AÑOS	TASA PROMEDIO PONDERADO DE LAS OBLIGACIONES	TASA PASIVA REFERENCIAL PROMEDIO	MARGEN PORCENTUAL
2001	9,25%	6,63%	2,62%
2002	8,30%	5,15%	3,15%
2003	8,27%	5,29%	2,98%

Elaborado: El Autor

Fuente: Banco Central del Ecuador y Bolsas de Valores

Por consiguiente el costo financiero en el que incurre una empresa emisora de obligaciones en el mercado de valores será menor, en relación con el financiamiento que se ofrece en el Sistema Financiero.

3.4.5 El riesgo financiero al que están expuestos los emisores

El riesgo financiero hace relación con la posibilidad de incumplimiento de las obligaciones contraídas por el emisor.

Puede darse el caso que el emisor no cumpla con los pagos de capital e intereses de las obligaciones por problemas de liquidez, los tenedores de los títulos tendrían el derecho a participar en la liquidación de la empresa y recuperar su inversión tratándose de papeles de deuda, éstos tienen prioridad de ser cancelados, antes que a los tenedores de acciones de la empresa.

3.4.6 El control de los obligacionistas en la empresa emisora

Este aspecto hace relación con las decisiones en la empresa emisora por parte de los tenedores de las obligaciones. El obligacionista no tiene ninguna participación en las decisiones del emisor (empresa emisora), es únicamente un acreedor de las obligaciones contraídas.

Se puede manifestar como una ventaja desde el punto de vista, que el tenedor no participa de los beneficios adicionales en cuanto a la rentabilidad, puede generar el emisor producto del negocio de sus actividades. El inversionista recibirá el pago de sus intereses y capital según lo pactado en cada título de obligación adquirida.

Es decir el control por parte del emisor es total, y no tiene un riesgo mayor con el obligacionista de informar de la administración de la empresa. No sucede así con los

accionistas quienes si tienen participación directa y derecho a voto en direccionamiento de la empresa.

En consecuencia los emisores deben considerar estos aspectos al considerar financiarse con títulos de deuda, estableciendo claramente cual será el objeto de la emisión, pues se estructura exclusivamente de acuerdo a las necesidades de la empresa y a sus flujos de ingresos y gastos.

Considerándose como una alternativa de financiamiento que debería ser aprovechado por las empresas y que le ofrece el mercado de valores.

CAPITULO 4

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

4.1 CONCLUSIONES

- En la presente investigación se ha llegado a conocer como se encuentra estructurado el mercado financiero, en tres grupos que incluyen el mercado monetario, mercado de crédito y mercado de capitales, en cual se enmarca la investigación motivo del presente estudio, al mercado de valores acuden las empresas de tipo comercial, industrial, servicios o financieras con el objetivo de buscar recursos monetarios y financiar sus actividades, mediante la emisión de obligaciones como una alternativa de financiamiento para las empresas.
- Empresas de los distintos sectores de la economía pueden participar en el mercado de valores, como demandantes de recursos, lo que les convierte en emisores, los cuales mediante una oferta pública colocan en el mercado los títulos de deuda, para que estos sean adquiridos por los diferentes tipos de inversionistas. Durante los años investigados comprendido entre el 2001 al 2003. la participación de emisores del sector no financiero alcanzó un monto colocado de USD \$ 92.450 (miles de dólares), mientras que el sector financiero ofertó USD \$ 84.350 (miles de dólares), esto nos demuestra que la participación de las empresas, de ambos sectores han optado por la emisión de

obligaciones, como una alternativa de financiamiento que les permita reestructurar sus pasivos y financiar sus proyectos de inversión.

- Los inversionistas en el mercado de valores se convierten en los superavitarios de recursos, quienes adquieren los títulos de deuda emitidos por los emisores, existen dos clases de inversionistas en el mercado, son los inversores individuales que son las personas naturales que actúan de manera directa, y los inversionistas institucionales que son instituciones privadas y públicas que acumulan capitales de los inversionistas y conforman fondos comunes para invertirlos en varios instrumentos financieros.
- La emisión de obligaciones realizada por Diners Club en calidad de institución financiera en la que se determinó el costo financiero realizando una proyección de las tasas de interés, de los títulos emitidos en el primer tramo se observa que a través de éste mecanismo de financiamiento es más barato que el obtener una línea de crédito con instituciones financieras del exterior, principalmente por el monto y el plazo que la emisión de obligaciones le permite financiarse. Sin embargo el objeto para el cual se realizó la emisión, es el de reestructurar sus pasivos de corto plazo (hasta 90 días) en donde la institución mantiene gran concentración de grandes depositantes y el objetivo es desconcentrar los pasivos y diversificar a sus inversionistas y aún cuando su costo financiero en el largo plazo se incrementa.

- La incidencia de la emisión de obligaciones durante los años analizados, demuestra que las empresas, encuentran una alternativa de financiamiento en éste mercado. En cuanto a los montos negociados por concepto de los títulos de deuda, si bien no constituyen los títulos valores más negociados, éstos ha mantenido un incremento considerable en el año 2003 alcanzado un monto total negociado de USD \$ 115.596 (miles de dólares) con relación a los años 2001 y 2002 que en suma se negoció USD \$ 77.369 (miles de dólares). Los mismos que son adquiridos por los diferentes tipos de inversionistas de acuerdo a sus perspectivas de inversión que éstos tengan de bajo o alto riesgo.

4.2 RECOMENDACIONES

- El mercado de capitales permite a las empresas la colocación de títulos valores para obtener recursos y financiar sus actividades, deben acudir al mercado de valores, éste les proporciona los mecanismos adecuados, garantizando a los participantes, que las operaciones que se realizan se encuentran enmarcadas en la Ley, de manera transparente y eficaz de obtener recursos.
- La emisión de estos títulos valores permite a las empresas del sector no financiero eliminar la intermediación financiera y obtener recursos a un costo financiero de financiamiento menor comparado con el de las operaciones de crédito alternativas ofrecidas por el sistema financiero. Mientras que a las instituciones financieras éste mecanismo le permite reestructurar sus pasivos y desconcentrarlos en el corto plazo y diversificar a sus inversionistas. Y en otros casos canalizar recursos como fuentes de financiamiento a mediano y largo plazo, incrementando el activo de la cartera de los Bancos.
- Los emisores de los distintos sectores analizados en la investigación constituyen empresas de un tamaño significativo en nuestro caso, como los bancos e instituciones financieras y empresas con alta grado de participación en su sector. Se puede indicar que existe un amplio margen que se puede explotar mediante éste mecanismo, y debería ser aprovechado por las pequeñas y medianas empresas, sin embargo éstas deberán diseñar un esquema que permita disminuir los costos de la emisión, y poder

acceder a obtener financiamiento de recursos frescos, mediante la colocación de títulos valores de deuda.

- Los inversionistas para diversificar su opción de inversión deben acudir a mercado de valores y adquirir títulos de deuda, ésta alternativa de inversión permite al inversionista, elegir el título valor que mejor rentabilidad lo ofrezca, además el inversor podrá convertir en efectivo su título valor en el momento que lo requiera, estos títulos tienen una mayor grado de liquidez. Por lo general las tasas pactadas en las obligaciones son más atractivas que las tasas pasivas reconocidas por las instituciones financieras, también permitir al inversor recuperar su inversión en flujos periódicos a través de los cupones que incluyen pago de capital e interés, durante la vigencia de la obligación, y hasta como un mecanismo de ahorro al inversionista.
- Las entidades que regulan el mercado, los actuales emisores, inversionistas individuales e institucionales deben impulsar, y fomentar la participación en el mercado de valores. Mientras mayor participación exista en el mercado, éste tendrá un mayor desarrollo que le permita a todos los sectores de la economía. Disminuyendo el esquema tradicional del financiamiento a través del sistema financiero, es una alternativa que se debe tomar en consideración al momento de decirse por una alternativa para requerir recursos financieros. De esta manera también se está canalizando los recursos hacia los sectores productivos que lo requieren, así como incentivando el ahorro interno.

BIBLIOGRAFÍA

1. BOLSA DE VALORES DE QUITO, *Guía del Inversionista Bursátil*, BVQ, Quito, 1998.
2. CORPORACIÓN DE ESTUDIOS Y PUBLICACIONES, *Ley del Mercado de Valores*, Ecuador, 2003.
3. DIRECCION POLÍTICAS ECONOMICAS DEL BANCO CENTRAL DEL ECUADOR, *El rol del mercado de valores en el ahorro interno*, Quito, 2000.
4. MONTALVO, Mariana, *Introducción al mundo del Mercado de Capitales, Lea antes de jugar en la Bolsa*, Tomo 1 y 2, Editorial Imprima, Ecuador, 1998.
5. VAN HORNE, James & Wachowicz Jhon, *Fundamentos de Administración Financiera*, México, Ed. Prentice Hall Hispanoamericana, 1994.
6. ROSS, Stephen y otros, *Finanzas Corporativas*, España, Ed. Mc Graw Hill, 1993
7. WESTON, Fred y otros, *Fundamentos de Administración Financiera*, México, Ed. Mc Graw Hill, 1993.

Reglamentos y Documentos

8. CONSEJO NACIONAL DE VALORES, *Reglamento de inscripción en el registro del mercado de valores y de la información pública*, Resolución CNV 93-002.
9. CONSEJO NACIONAL DE VALORES, *Reglamento para la emisión de obligaciones y papel comercial*, Resolución CNV. 010-2002.
10. CONSEJO NACIONAL DE VALORES, *Reglamento de oferta pública de valores*, Resolución CNV 93-001.

11. PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES, *Diners Club del Ecuador*, Abril 2004.

Sitios web visitados

12. www.superban.gov.ec
13. www.bce.fin.ec/documentos/Publicaciones/Notas/Catálogo/ Coyuntura
15. [www.ccbvq.com/montos negociados](http://www.ccbvq.com/montos_negociados)
16. www.supercias.gov.ec/estadísticas

ANEXOS

ANEXO 1

Escala de Calificación para las instituciones financieras según lo establecido por la Superintendencia de Bancos y Seguros.

AAA.- La situación de la institución financiera es muy fuerte y tiene una sobresaliente trayectoria de rentabilidad, lo cual se refleja en una excelente reputación en el medio, muy buen acceso a sus mercados naturales de dinero y claras perspectivas de estabilidad. Si existe debilidad o vulnerabilidad en algún aspecto de las actividades de la institución, ésta se mitiga enteramente con las fortalezas de la organización;

AA.- La institución es muy sólida financieramente, tiene buenos antecedentes de desempeño y no parece tener aspectos débiles que se destaquen. Su perfil general de riesgo, aunque bajo, no es tan favorable como el de las instituciones que se encuentran en la categoría más alta de calificación;

A.- La institución es fuerte, tiene un sólido récord financiero y es bien recibida en sus mercados naturales de dinero. Es posible que existan algunos aspectos débiles, pero es de esperarse que cualquier desviación con respecto a los niveles históricos de desempeño de la entidad sea limitada y que se superará rápidamente. La probabilidad de que se presenten problemas significativos es muy baja, aunque de todos modos ligeramente más alta que en el caso de las instituciones con mayor calificación;

BBB.- Se considera que claramente esta institución tiene buen crédito. Aunque son evidentes algunos obstáculos menores, éstos no son serios y/o son perfectamente manejables a corto plazo;

BB.- La institución goza de un buen crédito en el mercado, sin deficiencias serias, aunque las cifras financieras revelan por lo menos un área fundamental de preocupación que le impide obtener una calificación mayor. Es posible que la entidad haya experimentado un período de dificultades recientemente, pero no se espera que esas presiones perduren a largo plazo. La capacidad de la institución para afrontar imprevistos, sin embargo, es menor que la de organizaciones con mejores antecedentes operativos;

B.- Aunque esta escala todavía se considera como crédito aceptable, la institución tiene algunas deficiencias significativas. Su capacidad para manejar un mayor deterioro está por debajo de las instituciones con mejor calificación;

C.- Las cifras financieras de la institución sugieren obvias deficiencias, muy probablemente relacionadas con la calidad de los activos y/o de una mala estructuración del balance. Hacia el futuro existe un considerable nivel de incertidumbre. Es dudosa su capacidad para soportar problemas inesperados adicionales;

D.- La institución tiene considerables deficiencias que probablemente incluyen dificultades de fondeo o de liquidez. Existe un alto nivel de incertidumbre sobre si esta institución podrá afrontar problemas adicionales;

E.- la institución afronta problemas muy serios y por lo tanto existe duda sobre si podrá continuar siendo viable sin alguna forma de ayuda externa, o de otra naturaleza.

ANEXO 2

Características de los títulos representativos de las obligaciones.

En caso de estar representadas en títulos, contendrán al menos lo siguiente:

1. La denominación de: "Obligación", en la parte superior central de cada título, mismos que deberán numerarse continua y sucesivamente.
2. El nombre y domicilio del emisor.
3. Fecha y número de la notaría pública en la que se otorgó la escritura pública de la emisión.
4. La indicación de ser a la orden o al portador; y, si tiene cupones, para reconocer los intereses, éstos podrán ser a la orden o al portador.
5. El plazo de la emisión.
6. El factor de conversión, cuando se trate de obligaciones convertibles en acciones.
7. La especificación de la forma de amortización, con las fechas, tanto para el pago de la obligación como para el de sus intereses.

8. La fecha de escritura de constitución de la compañía emisora y la de su inscripción en el Registro Mercantil.
9. La indicación de la garantía de la obligación.
10. El valor nominal, precisando la moneda o unidad monetaria.
11. La indicación de la tasa de interés, que será de libre contratación y su forma de reajuste, de haberlo.
12. La indicación del representante de los obligacionistas: Nombre, dirección, teléfono, fax y correo electrónico del mismo.
13. La indicación del agente pagador y lugar de pago de la obligación.
14. El número y fecha de la resolución de inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

En caso de que las obligaciones se encuentren representadas en anotaciones en cuenta, además de la información descrita en los numerales precedentes, en el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores, constará el o los nombres de los obligacionistas.

ANEXO 3

Requisitos para la inscripción de la empresa emisora en el Registro del Mercado de Valores

1. Carta modelo de inscripción dirigida al Intendente del Mercado de Valores, la cual deberá estar suscrita por el Representante Legal y con la firma de patrocinio del Abogado de la institución;
2. La Descripción de la entidad a inscribirse que contenga la siguiente información:
 - a) Denominación, domicilio, número del RUC, direcciones domiciliaria y postal, teléfonos y telefax;
 - b) Fechas de su constitución y reformas;
 - c) Descripción del sector en el que se desarrolla su actividad principal;
 - d) Estructura de la propiedad del capital con determinación de los principales socios o accionistas; número de acciones o participaciones y participación porcentual;
 - e) Nombres, apellidos, cargos y curriculum vitae del representante legal y administradores;
 - f) Nombres del auditor externo y de la calificadora de riesgo, de ser el caso;
 - g) Número de los empleados y trabajadores;
 - h) Breve descripción de la historia del emisor;
 - i) Participación en el capital de otras empresas;
 - j) Las demás informaciones económico - financieras que establezca el C.N.V;
3. Estados financieros auditados de los tres últimos ejercicios económicos, con sus respectivas notas explicativas (si aplicare). En cualquiera de los casos, los mismos deberán encontrarse aprobados por la Junta General de Accionistas;

4. Aprobación de la correspondiente Junta General o del órgano de Administración al que en los respectivos estatutos sociales se delegue o asigne tal atribución;
5. Documento suscrito por el Representante Legal donde se certifique la veracidad de la información presentada;
6. Declaración de los activos libres de gravámenes.

ANEXO 4

Información solicitada por las Calificadoras de Riesgos

1. Estructura de la Empresa.- Se consideran los siguientes aspectos:
 - Organigrama de la empresa como se encuentra conformado;
 - Indicar la participación de las empresas relacionadas;
 - Estructura accionaria;
 - Porcentajes de participación de los accionistas de la compañía;
 - Detalle del número de funcionarios, empleados y trabajadores.

2. Enfoque estratégico y posición en el mercado.-
 - Estrategias en cuanto a canales de distribución;
 - Principales áreas de oportunidad para consolidar la estrategia de la empresa;
 - Detallar las principales áreas del negocio por producto.

3. Estructura Financiera.-
 - Balances Generales y de Resultados debidamente auditados, estado de cambios de la situación patrimonial, estado de flujo de caja;
 - Informes de las Auditorias externas;
 - Proyecciones y perspectivas de crecimiento de la empresa;
 - Demás información económica y financiera.

ANEXO 5

Contenido del Prospecto de Oferta Pública

El prospecto de oferta pública primaria de obligaciones elaborado por sociedades nacionales contendrá al menos la siguiente información:

a) Información general

1. Nombre del emisor;
2. Número del RUC;
3. Fechas de otorgamiento de la escritura pública de constitución e inscripción en el Registro Mercantil;
4. Plazo de duración;
5. Domicilio principal de la compañía, con la indicación de la dirección, teléfono y fax de la oficina principal y de las sucursales si las tuviere;
6. Objeto social;
7. Capital suscrito, pagado y autorizado de ser el caso;
8. Número de acciones, clase, valor nominal de cada acción y series;
9. Nombres y apellidos de los principales accionistas propietarios de más del diez por ciento de las acciones representativas del capital suscrito de la compañía, con indicación del porcentaje de su respectiva participación;
10. Nombres y apellidos del representante legal, administradores y directores, si los hubiera;

11. Referencia de empresas vinculadas, de conformidad con lo dispuesto en los artículos 46 de la Ley de Mercado de Valores y 439 (428) de la Ley de Compañías;
12. Número de empleados, trabajadores y directivos de la compañía;
13. Participación en el capital de otras sociedades; y,
14. Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías aprobando la oferta pública y su inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

b) Características de la emisión

1. Fecha del acta de la junta general relativa al aumento de capital mediante suscripción pública;
2. Monto de la emisión;
3. Número de acciones, clase, valor nominal y series;
4. Condiciones de la oferta, forma de pago, precio y plazo de duración de la oferta;
5. Sistema de colocación;
6. Resumen del contrato de underwriting, de existir;
7. Indicación del destino de los recursos a captar;
8. Política de reparto de dividendos en los tres años anteriores y para los tres años siguientes; y,
9. Calificación de riesgo, en caso de que el Consejo Nacional de Valores lo estime necesario.

c) Información económico - financiera

1. Descripción del entorno económico en que ha venido desarrollando y desarrollará sus actividades;
2. Principales líneas de productos, servicios, negocios y actividades de la compañía;
3. Detalle de los principales activos productivos e improductivos;
4. Descripción de las políticas de inversiones y de financiamiento de los últimos tres años y para los tres años siguientes;
5. Situación comparativa de los estados financieros auditados con su respectiva opinión, correspondientes a los tres últimos ejercicios económicos, individuales y consolidados cuando corresponda; y,
6. Para el mismo período señalado anteriormente, al menos los siguientes indicadores económico - financieros: liquidez; prueba ácida; endeudamiento; total de activos con indicación de las inversiones y enajenaciones de importancia realizadas; volumen de ventas en unidades físicas y monetarias; costos fijos y variables; utilidad operativa; gastos financieros; utilidad antes de impuestos; utilidad neta; utilidad por acción e ingresos no operacionales.

b) Características de la emisión

1. Fecha del acta de junta general de accionistas o de socios que haya resuelto la emisión;
2. Monto y plazo de la emisión;
3. Indicación de la unidad monetaria o las unidades de valor constante en que se represente la emisión;
4. Número y valor nominal de las obligaciones que comprende cada serie;

5. Indicación de sí las obligaciones serán a la orden o al portador;
6. Tasa de interés y forma de reajuste, de ser el caso;
7. Fecha a partir de la cual el tenedor de las obligaciones comienza a ganar intereses;
8. Indicación de sí los títulos llevarán cupones para el pago de intereses. En este caso los cupones deberán indicar su valor o la forma de determinarlo, la fecha de su vencimiento y el número de serie;
9. Plazo y forma de amortización, lugar y modalidad de pago e indicación del agente pagador, si lo hubiere;
10. Clase de garantía;
11. En caso de que la emisión esté amparada por garantía específica, el detalle de bienes o cauciones que la conforman; monto estimativo y fundamento de la estimación;
12. Si la garantía consistiera en flujos de fondos, deberá señalarse el nombre del fiduciario;
13. Tratándose de emisiones convertibles en acciones se deberá especificar los términos en que se realizará la conversión;
14. Nombre del representante de los obligacionistas;
15. Resumen del convenio de representación y su número de inscripción en el Registro del Mercado de Valores;
16. Descripción del sistema de colocación o underwriting con indicación del responsable de la colocación o underwriter, si lo hubiera;
17. Destino de los recursos a captar; y,
18. Número y fecha de la Resolución expedida por la Superintendencia de Compañías aprobando la oferta pública y su inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

c) Información económico - financiera

1. Descripción del entorno económico en que ha venido desarrollando y desarrollará sus actividades;
2. Estados consolidados y actualizados de situación, de resultados, de cambios en la situación patrimonial y flujo de fondos correspondientes a los tres últimos ejercicios económicos auditados;
3. Descripción de los principales activos productivos e improductivos existentes a la fecha, con indicación de las adquisiciones y enajenaciones de importancia realizadas en el último ejercicio económico;
4. Para el mismo período señalado en el numeral 2, al menos los siguientes indicadores económico - financieros: liquidez; prueba ácida; endeudamiento; total de activos con indicación de las inversiones y enajenaciones de importancia realizadas; volumen de ventas en unidades físicas y monetarias; costos fijos y variables; utilidad operativa; gastos financieros; utilidad antes de impuestos; utilidad neta; utilidad por acción e ingresos no operacionales; y,
5. La calificación actualizada, emitida por una calificadora de riesgo.

ANEXO 6

Los requisitos que se requieren para la inscripción de las obligaciones, con garantía general, específica o convertibles en acciones son:

1. Solicitud para inscripción;
2. Copia certificada de la escritura pública de la emisión, inscrita en el correspondiente Registro, de ser el caso;
3. Convenio de Representación de Obligacionistas;
4. Copia del prospecto de Oferta Pública;
5. Certificado de una calificación de riesgo;
6. Formato del correspondiente título o certificado;
7. Documento descriptivo de las condiciones de la oferta y del sistema de colocación y distribución;
8. Si se trate de obligaciones emitidas por el sector financiero, será necesaria la autorización previa de la Superintendencia de Bancos;

ANEXO 7

Para inscribirse en Bolsa de Valores, el emisor deberá incluir información adicional, a la entregada a la Superintendencia de Compañías.

Los requisitos adicionales para la inscripción de emisores en la bolsa de valores son los siguientes:

1. Carta Solicitud dirigida a la Secretaría General de la Bolsas de Valores;
2. Resolución emitida por la Superintendencia de Compañías en la que se ordena la inscripción en el Registro del Mercado de Valores;
3. Certificado de Inscripción del emisor en el Registro del Mercado de Valores;
4. Copia de la escritura pública de constitución con la fe de inscripción en el Registro Mercantil;
5. Estatutos Sociales con última reforma y de cualquier otro acto societario;
6. Nómina de Directores y Administradores;
7. Nombramiento del Representante Legal debidamente inscrito en el Registro Mercantil
8. Copia certificada del acta de la Junta General o del órgano competente en la que conste la autorización para la inscripción;
9. Informe de la Administración y del Comisario de los tres últimos ejercicios económicos.
10. Estados financieros individuales y consolidados, si procediere, del último trimestre finalizado, según las normas de la Superintendencia del ramo. Entiéndase como estados

financieros el Balance General, Estado de Resultados, Estado de Evolución Patrimonial y Estado de Flujo de Efectivo.

Los requisitos adicionales que debe entregar el emisor para la inscripción de obligaciones en la bolsa de valores son los siguientes:

1. Solicitud para inscripción por parte del representante Legal debidamente autorizada;
2. Formulario de Información General;
3. Resolución emitida por la Superintendencia de Compañías en la que se ordena la inscripción en el Registro del Mercado de Valores;
4. Certificado de Inscripción del valor en el Registro del Mercado de Valores;
5. Copia del Prospecto de oferta pública aprobado por la Superintendencia de Compañías, con sello y rúbrica de aprobación;
6. Prospecto de oferta pública, en número suficiente para las Casas de Valores (Guayaquil y Quito).

ANEXO 8

INTENDENCIA NACIONAL DE
INSTITUCIONES FINANCIERAS

ENTIDAD: DINERS CLUB DEL ECUADOR

SOCIEDAD FINANCIERA

AÑO 2004 MES ABRIL DIA 30

CODIGO 1152

CODIGO	DESCRIPCION	U.S.D
2. PASIVOS		
21	OBLIGACIONES CON EL PUBLICO	148.220.856,76
2101	Depósitos a la vista	7.072.237,09
210140	Otros depósitos	591.391,22
210145	Fondos de tarjetahabientes	6.480.845,87
2102	Operaciones de reporto	86.469,01
210205	Operaciones de reporto	86.469,01
2103	Depósitos a plazo	141.062.150,66
210305	De 1 a 30 días	32.100.929,98
210310	De 31 a 90 días	63.885.086,18
210315	De 91 a 180 días	27.031.147,27
210320	De 181 a 360 días	17.821.513,60
210325	De más de 361 días	223.473,63
25	CUENTAS POR PAGAR	60.371.995,10
2501	Intereses por pagar	1.712.111,97
250105	Depósitos a la vista	6,22
250115	Depósitos a plazo	1.625.033,53
250145	Obligaciones	87.072,22
2503	Obligaciones patronales	1.191.468,88
250310	Beneficios Sociales	954.626,05
250315	Aportes al IESS	129.599,09
250320	Fondo de reserva IESS	107.243,74
2504	Retenciones	1.610.358,60
250405	Retenciones fiscales	1.246.912,20
250490	Otras retenciones	363.446,40
2505	Contribuciones, impuestos y multas	212.748,64
250590	Otras contribuciones e impuestos	212.748,64
2506	Proveedores	3.035.151,69
2510	Cuentas por pagar a establecimientos afiliados	50.291.803,64
2590	Cuentas por pagar varias	2.318.351,68
259005	Dividendos por pagar	2.196,86
259015	Cheques girados no cobrados	1.575.537,65
259090	Otras cuentas por pagar	740.617,17
26	OBLIGACIONES FINANCIERAS	3.669.509,15
2601	Sobregiros	2.169.509,15
2602	Oblig. Inst. Financ país	1.500.000,00
27	Valores en Circulación	15.000.000,00
2702	Obligaciones	15.000.000,00
270205	Emitidos Inst Financ Privad	15.000.000,00
28	Obli conv acciones y aportes	7.229.960,60
2802	Aportes futuras capitalizaciones	7.229.960,60
29	OTROS PASIVOS	18.158.230,12
2901	Ingresos recibidos por anticipado	2.457.893,71
290120	Afiliaciones y renovaciones	2.155.891,11
290190	Otros	302.002,60
2990	Otros	15.700.336,41
299090	Varios	15.700.336,41
	Total del Pasivo	252.650.551,73
3. PATRIMONIO		
31	CAPITAL SOCIAL	15.000.000,00
3101	Capital pagado	15.000.000,00
33	RESERVAS	4.691.972,02
3301	Legales	1.729.674,50
3305	Revalorización del patrimonio	2.962.297,52
35	SUPERAVIT POR VALUACIONES	3.666.308,15
3501	Superávit por valuación de propiedades, equipo y otros	3.666.308,15
	Total del Patrimonio	23.358.280,17
4. GASTOS		

INTENDENCIA NACIONAL DE
INSTITUCIONES FINANCIERAS

ENTIDAD: DINERS CLUB DEL ECUADOR

SOCIEDAD FINANCIERA

AÑO 2004 MES ABRIL DIA 30		CODIGO 1152
41	INTERESES CAUSADOS	3.926.103,82
4101	Obligaciones con el público	3.772.818,82
410120	Fondos de tarjetahabientes	69.086,12
410125	Operaciones de reporto	721,76
410130	Depósitos a plazo	3.703.010,94
4102	Operaciones interbancarias	56,25
410205	Fondos interbancarios comprados	56,25
4103	Obligaciones financieras	1.821,21
410305	Sobregiros	1.809,94
410310	Obligaciones con instituciones financieras del país	11,27
4104	Valores en circulación y obligaciones convertibles en acciones	150.282,22
410410	Obligaciones	150.282,22
4105	Otros intereses	1.125,32
410590	Otros	1.125,32
42	COMISIONES CAUSADAS	116.482,93
4290	Varias	116.482,93
43	PERDIDAS FINANCIERAS	2.601,92
4301	Pérdida en cambio	1.819,10
4303	En venta de activos productivos	782,82
430305	En venta de inversiones	782,82
44	PROVISIONES	4.497.376,50
4402	Cartera de créditos	4.497.376,50
45	GASTOS DE OPERACION	10.586.174,87
4501	Gastos de personal	2.694.923,95
450105	Remuneraciones mensuales	1.312.780,89
450110	Beneficios sociales	291.845,15
450120	Aportes al IESS	340.960,29
450130	Pensiones y jubilaciones	80.000,00
450190	Otros	669.337,62
4502	Honorarios	155.073,92
450210	Honorarios profesionales	155.073,92
4503	Servicios varios	5.023.235,21
450305	Movilización, fletes y embalajes	381.052,59
450310	Servicios de guardiana	44.036,63
450315	Publicidad y propaganda	2.379.604,89
450320	Servicios básicos	434.120,54
450325	Seguros	110.903,27
450330	Arrendamientos	258.198,69
450390	Otros servicios	1.415.318,60
4504	Impuestos, contribuciones y multas	1.303.155,63
450410	Impuestos Municipales	44.735,16
450415	Aportes a la Superintendencia de Bancos	171.313,68
450420	Aportes a la Agencia de Garantía de Depósitos	352.573,83
450490	Impuestos y aportes para otros organismos e instituciones	734.532,96
4505	Depreciaciones	372.696,29
450525	Muebles, enseres y equipos de oficina	85.699,79
450530	Equipos de computación	264.302,82
450535	Unidades de transporte	22.693,68
4506	Amortizaciones	109.296,95
450625	Programas de computación	109.296,95
4507	Otros gastos	927.792,92
450705	Suministros diversos	104.260,50
450710	Donaciones	5.650,00
450715	Mantenimiento y reparaciones	376.919,58
450790	Otros	440.962,84
46	OTRAS PERDIDAS OPERACIONALES	288.155,17
4601	Pérdida en acciones y participaciones	288.155,17
47	OTROS GASTOS Y PERDIDAS	251.524,09
4701	Pérdida en venta de bienes	18,18
4703	Intereses y comisiones devengados en ejercicios anteriores	7.562,26
4790	Otros	243.943,65
	Total Gastos	19.668.419,30

INTENDENCIA NACIONAL DE
INSTITUCIONES FINANCIERAS

ENTIDAD: DINERS CLUB DEL ECUADOR

SOCIEDAD FINANCIERA

AÑO 2004 MES ABRIL DIA 30

CODIGO 1152

5. INGRESOS		
51	INTERESES Y DESCUENTOS GANADOS	8.223.580,63
5101	Depósitos	102.287,10
510105	Depósitos para encaje	11,90
510110	Depósitos en bancos y otras instituciones financieras	82.729,33
510115	Overnight	19.545,87
5103	Intereses y descuentos de inversiones en títulos valores	131.859,27
510315	Mantenidas hasta el vencimiento	131.859,27
5104	Intereses de cartera de créditos	7.404.221,04
510405	Cartera de créditos comercial	169.175,86
510410	Cartera de créditos de consumo	5.413.121,72
510415	Cartera de créditos de vivienda	566,72
510425	Cartera de créditos reestructurada	109.179,30
510430	De mora	1.712.177,44
5190	Otros intereses y descuentos	585.213,22
519090	Otros	585.213,22
52	COMISIONES GANADAS	13.981.767,33
5290	Otras	13.981.767,33
53	UTILIDADES FINANCIERAS	21.725,36
5301	Ganancia en cambio	21.725,36
54	INGRESOS POR SERVICIOS	1.600.350,33
5403	Afiliaciones y renovaciones	1.591.234,33
5404	Manejo y cobranzas	9.116,00
55	OTROS INGRESOS OPERACIONALES	869.341,90
5501	Utilidades en acciones y participaciones	385.098,60
5590	Otros	484.243,30
56	OTROS INGRESOS	947.311,86
5601	Utilidad en venta de bienes	84.246,43
5604	Recuperaciones de activos financieros	606.921,51
560405	De activos castigados	606.921,51
5690	Otros	256.143,92
	Total Ingresos	25.644.077,41
7. CUENTAS DE ORDEN		
71	CUENTAS DE ORDEN DEUDORAS	25.046.619,84
7101	Valores y bienes propios en poder de terceros	824.267,95
710110	En custodia	824.267,95
7103	Activos castigados	9.835.251,01
710310	Cartera de créditos	9.835.251,01
7107	Cartera de créditos en demanda judicial	36.768,61
710710	Consumo	36.768,61
7109	Intereses, comisiones e ingresos en suspenso	14.141.711,23
710905	Cartera de créditos comercial	197.309,88
710910	Cartera de créditos de consumo	13.944.401,35
7190	Otras cuentas de orden deudoras	208.621,04
719005	Cobertura de seguros	107.188,00
719090	Otras cuentas de orden	101.433,04
74	CUENTAS DE ORDEN ACREEDORAS	72.441.982,28
7401	Valores y bienes recibidos de terceros	57.441.982,28
740110	Documentos en garantía	18.623.371,57
740130	En custodia	38.818.610,71
7408	Origen del capital	15.000.000,00
740805	Aportes Efect Accionis Pais	690.840,00
740815	Reinversión	14.207.708,81
740820	Revalorización del Patrimonio	101.451,19
	Total Cuentas de Orden	97.488.602,12

VICEPRESIDENTE FINANCIERO
APODERADO GENERAL

INTENDENCIA NACIONAL DE
INSTITUCIONES FINANCIERAS

ENTIDAD: DINERS CLUB DEL ECUADOR

SOCIEDAD FINANCIERA

AÑO 2004 MES ABRIL DIA 30

CODIGO 1152

**AUDITOR
GENERAL**

**CONTADOR
REG.15241**

ANEXO 9
PROYECCION DE TASAS PASIVAS REFERENCIALES DEL BANCO CENTRAL
PERIODO NOVIEMBRE 2004 A DICIEMBRE 2006

FECHA	ACTUAL	PROYECTADA		LIMITE SUPERIOR	LIMITE INFERIOR	ERROR	DES. ESTÁNDAR
01/03/2000	9,42	9,16		10,48	7,97	0,26	0,64
01/04/2000	8,79	9,18		10,51	7,99	-0,39	0,64
01/05/2000	8,76	8,85		10,13	7,70	-0,09	0,62
01/06/2000	7,92	8,69		9,94	7,56	-0,77	0,61
01/07/2000	7,54	8,15		9,33	7,09	-0,61	0,57
01/08/2000	8,41	7,71		8,82	6,71	0,70	0,54
01/09/2000	7,76	7,98		9,13	6,94	-0,22	0,56
01/10/2000	7,66	7,76		8,88	6,75	-0,10	0,54
01/11/2000	7,55	7,61		8,70	6,62	-0,06	0,53
01/12/2000	7,7	7,48		8,56	6,51	0,22	0,52
01/01/2001	7,12	7,50		8,58	6,53	-0,38	0,53
01/02/2001	7,02	7,20		8,23	6,26	-0,18	0,50
01/03/2001	7,17	7,01		8,02	6,10	0,16	0,49
01/04/2001	7,18	7,01		8,02	6,09	0,17	0,49
01/05/2001	7	7,01		8,02	6,10	-0,01	0,49
01/06/2001	6,92	6,92		7,91	6,02	0,00	0,48
01/07/2001	6,4	6,83		7,81	5,94	-0,43	0,48
01/08/2001	5,9	6,51		7,44	5,66	-0,61	0,46
01/09/2001	6,74	6,09		6,96	5,29	0,65	0,43
01/10/2001	6,18	6,35		7,27	5,53	-0,17	0,44
01/11/2001	6,83	6,18		7,07	5,37	0,65	0,43
01/12/2001	5,05	6,44		7,37	5,61	-1,39	0,45
01/01/2002	5,55	5,56		6,37	4,84	-0,01	0,39
01/02/2002	5,19	5,48		6,27	4,77	-0,29	0,38
01/03/2002	4,99	5,25		6,01	4,57	-0,26	0,37
01/04/2002	5,09	5,04		5,77	4,38	0,05	0,35
01/05/2002	4,72	5,00		5,72	4,35	-0,28	0,35
01/06/2002	5,05	4,78		5,47	4,16	0,27	0,33
01/07/2002	5,42	4,86		5,56	4,23	0,56	0,34
01/08/2002	5,16	5,09		5,83	4,43	0,07	0,36
01/09/2002	5,17	5,06		5,79	4,40	0,11	0,35
01/10/2002	5,12	5,06		5,78	4,40	0,06	0,35
01/11/2002	5,33	5,03		5,75	4,37	0,30	0,35
01/12/2002	4,97	5,12		5,86	4,46	-0,15	0,36
01/01/2003	5,62	4,97		5,69	4,33	0,65	0,35
01/02/2003	5,59	5,25		6,01	4,57	0,34	0,37
01/03/2003	5,2	5,37		6,14	4,67	-0,17	0,38
01/04/2003	5,16	5,21		5,96	4,53	-0,05	0,36
01/05/2003	5,37	5,12		5,85	4,45	0,25	0,36
01/06/2003	4,83	5,19		5,93	4,51	-0,36	0,36
01/07/2003	5,63	4,92		5,63	4,28	0,71	0,34
01/08/2003	5,06	5,23		5,99	4,55	-0,17	0,37
01/09/2003	5,22	5,07		5,80	4,41	0,15	0,36
01/10/2003	4,88	5,09		5,82	4,43	-0,21	0,36
01/11/2003	5,44	4,91		5,62	4,27	0,53	0,34
01/12/2003	5,51	5,13		5,87	4,46	0,38	0,36
01/01/2004	5,01	5,27		6,03	4,58	-0,26	0,37
01/02/2004	4,89	5,06		5,79	4,40	-0,17	0,35
01/03/2004	4,44	4,90		5,61	4,27	-0,46	0,34
01/04/2004	4,26	4,59		5,25	3,99	-0,33	0,32
01/05/2004	3,93	4,35		4,97	3,78	-0,42	0,30
01/06/2004	4,07	4,06		4,65	3,53	0,01	0,28
01/07/2004	3,8	4,01		4,59	3,49	-0,21	0,28
01/08/2004	3,53	3,85		4,40	3,34	-0,32	0,27
01/09/2004	3,38	3,62		4,14	3,15	-0,24	0,25
01/10/2004	3,6	3,44		3,94	2,99	0,16	0,24
01/11/2004		3,48		3,98	3,03		0,24
01/12/2004		3,43	CUPON 3	4,00	2,93		0,27
01/01/2005		3,39		4,02	2,84		0,30
01/02/2005		3,34		4,02	2,75		0,32
01/03/2005		3,30	CUPON 4	4,02	2,67		0,34
01/04/2005		3,25		4,02	2,60		0,36
01/05/2005		3,21		4,01	2,53		0,38
01/06/2005		3,17	CUPON 5	4,00	2,46		0,39
01/07/2005		3,12		3,99	2,40		0,41
01/08/2005		3,08		3,98	2,34		0,42
01/09/2005		3,04	CUPON 6	3,97	2,28		0,43
01/10/2005		3,00		3,95	2,23		0,44

ANEXO 9**PROYECCION DE TASAS PASIVAS REFERENCIALES DEL BANCO CENTRAL
PERIODO NOVIEMBRE 2004 A DICIEMBRE 2006**

FECHA	ACTUAL	PROYECTADA		LIMITE SUPERIOR	LIMITE INFERIOR	ERROR	DES. ESTÁNDAR
01/11/2005		2,96		3,94	2,17		0,45
01/12/2005		2,92	CUPON 7	3,92	2,12		0,46
01/01/2006		2,88		3,90	2,07		0,47
01/02/2006		2,84		3,88	2,02		0,48
01/03/2006		2,80	CUPON 8	3,86	1,97		0,48
01/04/2006		2,76		3,84	1,93		0,49
01/05/2006		2,73		3,82	1,88		0,49
01/06/2006		2,69		3,79	1,84		0,50
01/07/2006		2,65		3,77	1,80		0,50
01/08/2006		2,62		3,75	1,76		0,51
01/09/2006		2,58		3,73	1,72		0,51
01/10/2006		2,55		3,70	1,68		0,52
01/11/2006		2,51		3,68	1,65		0,52
01/12/2006		2,48		3,65	1,61		0,52

ANEXO 10

**INDICADORES FINANCIEROS - METODO CAMEL*
DINERS CLUB DEL ECUADOR**

3. MANEJO ADMINISTRATIVO	ene-04	feb-04	mar-04	abr-04	may-04	jun-04	jul-04	ago-04	sep-04
3.1 Activos Productivos / Pasivos con Costo	139,167%	133,532%	154,694%	151,305%	155,399%	152,829%	151,210%	158,538%	165,443%
3.2 Grado de Absorción (G.Oper. / Margen Fin.)	73,457%	74,927%	68,874%	69,259%	70,257%	70,061%	71,691%	71,047%	72,145%
3.3 Gastos de Personal / Activo Total Promedio	2,720%	2,750%	2,731%	2,833%	2,855%	2,852%	2,849%	2,828%	2,820%
3.4 Gastos Operativos / Activo Total Promedio	10,939%	11,166%	10,916%	11,127%	11,359%	11,475%	11,589%	11,350%	11,500%

ESTADO DE SALDOS DE DEPOSITOS Y ENCAJE BANCARIC

ENTIDAD: _____
PERIODO DEL _____ DE _____ AL _____ DE _____ DE 200__
CODIGO DE OFICINA: _____

Relación de depósitos confirmados de otras instituciones para encaje

CUENTA	BANCO	JUEVES	VIERNES	SABADO	DOMINGO	LUNES	MARTES	MIERCOLES	PROMEDIO SEMANAL
--------	-------	--------	---------	--------	---------	-------	--------	-----------	------------------

Certifico bajo las responsabilidades de la Ley, que los saldos presentados en este formulario corresponde a la verdad, sin alteración ni c

CONTROL:

GERENTE GENERAL

CONTADOR GENERAL

Nota: En este segmento del fomato 205, la entidad reportante deberá desglosar los valores registrados en la cuenta 210125 "Depósitos de otras" el número de la cuenta, el nombre del banco y el respectivo monto ahí depositado.

ANEXO 13

ENTIDAD: DINERS CLUB DEL ECUADOR

SOCIEDAD FINANCIERA
AÑO 2004 MES MARZO DIA 31

CODIGO 1152

CODIGO	DESCRIPCION	U.S.D
2. PASIVOS		
21	OBLIGACIONES CON EL PUBLICO	162.289.573,98
2101	Depósitos a la vista	6.690.924,13
210140	Otros depósitos	161.870,27
210145	Fondos de tarjetahabientes	6.529.053,86
2102	Operaciones de reporto	536.614,64
210205	Operaciones de reporto	536.614,64
2103	Depósitos a plazo	155.062.035,21
210305	De 1 a 30 días	51.460.576,52
210310	De 31 a 90 días	55.864.829,43
210315	De 91 a 180 días	31.778.730,60
210320	De 181 a 360 días	15.632.767,87
210325	De más de 361 días	325.130,79
22	OPERACIONES INTERBANCARIAS	-
2201	Fondos interbancarios comprados	-
220105	Bancos	-
25	CUENTAS POR PAGAR	69.250.360,43
2501	Intereses por pagar	1.897.756,10
250105	Depósitos a la vista	37,32
250110	Operaciones de reporto	
250115	Depósitos a plazo	1.882.716,95
250125	Fondos interbancarios comprados	
250130	Operaciones de reporto con instituciones financieras	
250135	Obligaciones financieras	-
250140	Bonos	-
250145	Obligaciones	
250150	Otros títulos valores	15.001,83
250155	Fondo de reserva empleados	-
250190	Otros	
2502	Comisiones por pagar	-
2503	Obligaciones patronales	3.088.174,01
250305	Remuneraciones	-
250310	Beneficios Sociales	875.819,18
250315	Aportes al IESS	139.735,84
250320	Fondo de reserva IESS	80.386,47
250325	Participación a empleados	1.992.232,52
250390	Otras	
2504	Retenciones	1.678.841,33
250405	Retenciones fiscales	1.333.077,76
250490	Otras retenciones	345.763,57
2505	Contribuciones, impuestos y multas	1.826.648,64
250510	Multas	
250505	Impuesto a la renta	1.432.037,32
250590	Otras contribuciones e impuestos	394.611,32
2506	Proveedores	2.808.427,60
2510	Cuentas por pagar a establecimientos afiliados	54.947.749,71
2511	Provisiones para operaciones contingentes	-
2590	Cuentas por pagar varias	3.002.763,04
259005	Dividendos por pagar	2.196,86
259015	Cheques girados no cobrados	1.739.880,08
259090	Otras cuentas por pagar	1.260.686,10
26	OBLIGACIONES FINANCIERAS	3.590.105,21
2601	Sobregiros	2.090.105,21
2602	Oblig. Inst. Financ país	1.500.000,00
2603	Obli. Con inst. financ. Exterior	-
28	Obli conv acciones y aportes	7.229.960,60
2802	Aportes futuras capitalizaciones	7.229.960,60
29	OTROS PASIVOS	18.113.676,66
2901	Ingresos recibidos por anticipado	2.559.017,92
290120	Afiliaciones y renovaciones	2.144.880,82
290190	Otros	414.137,10
2990	Otros	15.554.658,74
299090	Varios	15.554.658,74
	Total del Pasivo	260.473.676,88

INTENDENCIA NACIONAL DE
INSTITUCIONES FINANCIERAS

ANEXO 14

ENTIDAD: DINERS CLUB DEL ECUADOR

SOCIEDAD FINANCIERA
AÑO 2004 MES SEPTIEMBRE DIA 30 CODIGO 1152

CODIGO	DESCRIPCION	U.S.D
2. PASIVOS		
21	OBLIGACIONES CON EL PUBLICO	154.598.057,02
2101	Depósitos a la vista	4.466.954,62
210140	Otros depósitos	67.535,68
210145	Fondos de tarjetahabientes	4.399.418,94
2102	Operaciones de reporto	209.236,66
210205	Operaciones de reporto	209.236,66
210215		-
2103	Depósitos a plazo	149.921.865,74
210305	De 1 a 30 días	37.895.346,63
210310	De 31 a 90 días	67.173.186,35
210315	De 91 a 180 días	25.484.893,51
210320	De 181 a 360 días	19.269.213,66
210325	De más de 361 días	99.225,59
22	OPERACIONES INTERBANCARIAS	-
2201	Fondos interbancarios comprados	-
220105	Bancos	-
25	CUENTAS POR PAGAR	78.706.185,96
2501	Intereses por pagar	1.873.887,62
250105	Depósitos a la vista	5,81
250110	Operaciones de reporto	-
250115	Depósitos a plazo	1.829.207,09
250125	Fondos interbancarios comprados	-
250130	Operaciones de reporto con instituciones financieras	-
250135	Obligaciones financieras	36.416,73
250140	Bonos	-
250145	Obligaciones	8.257,99
250150	Otros títulos valores	-
250155	Fondo de reserva empleados	-
250190	Otros	-
2502	Comisiones por pagar	-
2503	Obligaciones patronales	1.288.364,82
250305	Remuneraciones	-
250310	Beneficios Sociales	1.145.045,24
250315	Aportes al IESS	143.319,58
250320	Fondo de reserva IESS	-
250325	Participación a empleados	-
250390	Otras	-
2504	Retenciones	2.644.649,52
250405	Retenciones fiscales	2.286.112,59
250490	Otras retenciones	358.536,93
2505	Contribuciones, impuestos y multas	102.494,94
250510	Multas	-
250505	Impuesto a la renta	-
250590	Otras contribuciones e impuestos	102.494,94
2506	Proveedores	2.033.300,40
2510	Cuentas por pagar a establecimientos afiliados	67.278.519,82
2511	Provisiones para operaciones contingentes	-
2590	Cuentas por pagar varias	3.484.968,84
259005	Dividendos por pagar	-
259015	Cheques girados no cobrados	2.702.225,58
259090	Otras cuentas por pagar	782.743,26
26	OBLIGACIONES FINANCIERAS	3.648.425,51
2601	Sobregiros	648.425,51
2602	Oblig. Inst. Financ país	2.000.000,00
260210	De 31 a 90 días	500.000,00
260215	De 91 a 180 días	1.500.000,00
2603	Obli. Con inst. financ. Exterior	1.000.000,00
27	Valores en Circulación	12.358.750,00
2702	Obligaciones	12.358.750,00
270205	Emitidos Inst Financ Privad	12.358.750,00
28	Obli conv acciones y aportes	-
2802	Aportes futuras capitalizaciones	-
29	OTROS PASIVOS	19.573.160,42
2901	Ingresos recibidos por anticipado	2.972.908,74
290120	Afiliaciones y renovaciones	2.551.947,89
290190	Otros	420.960,85
2990	Otros	16.600.251,68
299090	Varios	16.600.251,68
	Total del Pasivo	268.884.578,91

ANEXO 15

**TOTAL NEGOCIADO
SEGUN TIPO DE PAPEL**

 (En miles de dólares)
jul-04

TITULO	CODIGO	BVO MONTO EFECTIVO	BVG MONTO EFECTIVO	NACIONAL MONTO EFECTIVO	PARTIC. %
SECTOR PUBLICO		151.588,25	169.188,37	320.776,62	75,53%
RENTA FIJA		151.588,25	169.188,37	320.776,62	75,53%
BONOS DEL ESTADO	BE	97.459,98	109.532,73	206.992,72	48,74%
BONOS GLOBALES 2030	BE 2030		13,87	13,87	0,00%
NOTAS DE CREDITO	NC	546,94	1.725,19	2.272,13	0,53%
CERTIFICADOS DE TESC	CTS	53.581,32	57.916,58	111.497,91	26,25%
CUPONES L/P	CUP LP				
SECTOR PRIVADO		43.876,83	60.053,37	103.930,20	24,47%
RENTA FIJA		39.910,08	53.579,78	93.489,87	22,01%
ACEPTACIONES BANCAR	AB		147,54	147,54	0,03%
ACCIONES - REPORTO	ACC-R	938,96		938,96	0,22%
AVAL BANCARIO	AVAL		154,81	154,81	0,04%
CEDULA HIPOTECARIA	CH	138,79	1.168,79	1.307,58	0,31%
CEDULA HIPOTECARIA-F	CH-R	7,30	69,16	76,46	0,02%
CERTIFICADO DE AHORR	CAH	1.202,00		1.202,00	0,28%
CERTIFICADO DE DEPOS	CD LP	5.410,00		5.410,00	1,27%
CERTIFICADOS DE DEPC	CD	14.319,65	27.700,42	42.020,07	9,89%
CERTIFICADOS DE INVE	CI	8.800,81	275,59	9.076,40	2,14%
CERTIFICADO PASIVO G	CPG-R	18,45	78,10	96,55	0,02%
CERTIFICADO ACREENCIA DEPOSITARIA-REVNI			71,93	71,93	0,02%
CUPON CAPITAL			311,28	311,28	0,07%
LETRAS DE CAMBIO	LC	836,86	1.294,69	2.131,55	0,50%
OBLIGACIONES	OBL	316,94	2.489,70	2.806,63	0,66%
OBLIGACIONES CONV. E	OCAS		6.295,55	6.295,55	1,48%
POLIZAS DE ACUMULACI	PAC	6.070,32	11.696,03	17.766,35	4,18%
VALORES DE TITULARIZ	VTC		1.826,20	1.826,20	0,43%
VTC-1-UNIBANCO	VTC-1	1.850,00		1.850,00	0,44%
RENTA VARIABLE		3.966,75	6.473,59	10.440,33	2,46%
ACCIONES	ACC	1.412,00	973,59	2.385,58	0,56%
CUOTAS DE MEMBRESIA	CM	4,75		4,75	0,00%
CUOTAS DE PARTICIPAC	CP	2.550,00	5.500,00	8.050,00	1,90%
TOTAL		195.465,07	229.241,74	424.706,82	100,00%

 Autor: Departamento Técnico
 Fecha: 16-05-2011