



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE CONTADURIA Y ADMINISTRACION

**EMISION DE OBLIGACIONES COMO MEDIO
DE FINANCIAMIENTO PARA LAS EMPRESAS**

SEMINARIO DE INVESTIGACION CONTABLE

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE
LICENCIADO EN CONTADURIA

P R E S E N T A N :

ROSA MA. BRAVO CANO

ORALIA ALVAREZ RODRIGUEZ

MARINA VAZQUEZ MANRIQUE

Director de Seminario

Profr. Gustavo Guadarrama Alejandro

México, D. F.

Marzo de 1982



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

I N D I C E

Pág.

INTRODUCCION	1
Capítulo I FINANCIAMIENTO	4
1.1. Antecedentes	4
1.2. Estructura de la Empresa	7
1.3. Fuentes de Financiamiento	9
1.3.1. Fuentes Internas	
1.3.2. Fuentes Externas	
1.4. Tipos de Financiamiento	10
Capítulo II TITULOS DE CREDITO - OBLIGACIONES	11
2.1. Concepto y Características de los Títulos de Crédito	11
2.2. Concepto y Características de las Obligaciones como títulos de Crédito	14
2.3. Clasificación de las Obligaciones	16
2.3.1. Por el lugar de la Emisión.	
2.3.2. Por el Sujeto Emisor	
2.3.3. Por la garantía que ofrecen	
2.3.4. Por la designación del titular	
2.3.5. Por su colocación	
2.4. Destino de los Fondos Producto de la Emisión y Limitación de su monto	19
2.5. Quiénes pueden emitir obligaciones	21
2.6. Disposiciones legales que la regulan	21
Capítulo III PROCESO DE LA EMISION DE OBLIGACIONES	23
3.1. Actos Preoperatorios de la Emisión	23
3.1.1. Proyecto de Emisión	

3.1.2.	Balance General	
3.1.3.	Estudio Técnico	
3.1.4.	Acta de la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas	
3.1.5.	Acta de la Sesión del Consejo de Administración	
3.1.6.	Garantías	
	3.1.6.1. Comunes quirográficas	
	3.1.6.2. Hipotecarias	
	3.1.6.3. Prendarias	
	3.1.6.4. Garantizadas con aval	
	3.1.6.5. Garantizadas con fianza.	
3.2.	Datos que deben contener las obligaciones	32
	3.2.1. Requisitos	
	3.2.1.1. Personales	
	3.2.1.2. Reales	
	3.2.1.3. Relativos a la Emisión	
3.3.	Costo de la Emisión	34
3.4.	Términos para el pago de interés y capital, los plazos, las condiciones y maneras en que las obligaciones han de ser amortizadas	36
3.5.	Representante común de los obligacionistas	38
	3.5.1. Facultades y obligaciones	
	3.5.2. Su Retribución	
Capítulo IV	TRAMITES ANTE LA COMISION NACIONAL DE VALORES	42
	4.1. Atribuciones	42
	4.2. Trámites para solicitar autorización para emitir obligaciones	44
	4.3. Realización de la Emisión	48
Capítulo V	METODOS DE AMORTIZACION	50
	5.1. Concepto	50
	5.2. Clasificación	51
	5.2.1. Amortización en época determinada	
	5.2.2. Amortización en época indeterminada	
	5.2.3. Amortización a la par, con prima, con premio	

5.2.4.	Amortización al tipo de cambio vigente o a un tipo de cambio convencional	
5.2.5.	Amortización por pago directo	
5.2.6.	Amortización por pago indirecto	
5.2.7.	Amortización normal y anormal	
Capítulo VI	COSTO DE CAPITAL	64
6.1.	Concepto	64
6.2.	Métodos para determinar el costo de capital de las obligaciones	65
6.2.1.	Método Preciso	
6.2.2.	Método Aproximado	
Capítulo VII	TRATAMIENTO CONTABLE	75
7.1.	Emisión de Títulos	75
7.2.	Gastos Iniciales	76
7.3.	Colocación en fecha de vencimiento del cupón	77
7.4.	Intereses y Rendimientos Adicionales	80
7.5.	Descuento y Primas en Colocación	83
7.6.	Descuento y Primas en Amortización	86
7.7.	Colocación entre fecha de cupón	88
7.8.	Pago de capital	95
7.8.1.	Presentación en el Balance	
7.9.	Intervención del Contador Público	99
Capítulo VIII	PRINCIPALES DIFERENCIAS ENTRE LA COLOCACION DE OBLIGACIONES Y ACCIONES	101
8.1.	En la Emisión	101
8.1.1.	Actos Preparatorios en la emisión	
8.1.2.	Trámites ante la Comisión Nacional de Valores	
8.1.3.	Requisitos para su Inscripción en la Bolsa	
8.2.	En la Colocación	109
8.2.1.	Tipos de colocación	
8.2.2.	Colocación de Obligaciones	
8.2.3.	Colocación de Acciones	

	Pág.
8.3. En los Derechos que Confieren	112
8.3.1. Intereses	
8.3.2. Dividendo	
8.4. Ventajas y Desventajas	116
Capítulo IX CASO PRACTICO	118
Conclusiones Generales	141
APENDICES	
A. INVESTIGACION DE CAMPO	144
B. TABLAS DE VALOR PRESENTE	146
BIBLIOGRAFIA	147

I N T R O D U C I O N

La elección del tema para el desarrollo de nuestro trabajo de investigación fue motivada debido a la importancia que tienen las diferentes fuentes de financiamiento para las empresas, especialmente la emisión de obligaciones. Actualmente la emisión de obligaciones constituye una de las formas de financiamiento a que puedan recurrir las sociedades anónimas, principalmente empresas industriales para satisfacer sus necesidades de recursos materiales, cuando por el monto de los mismos y el plazo requerido para su liquidación no es posible conseguirlos a través de los usuales medios de crédito.

El alcance que pretendemos dar al presente trabajo de investigación es el siguiente:

Con el propósito de introducir al lector en el desarrollo de nuestra investigación, en el capítulo I tratamos los antecedentes del financiamiento, así como la importancia de de-

terminar la estructura financiera de una empresa para decidir a qué fuentes de financiamiento puede recurrir, para la cual - enumeramos los siguientes tipos y fuentes de financiamiento. - En el capítulo II hacemos una breve explicación de las principales características de las obligaciones como títulos de crédito, su clasificación, así como las disposiciones legales que la regulan.

Enunciamos en el capítulo III los requisitos necesarios para llevar a cabo una emisión de obligaciones. Tratamos en el capítulo IV lo referente a los trámites ante la Comisión Nacional de Valores, haciendo resaltar la importancia que tiene como instrumento de vigilancia y de guía para las empresas que desean llevar a cabo una emisión de obligaciones.

Hacemos una exposición en el capítulo V de los métodos de amortización que consideramos más adecuados en la emisión de obligaciones, y en el siguiente capítulo los métodos para determinar el costo de capital.

Por lo que respecta al aspecto contable, en el Capítulo VII, puntualizamos los casos que consideramos pudieran suscitarse y su presentación en el Balance General.

En el Capítulo VIII consideramos importante establecer las principales diferencias, así como las ventajas y desventajas que representa para una empresa la colocación de obligaciones y de acciones en el mercado de valores.

Como complemento a la presente investigación, en el Ca
pítulo IX desarrollamos un caso práctico, con el objeto de fa-
cilitar la comprensión del tema.

Esperamos que nuestra exposición sea considerada de in
terés general, a fin de que este tipo de financiamiento pueda-
llegar a ser ampliamente conocido y puesto en práctica para be
neficio de las empresas.

C A P I T U L O I

FINANCIAMIENTO

1.1. ANTECEDENTES

Desde épocas remotas el financiamiento ha jugado un papel bien importante dentro del desarrollo de los negocios, y esto vino a reforzarse después de la revolución industrial que cambió totalmente la forma de vida individualista y autosuficiente de muchos productores - consumidores que buscan el medio más propicio de allegarse de recursos diferentes a los que obtienen normalmente por la actividad que realiza, los cuales contribuyen sustancialmente a resolver los problemas del negocio, ya sea ampliarlo o para crear nuevas actividades, A este medio de obtención es al que llamamos financiamiento.

En nuestro país aparece como primer antecedente financiero, el crédito que otorgaban los proveedores a los mercaderes del mercado de Tlatelolco. Siglos más tarde surge en el año de 1775 el Nacional Monte de Piedad, como primer anteceden

te de financiamiento prendario.

En 1884 aparece el Código de Comercio que faculta al Banco Nacional Mexicano como único para expedir billetes, hecho que lo convierte en banco central bajo control del gobierno federal.

En el período inmediatamente posterior a la independencia el sistema financiero no aportó ninguna mejora a la economía. Pero en el período de 1930 y 1940 empezó a funcionar con efectividad el banco central y se establecieron varias instituciones oficiales destinadas a controlar y complementar a las instituciones privadas y a promover el desarrollo económico del país. También es en este período, cuando se emplean distintos sistemas monetarios, se conocen las consecuencias de las quiebras de los bancos, la inflación y las devaluaciones (ya que la política financiera en esta década fue básicamente inflacionaria), y por ende la desconfianza que estas situaciones creaban para las instituciones financieras.

Por otro lado se estimula el ahorro que facilita la formación de capitales internos. El sistema financiero contribuye al mantenimiento de la estabilidad de precios y a un equilibrio adecuado en los pagos internacionales y como resultado de esto a que el país sostenga un crecimiento adecuado de producción, esto a pesar de las devaluaciones de 1948-1949 y 1954. Estas devaluaciones se relacionaron con expansiones monetarias precedentes, basadas en un volumen creciente de créditos al gobierno y a otros prestatarios con un aumento general de precios.

Es conveniente señalar que la devaluación de 1948-1949 fue parte de un reajuste mundial de monedas frente al dólar, y que la devaluación de 1954 tuvo una relación más estrecha con el comportamiento de los precios de los productos mexicanos de exportación en los mercados mundiales y la demanda mexicana de productos extranjeros, que con el comportamiento del nivel de precios internos. En el período de 1940-1955 México logró un considerable aumento en la producción, elemento que sirvió de equilibrio para la economía ante la desventaja de las devaluaciones.

Hay que hacer hincapié en la importancia que tuvo la intervención del Banco de México como banco central y la Nacional Financiera; así como los bancos de depósito y ahorro y, en la segunda parte del período las financieras y las instituciones fiduciarias, instituciones trascendentales en el mercado de dinero y capitales, y que en combinación con las medidas del gobierno y de los organismos competentes en política monetaria y financiera hicieron posible un sistema financiero más sólido para beneficio del país.

De 1960 a la fecha podemos concluir que el desarrollo del sistema financiero es palpable y que ha sido un pivote para incrementar la producción y de esta manera mantener un equilibrio económico que ha mantenido en situación favorable al país. No podemos hablar de progreso, ya que este dependerá de una mejor administración y coordinación pública de los controles financieros y de las políticas de ingreso y gasto público,

así como del desarrollo de una competencia más vigorosa y de un sentido más amplio de la conciencia del costo y de la voluntad de asumir los riesgos inherentes a la explotación de nuevas oportunidades en el sector privado.

1.2. ESTRUCTURA DE LA EMPRESA

La primera reflexión acerca de la situación financiera en que se encuentra la empresa, es en relación con su estructura; es decir, la participación del pasivo y el capital en relación al activo.

EMPRESA "X", S. A.	
ACTIVO	PASIVO
	CAP. CONTABLE

Con este análisis se puede conocer la importancia relativa de la participación de los propietarios y los no propietarios para dotar de recursos a la entidad.

Conocer la proporción en que los activos de la entidad corresponden a aportaciones de propietarios o acreedores es interesante para determinar, en principio el grado de influencia que unos y otros pueden ejercer sobre la misma, y su efecto sobre los resultados.

En general no se considera recomendable una mayor participación por parte de los acreedores; sin embargo, lo adecua

do e inadecuado de la estructura financiera de cada entidad, - no depende exclusivamente del resultado de estas relaciones; - deben tenerse en cuenta otros factores, básicamente, las siguientes dos circunstancias:

- 1o. Las condiciones jurídicas en que han sido contraídos los pasivos.
- 2o. El índice de rentabilidad de la empresa en comparación con la tasa de interés que se paga por tales pasivos.

Cuando desde el punto de vista jurídico no existen inconveniencias que pongan en peligro la continuidad de la empresa (tales como: tener garantizados los créditos con los bienes de la entidad) y el rendimiento de la misma en función del Activo total es mayor que la tasa de interés pagada a los acreedores, puede resultar ventajosa una mayor participación del capital ajeno.

1.3. FUENTES DE FINANCIAMIENTO

Los recursos de toda empresa se han obtenido, ya sea - por las aportaciones de los socios (capital propio), o por terceras personas (capital ajeno).

Las fuentes de financiamiento se clasifican en:

- 1.3.1. Fuentes Internas.- Esta fuente de financiamiento se obtiene sin necesidad de recurrir a personas ajenas a la empresa.
- 1.3.2. Fuentes Externas.- Este financiamiento proviene de personas ajenas a la empresa (bancos, proveedores, etc.)

Las Fuentes Externas se clasifican en:

- a) Mercado de Dinero
 - b) Mercado de Capitales
- a) Mercado de Dinero.- Lo definimos como un mercado intangible, creado por los proveedores y solicitantes de fondos.
- b) Mercado de Capitales.- Es una estructura creada por un sinnúmero de instituciones y organizaciones, por medio de las cuales hacen transacciones los oferentes y demandantes de fondos a largo plazo.

A continuación presentamos un cuadro sinóptico de los Tipos de Financiamiento y su respectiva fuente de financiamiento.

1.4. TIPOS DE FINANCIAMIENTO

1.4.1. Internos

- a) Utilidades Retenidas
- b) Pasivos Acumulados
- c) Venta de Activos Fijos
- d) Depreciación y Amortización

1.4.2. Externos

A corto plazo

Tipo	Fuente
a) Crédito Comercial	Acreedor Comercial
b) Créditos bancarios no garantizados	Bancos comerciales
c) Créditos bancarios garantizados	Bancos comerciales
d) Factory	Cía de financiamiento
A largo plazo	
a) Emisión de obligaciones	Varios
b) Crédito hipotecario, refaccionario y de habilitación o avío	Financieras y bancos
c) Arrendamiento financiero	Arrendadoras
d) Emisión de acciones preferentes	Varios
e) Emisión de acciones comunes	Bolsa de valores u otros.

C A P I T U L O I I

TITULOS DE CREDITO -
OBLIGACIONES

Consideramos importante en este capítulo dar el concepto y características de los Títulos de Crédito, desde el punto de vista legal, con el propósito de entender a las obligaciones como tales.

Una vez precisado qué son las obligaciones, podremos con esta base, adentrarnos hacia el estudio de su emisión en una forma más clara y detallada.

2.1. CONCEPTO Y CARACTERISTICAS DE LOS TITULOS DE CREDITO.

Concepto

Conforme a la ley, los títulos de crédito son cosas -- mercantiles y los define como:

"Los documentos necesarios para ejercitar el derecho - literal que en ellos se consigna (Art. 5° de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito). Cabe advertir que los títulos de crédito son cosas absolutamente mercantiles, por lo que

su mercantilidad no se altera por el hecho de que no sean comerciantes quienes los suscriban o posean".

Características

a) La Incorporación.- El título de crédito es un documento que lleva incorporado un derecho, en tal forma, que el derecho va íntimamente unido al título y su ejercicio está condicionado por la exhibición del documento; sin exhibir el título, no se puede ejercitar el derecho en él incorporado.

b) La Legitimación.- La legitimación es una consecuencia de la incorporación. Para ejercitar el derecho es necesario "legitimarse" exhibiendo el título de crédito.

La legislación tiene dos aspectos: activo y pasivo. La legitimación activa consiste en la propiedad o calidad que tiene el título de crédito de atribuir a su titular, es decir, a quien posee legalmente, la facultad de exigir del obligado en el título el pago de la prestación que en él se consigna, sólo el titular del documento puede "legitimarse" como titular del derecho incorporado y exigir el cumplimiento de la obligación relativa.

En su aspecto pasivo, la legitimación consiste en que el deudor obligado en el título de crédito cumple su obligación y por tanto se libera de ella, pagando a quien aparezca como titular del documento. El deudor no puede saber, si el título anda circulando, quién sea su acreedor, hasta el momento en que éste se presenta a cobrar, legitimándose activamente

con la posesión del documento el deudor se legitima a su vez, - en el aspecto pasivo al pagar a quien aparece activamente legitimado.

c) La Literalidad.- La definición legal dice que el - derecho incorporado en el título es "literal" quiere esto de-- cir, que tal derecho se medirá en su extensión y demás circunstancias, por la letra del documento, por lo que literalmente - se encuentre en el consignado.

La literalidad es una característica de los títulos de crédito, y entendemos que, presuncionalmente, la medida del derecho incorporado en el título es la medida justa que se con-- tenga en la letra del documento.

d) La autonomía.- La expresión autonomía indica que - el derecho del titular es un derecho independiente, en el sentido de que cada persona que va adquiriendo el documento ad--- quiere un derecho, propio, distinto del derecho que tenía o podría tener quien le transmitió el título. Puede darse el caso, por ejemplo, de que quien transmite el título no sea un poseedor legítimo y por tanto no tenga derecho para transmitirlo; - sin embargo, el que adquiriera el documento de buena fe, adquirirá un derecho que será independiente, autónomo, diverso del derecho que tenía la persona que se lo transmitió.

Desde el punto de vista pasivo, debe entenderse que es autónoma la obligación de cada uno de los signatarios de un título de crédito, porque dicha obligación es independiente y dig

versa de la que tenía o pudo tener el anterior suscriptor del documento.

2.2. CONCEPTO Y CARACTERISTICAS DE LAS OBLIGACIONES COMO TITULOS DE CREDITO.

Concepto

El artículo 208 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, nos dice: Que las obligaciones pueden ser emitidas por las sociedades anónimas y representan la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo a cargo de la sociedad emisora.

Son estos títulos uno de los tipos de financiamiento a que acuden las sociedades anónimas para proveerse de recursos sobre todo, cuando se trata de cantidades mayores que deben ser cubiertas a largo plazo.

Características

a) Son documentos.- En lo material, las obligaciones son objetos corporales, es decir, son hojas de papel escritas que contienen las inserciones que configuran el derecho que las mismas otorgan a sus tenedores en el crédito colectivo a cargo del emisor. La obligación no vale solamente por el aspecto material del documento, sino por el derecho que en él mismo se encuentra establecido; es la representación gráfica del derecho.

b) Incorporación.- Se dice que el derecho se encuentra íntimamente vinculado al documento, por lo cual precisa de la posesión material del mismo para ejercitar los derechos que en él se consignan. Es pues, una condición necesaria y no simplemente formal.

c) Legitimación.- La Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito menciona la necesidad del tenedor del título de exhibirlo para el ejercicio del derecho respectivo; por otro lado, dice también que la transmisión del título significa la transmisión del derecho en él incorporado.

d) Autonomía.- Significa que los derechos de los tenedores precedentes del título, por lo que no puede oponerse a que las excepciones que hayan existido entre el emisor y el poseedor anterior siempre y cuando la transmisión del nuevo dueño se haya hecho cumpliendo las formalidades legales establecidas.

e) Literalidad.- Esta característica en las obligaciones nos indica que los derechos del tenedor del título y las obligaciones del emisor, tienen por límite precisamente la forma en que el título se encuentra escrito.

f) Son títulos destinados a la circulación.- El artículo 221 de la Ley de Títulos y Operaciones de Crédito dice: en ningún caso podrán ser representadas en asamblea las obligaciones que no hayan sido puestas en circulación, ni las que hayan sido adquiridas por la sociedad emisora.

g) Son títulos de renta fija.- La ley exige que en el acta de misión y en los títulos se indique el tipo de interés- que las obligaciones han de devengar. El hecho de que en ocasiones la emisora acepte conceder a los tenedores de los títulos un rendimiento adicional en circunstancias especiales, no despoja a la obligación de su característica de renta fija.

2.3. CLASIFICACION DE LAS OBLIGACIONES

Podemos clasificar a las obligaciones de la siguiente- manera:

- a) Por el lugar de emisión
- b) Por el sujeto emisor
- c) Por la garantía que ofrecen
- d) Por la diferente designación del titular (forma)
- e) Por su colocación

2.3.1. Por el lugar de emisión

Las obligaciones pueden ser nacionales o extranjeras.- La capacidad para emitirlas en la República Mexicana será de-- terminada conforme a las leyes mexicanas. Asimismo regirán la capacidad de los extranjeros para emitirlas dentro del territo- rio de la República (Art. 252 LGTOC).

2.3.2. Por el Sujeto Emisor

- Emitidas por sociedades anónimas
- Emitidas por el estado

2.3.3. Por la garantía que ofrecen

Las obligaciones pueden ser:

- 1° Comunes o quirográficas
- 2° Hipotecarias
- 3° Prendarias
- 4° Avaladas. Garantizadas con aval
- 5° Garantizadas con fianza

Términos que explicaremos con detalle en el punto 3.1.6

2.3.4. Por la designación del titular (forma)

El artículo 209 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito nos dice: Las obligaciones pueden ser nominativas, al portador y nominativas con cupones al portador.

Nominativas.- Si están emitidas a favor de persona determinada y se transmiten mediante anotación en su texto (endoso) y registro en el libro de obligacionistas que llevará la -emisora, el tenedor legítimo será aquél que figure tanto en el texto del título como en el mencionado registro.

Al portador.- Son obligaciones al portador, cuando en ellas consta la cláusula respectiva y se transmiten por simple tradición del documento.

Nominativas con Cupones al Portador.- Los cupones serán siempre al portador, aunque los títulos principales de que dependan sean nominativos.

2.3.5. Por su colocación

Las obligaciones pueden ser colocadas:

- a) A la par.- Esto es, por un precio equivalente al -
valor nominal que aparece en el texto -
del documento.
- b) Bajo la par.- Por una cantidad inferior a su valor
nominal.
- c) Sobre la par.- Por una cantidad superior a su valor
nominal.

Las fluctuaciones del precio de mercado de tales títulos dependen de múltiples causas económicas, imputables al propio título, a la empresa emisora, a la rama industrial a la -- que ésta pertenece o a la situación económica general del país y del mundo. Una demanda creciente motiva, por lo general, -- operaciones de compra por una suma superior al valor nominal.

Una circunstancia opuesta a la apuntada deprime la demanda de los valores en el mercado, propician la restricción - de operaciones y la adquisición de los títulos a precios bajos y a veces inferiores al valor nominal.

Como en nuestro derecho es obligatorio el reembolso al valor nominal, resulta de ello que, cuando el título ha sido - adquirido por una suma inferior al mismo, dicho reembolso se - traduce en una ganancia de magnitud variable según el caso, -- llamada prima. A la inversa cuando ha sido adquirido por una-

superior a su valor nominal, el reembolso se traduce en una -- pérdida, cuyo monto es igualmente variable, según las circunstancias del caso.

2.4. DESTINO DE LOS FONDOS PRODUCTO DE LA EMISION Y LA LIMITACION DE SU MONTO.

Más adelante dedicamos un capítulo al estudio técnico- que exige la Comisión Nacional de Valores, en el que señala el programa de inversión del capital obtenido por la emisión de - obligaciones y aún cuando la Ley General de Títulos y Operacio- nes de Crédito, únicamente exige se inserte "la especificación del empleo que haya de darse a los fondos producto de la emi-- sión en el caso de que ésta se haga en representación del va- lor o precio de bienes cuya adquisición o construcción tuviere contratada la emisora".

La Comisión Nacional de Valores lo ha exigido en todos los casos, ya que se considera indispensable el que se inserte en el acta pues representa la finalidad de la emisión, mismo - que debe concordar con la obtención de los fondos.

Limitación de su monto

Una de las condiciones legales impuestas a la emisión- de obligaciones es la que resulta del artículo 212 de la Ley - de Títulos y Operaciones de Crédito, que establece un límite - al monto de las operaciones según este precepto, no se puede - hacer emisión alguna de obligaciones por una cantidad superior al activo neto de la sociedad emisora (según el balance practi

cado precisamente para efectuar la emisión), a menos que la -- operación se pretenda realizar en representación del valor o -- precio de bienes cuya adquisición o construcción tuviese con-- tratada de antemano la sociedad.

Queda por lo tanto, fijado el límite máximo de la emi-- sión conforme a lo anteriormente aludido en un monto equivalen-- te al activo neto de la sociedad.

La Comisión Nacional de Valores a fin de precisar el - concepto exacto de dicho activo solicitó opinión al respecto - al Colegio de Contadores de México, A. C., el cual expresó que, al mencionar el legislador el término "activo neto" se ha refe-- rido al capital contable de la sociedad emisora y no al activo que resulte después de descontar las reservas complementarias, y que, por consiguiente, sugería se utilizara el término capi-- tal contable en sustitución de activo neto. (Memoria anual - - 1952, pág. 42 y memoria anual 1954, pág. 24).

Sin embargo, antes habíamos comentado que el importe - de la emisión puede ser superior al "activo neto" si la emi--- sión se ha hecho en representación del valor o precio de los - bienes cuya adquisición o construcción tuviera contratada la - sociedad emisora. El propósito de este precepto es establecer un principio de seguridad en beneficio de los tenedores de las obligaciones, consistente en que el excedente del monto de la emisión sobre el capital contable de la emisora esté invertido en determinados activos. En estos casos, la comisión acostum-- bra verificar que se han llevado a cabo las inversiones que --

exige la ley y obliga a las emisoras a presentarle los contratos relativos a efecto de examinar el precio de las adquisiciones o construcciones y verificar estas finalidades, la ley prohíbe la reducción del capital de la sociedad emisora, de no -- ser en proporción al reembolso que haga de las obligaciones -- por ellas emitidas.

2.5. QUIENES PUEDEN EMITIR OBLIGACIONES

La Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito concede únicamente a las sociedades anónimas la facultad de emitir obligaciones. Constituye éste un acto unilateral de este tipo de sociedades y según la fracción X del Artículo 182 de -- la Ley General de Sociedades Mercantiles, el acuerdo respectivo debe tomarse por una asamblea general extraordinaria de accionistas, al determinar la ley que este acto corresponde a -- a una asamblea extraordinaria de accionistas se deduce que para realizarla, debe encontrarse previamente constituida la -- compañía, lo que significa que según nuestro derecho, la emisión no puede llevarse a cabo en forma simultánea con la constitución de la sociedad.

2.6. DISPOSICIONES LEGALES QUE LA REGULAN

Entre las diversas disposiciones legales que regulan -- la emisión de obligaciones, ocupa lugar importante la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito del 26 de Agosto de -- 1932, que trata el tema en el Título I, Capítulo Quinto, bajo el título "DE LAS OBLIGACIONES", comprendiendo los artículos --

208 al 228 inclusive; independientemente de este capítulo, le-
son aplicables otros artículos de la propia ley, que se refie-
ren a los Títulos de Crédito en general y los cuales se mencion
nan en el 228 citado.

Otras leyes que se refieren a obligaciones son la Ley-
General de Sociedades Mercantiles. Desde el punto de vista de
la emisión de obligaciones efectuada por instituciones de cré-
dito, éstas se regulan por la Ley General de Instituciones de-
Crédito y Organizaciones Auxiliares del 31 de mayo de 1941 ac-
tualmente en vigor.

Por otro lado, el organismo federal autónomo denomina-
do Comisión Nacional de Valores, encargada de la vigilancia y-
control de la emisión de valores en general, y en cumplimiento
de las facultades que le otorga la ley que le rige, ha dictado
una serie de reglas y acuerdos de carácter (general) obligato-
rio para autoridades y particulares que constituyen igualmente
fuentes de requisitos que deben cumplirse al llevarse a cabo -
una emisión de obligaciones.

C A P I T U L O I I I

PROCESO DE LA EMISION
DE OBLIGACIONES

El objeto de este capítulo es presentar una guía práctica que señale el proceso a seguir en la emisión de obligaciones.

3.1. ACTOS PREOPERATORIOS DE LA EMISION

Dentro del proceso intervienen fundamentalmente los actos jurídicos, trámites y operaciones, que a continuación presentamos procurando seguir un orden cronológico:

1. Proyecto de emisión
2. Practicar balance general, certificado por Lic. en Contaduría.
3. Elaborar estudio técnico
4. Convocar y celebrar asamblea general extraordinaria de accionistas que apruebe la emisión, expidiendo - el acta respectiva, debidamente protocolizada.

5. Acta de la sesión del consejo de administración en que se hizo la designación de la persona o personas que deben suscribir la emisión.
6. Relación de los bienes que constituirán la garantía de su certificación.

3.1.1. Proyecto de la Emisión

Para que la Comisión Nacional de Valores, órgano dependiente de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, conozca las características de la emisión que se desea efectuar, la sociedad interesada presentará un proyecto que debe incluir la mayor cantidad de datos referentes a la emisora y a la emisión, tales como: nombre de la empresa, monto de la emisión, plazo, formas de amortización, tasa de interés, etc.

La redacción del proyecto, su estudio y la aprobación previa por parte de la Comisión Nacional de Valores, permite a las emisoras llegar a la etapa de la formalización de la emisión, con la confianza de que se obtendrá la autorización solicitada.

3.1.2. Balance General

La determinación del activo neto (1) que sirve de base para conocer el monto especialmente para el efecto y el cual deberá estar certificado por contador público titulado, según lo dispuesto en el artículo 210, fracción II en relación con -

(1) La expresión de "activo neto" a que se refiere la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito en su Art. 212 debe interpretarse como equivalente a "Capital Contable".

la fracción I, inciso b) del artículo 213 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.

La formulación de un balance especial es con el objeto de que las cifras correspondan a la época de la emisión, es decir, fueran lo más recientes posibles, en virtud de que la información atrasada no podría ofrecer confianza por la cambiante situación de los negocios.

Es importante recalcar la importancia del balance especial, ya que del análisis y estudio de su contenido depende la posibilidad de efectuar la emisión; y en caso de que sea posible dada la situación financiera de la empresa, el monto máximo será determinado por el monto del activo neto que nos refleje el balance.

La Comisión Nacional de Valores ha formulado resoluciones sobre balances que deben presentarse para la emisión de -- los títulos que nos ocupan, por ejemplo, sobre el dictamen del contador público, establece que en el mismo se indique que dicha opinión es el resultado de una auditoría de balance.

Tratándose de revaluación de activos, esta dependencia ha aceptado tales aumentos, siempre y cuando se cumpla con una serie de requisitos implantados por ella misma, exigiendo que los contadores públicos presenten por separado el importe de la revaluación.

La comisión ha establecido que no aceptará balances -- certificados por contadores públicos que sean comisarios de la

sociedad que intente la emisión.

3.1.3. Estudio Técnico

Al solicitar la autorización de una emisión de obligaciones ante la Comisión Nacional de Valores, es necesario presentar un estudio amplio donde se analicen las causas por las que se requiere el financiamiento; repercusiones en la situación financiera y económica de la empresa y otros que citaremos más adelante.

El objeto de este estudio es el de justificar ante la Comisión la importancia que representa la emisión que se solicita.

El estudio técnico debe contener:

- a) Motivos de la emisión
- b) Plan de inversión del producto de la emisión
- c) Efectos financieros de la emisión sobre la economía de la empresa
- d) Estudio del mercado de los productos de la emisión
- e) Capacidad de pago

3.1.4. Acta de la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas.

Según lo dispuesto en el Art. 182, fracción X de la -- Ley General de Sociedades Mercantiles, la emisión debe ser -- acordada en asamblea general extraordinaria de accionistas, la convocatoria para dicha asamblea debe hacerla, ya sea, el admi

nistrador o el consejo de administración o en su defecto los -
emisarios.

La convocatoria debe darse a conocer por medio de la -
publicidad con un aviso en el periódico oficial de la entidad -
del domicilio de la sociedad, o en uno de los periódicos de ma -
yor circulación en dicho domicilio, con la anticipación que --
exigen los estatutos o, en su defecto, 15 días antes de la fe -
cha señalada para la reunión. Durante todo este tiempo, los -
libros y documentos relacionados con los objetos de la asam---
blea estarán en las oficinas de la sociedad a disposición de -
los accionistas para que puedan enterarse de ellos.

La convocatoria debe contener la orden del día y estar
firmada por quien la haga.

Las resoluciones legalmente adoptadas por las asambleas
generales son obligatorias para todos los accionistas aún para
los ausentes o disidentes.

En la asamblea extraordinaria deberán estar representada
das por lo menos las tres cuartas partes del capital, salvo que
el contrato social estipule una mayoría más elevada.

Cuando una asamblea no pudiera celebrarse el día seña -
lado para su reunión, se hará una segundo convocatoria. Tratán -
dose de asambleas extraordinarias, las decisiones se tomarán -
siempre por el voto favorable del número de acciones que repre -
sente como mínimo la mitad del capital social.

La Ley General de Sociedades Mercantiles estipula que las actas que se levanten con motivo de las sambleas de accionistas, se registren en un libro especial y deben firmarse por el presidente y el secretario de la asamblea, así como por los comisarios que concurran.

Cuando se trata de actas de las asambleas extraordinarias deberán ser necesariamente protocolizadas ante notario público e inscritas en el Registro Público de Comercio.

3.1.5. Acta de la Sesión del Consejo de Administración

Una vez que la asamblea general extraordinaria de accionistas ha acordado llevar a cabo la emisión, el consejo de administración procederá a designar la persona o personas que deben suscribir la emisión. Esto se refiere a quien materialmente debe imprimir su firma en el acta de emisión, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 213 fracción I, de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.

Lo anterior es con objeto de evitar confusiones, ya que se presentaba el caso de que se designaban varias personas sin señalar cuál es la que debe firmar el acta de emisión.

3.1.6. Garantías

Los bienes que se dan en garantía en la emisión, las clasificamos para nuestro estudio en:

3.1.6.1. Comunes o Quirográficas.- Son las garantizadas con el patrimonio de la sociedad, esto en base a lo estipula

do en el artículo 2964 del Código Civil del Distrito y Territorios Federales, "El deudor responde del cumplimiento de sus obligaciones con todos sus bienes, - con excepción de aquellos que, conforme a la ley, son inalienables o no embargables".

3.1.6.2. Hipotecarias.- Este tipo de garantía es idóneo para los inversionistas que buscan asegurar sus inversiones con garantías especiales.

La más conocida y utilizada es la hipotecaria. Si la emisora se viera imposibilitada para hacer efectivos sus créditos, los obligacionistas quedarían como acreedores preferentes y se liquidarían con el valor de -- los bienes que garanticen el adeudo, con el derecho -- además, de cobrar los intereses devengados por las -- obligaciones de los tres últimos años, privilegio del que no gozan las deudas comunes que dejan de devengar intereses.

Si existieran varios acreedores hipotecarios garantizados con los mismos bienes, serán liquidados por el orden de fecha en que se hayan inscrito en el Registro de las Hipotecas correspondiente.

La sociedad sólo puede hipotecar los bienes de que -- sea propietaria.

3.1.6.3. Prendarias.- En este caso la garantía será un bien - mueble enajenable. La prenda cubrirá el crédito otor

gado por los obligacionistas quienes quedan en primer lugar en relación con los acreedores comunes.

En caso de que exista garantía con prenda de valores, la emisora debe designar en el acta de emisión a una institución de crédito, ya sea un banco de depósito - (Art. 10, fracc. II, de la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares), o sociedad financiera (idem Art. 26, fracc. VI, bis) o institución fiduciaria, autorizada para actuar como depositaria de los títulos-valores durante el tiempo en que deba liquidarse el crédito.

El acta de emisión de obligaciones, con la especificación de la garantía prendaria que se consigne para la emisión, se hará constar en acta ante notario no siendo necesario, en este caso, la inscripción en el Registro Público de la Propiedad (Art. 213, fracc. III de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito).

3.1.6.4. Garantizadas con aval.- En esta clase de garantía, - una persona responde total o parcialmente de las obligaciones asumidas por otra.

El aval se hace constar en el título de la obligación o en la hoja que se le adjunta y se expresará con la palabra "POR AVAL" u otra equivalente. Debe llevar - la firma de quien lo preste; la sola firma puesta en el título, cuando no se pueda atribuir otro significa

do se tendrá por aval.

Según lo estipulado en el Art. 109, 111 y 112, de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, a falta de mención de cantidad, se entiende que el aval otorgado garantiza todo el importe del título.

3.1.6.5. Garantizadas con Fianza.- En este caso, una persona se compromete con el acreedor por medio de un contrato, a pagar por el deudor, si éste no lo hace (Art. 2794, Código Civil para el Distrito y Territorios Federales).

En el caso de que en el proyecto de acta de emisión no se hayan indicado las garantías asignadas a la misma, pueden los interesados formular, en forma separada, una relación o listado de los bienes que la integran, para poderse presentar a la Comisión Nacional de Valores.

En el caso de que la emisión haya sido acordada sin garantía específica, así se indicará en esta relación.

Cuando se haya asignado garantía hipotecaria a la emisión, se señalarán los inmuebles respectivos, identificándose cada uno de ellos.

Las sociedades emisoras de obligaciones, que hayan otorgado bienes en garantía, deberán recabar de la Oficina del Registro Público de la Propiedad que co--

responda a su ubicación, certificación de las inscripciones o constancias que sobre éstos (bienes) existen en los libros.

3.2. DATOS QUE DEBEN CONTENER LAS OBLIGACIONES

Los datos que deben contener las obligaciones, los señala claramente la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito en su artículo 210.

Las obligaciones deberán contener los siguientes datos:

- a) La denominación, el objeto y el domicilio de la sociedad emisora.
- b) El importe del capital pagado de la sociedad emisora y el de su activo y pasivo, según el balance que se practique precisamente para efectuar la emisión.
- c) El acta de la asamblea general de accionistas que haya autorizado la emisión.
- d) El balance que se haya practicado precisamente para preparar la emisión, certificado por contador público.
- e) El acta de la sesión del Consejo de Administración en que se haya hecho la designación de la persona o personas que deben suscribir la emisión.

- f) El importe de la emisión, con especificación del número y del valor nominal de las obligaciones que se emitan.
- g) El tipo de interés pactado.
- h) El término señalado para el pago de interés y de capital y los plazos, condiciones y manera en que las obligaciones han de ser amortizadas.
- i) El lugar de pago.
- j) La especificación, en su caso, de las garantías especiales que se consignent para la emisión, con todos los requisitos legales debidos para la constitución de tales garantías.
- k) La especificación del empleo que haya de darse a -- los fondos producto de la emisión.
- l) La designación del representante común de las obligaciones y la aceptación de éste, con su declara---ción:
- De haber comprobado el valor del activo neto manifestado por la sociedad emisora.
 - De haber comprobado en su caso, la existencia y - el valor de los bienes hipotecados o dados en - - prenda para garantizar la emisión.
 - De constituirse en depositario de los fondos pro- ducto de la emisión.

3.2.1. Requisitos:

Personales

Reales

Relativos a la emisión

3.2.1.1. Personales:

- Nombre del obligacionista si el título es nominativo.
- Denominación, objeto y domicilio de la sociedad.
- Firma de los administradores autorizados.
- Firma del representante común de las obligaciones.

3.2.1.2. Reales:

- Capital pagado y activo y pasivo, según balance.
- Cuantía, número y valor de las obligaciones.

3.2.1.3. Relativos a la Emisión

- Interés:

Fecha, pagos, intereses y amortizaciones.

- Lugar de pago

- Garantías, lugar y fecha de la emisión.

Parte de estas características ya han sido comentadas con anterioridad y las restantes se tratarán más adelante.

3.3. COSTO DE LA EMISION

Desde que se inician los actos preparatorios para la emisión de las obligaciones hasta que los títulos se ponen en circulación se presentan a la empresa emisora gastos que en ---

realidad afectan al proceso de emisión en general, entre estas partidas, podemos mencionar: honorarios a contadores públicos, ingenieros y técnicos diversos, impresión de los títulos, publicidad, inscripción en registros, impuestos y derechos, cuota a la Comisión Nacional de Valores, comisión en colocación.

Independientemente de los gastos anteriores y ya una vez habiéndose efectuado la colocación de las obligaciones, la emisora continúa efectuando erogaciones originadas por el mantenimiento, vigilancia y amortización de las mismas, pudiendo mencionarse entre ellas las siguientes: remuneración al representante común de las obligaciones, gastos de sorteo, en su caso publicaciones, honorarios de contadores públicos que intervengan en los balances anuales.

Por otro lado, y una vez que los títulos han quedado colocados, se inicia el nacimiento de un concepto diferente de gastos a cargos de la emisora, que es quizás el principal en cuanto a monto en todo el proceso y que está representada por los intereses que el tenedor cobra a través de los cupones que los títulos llevan adheridos.

3.4. TERMINOS PARA EL PAGO DE INTERESES Y DE CAPITAL, LOS PLAZOS, LAS CONDICIONES Y MANERAS EN QUE LAS OBLIGACIONES HAN DE SER AMORTIZADAS.

El pago de intereses se efectúa mediante la presentación de cupones, variando el término señalado para su pago y el plazo irá de acuerdo con las conveniencias de la emisora, pero tomando en cuenta necesariamente el punto de vista de inversionistas, que normalmente prefiere que dicho pago se efectúe en términos relativamente cortos. En México, se ha generalizado la práctica de liquidarlos por trimestres vencidos, o a la suma, por semestres, haciendo de esta manera más atractiva la inversión al obligacionista.

La Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, da igual tratamiento a la letra de cambio, en lo que se refiere al lugar de pago, lo que le otorga gran flexibilidad, ya que señala la posibilidad de que sean efectuados en varios lugares; dando derecho al tenedor a exigirlo en cualquiera de los lugares señalados; normalmente es el domicilio de la emisora o del representante común, o bien, diversos lugares donde se supone se encuentra la mayoría de los tenedores con objeto de facilitarles el cobro de sus intereses.

Los cupones son valores accesorios, ya que sólo tienen valor y existencia jurídica en cuanto los tiene el título obligación del que se desprende. En la práctica incluyen: la denominación de la sociedad, el número de la obligación a que corresponden, el día de vencimiento y la expresión del valor de-

los intereses a cobrar.

En virtud de que estos títulos pueden circular independientemente de los títulos-obligación dentro del mercado de valores, la Comisión Nacional de Valores ha establecido los requisitos que deben reunir, a efecto de evitar abusos o malas interpretaciones a las personas que los adquieran.

El plazo de prescripción para el cobro de intereses -- vencidos es de 3 años a partir de su vencimiento (Art. 227 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito),.

El pago de los intereses deberá efectuarse en moneda -- de circulación legal, de acuerdo con el artículo 7° de la Ley Monetaria.

El tenedor del cupón está obligado a admitir cualquier pago parcial que se le ofrezca, de acuerdo con el artículo 228 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito que remite al 130 de la misma ley, de acuerdo con el tratamiento de la letra de cambio.

Tanto en el acta de emisión de obligaciones como en el texto de los títulos ha de constar "el término señalado para -- el pago... de capital y los plazos, condiciones y maneras en -- que las obligaciones han de ser amortizadas" (Arts. 213, frac. II y 210, frac. V de la Ley General de Títulos y Operaciones -- de Crédito).

Con respecto a los métodos de amortización de las obli

gaciones, los podemos clasificar de la siguiente manera:

- a) Amortización en época determinada.
- b) Amortización en época indeterminada.
- c) Amortización a la par, con prima o con premio.
- d) Amortización al tipo de cambio vigente o a un tipo de cambio convencional.
- e) Amortización por pago directo.
- f) Amortización por pago indirecto.
- g) Amortización normal y anormal.

Mismas que explicaremos detalladamente en el capítulo V.

3.5. REPRESENTANTE COMUN DE LOS OBLIGACIONISTAS

Es la persona física o moral que la emisora designa en representación de los obligacionistas para que vigile los intereses de quienes suscitan las obligaciones que emite. De ser persona moral deberá ser institución de crédito. El cargo es personal y, por tanto indelegable teniendo facultad para otorgar poderes judiciales. Inicialmente, el representante común de los obligacionistas es designado, en el acto de la emisión, por la sociedad emisora pero puede ser removido libremente por los obligacionistas quienes tienen el derecho de nombrar sustitutos. A este efecto, la ley dispone que si el representante común fuera sustituido: fuere institución de crédito, se sustituirá por otra institución de crédito que designarán los obligacionistas, si se trata de persona física o moral. Por la --

institución que al efecto designen los mismos obligacionistas. En tanto, que los obligacionistas nombren nuevo representante común, será designada, con carácter de representante común interino, una institución autorizada para actuar como fiduciaria. Este nombramiento debe ser hecho a petición del deudor o de -- cualquiera de los obligacionistas, por el juez de primera instancia del domicilio de la sociedad emisora. La institución designada como representante interino, deberá expedir en término no mayor de 15 días, a partir de la fecha en que se acepte el cargo, convocatoria para celebración de asamblea general de obligacionistas. En el caso de que no fuere posible designar a institución financiera o de que la designada acepte el cargo, el juez expedirá por sí mismo la convocatoria antes mencionada.

Exactamente igual que en el caso de contadores públicos, las personas que desempeñan el cargo de representante común, no podrán ser administradores o funcionarios de la sociedad emisora, según acuerdo dictado por la Comisión Nacional de Valores (Boletín mensual 12, 1960).

En México se ha generalizado la práctica de que sean instituciones de crédito las que desempeñen el cargo de representante común, ya que poseen personal técnico especializado para desempeñar dicho cargo con el máximo de acierto posible.

3.5.1. Facultades y Obligaciones

- Comprobar los datos obtenidos en el balance de la sociedad emisora que se formule para efectuar la emi--

sión.

- Comprobar, en su caso, la existencia de los contratos de los bienes cuya adquisición o construcción - tuviese contratada la sociedad.
- Comprobar la existencia y el valor de los bienes dados en prenda o hipotecados en garantía de la emisión, así como que los objetos pignorados, en su caso, las construcciones y los muebles inmovilizados-incluidos en la hipoteca, estén asegurados, mientras la emisión no se amortice totalmente por su valor o por el importe de las obligaciones en circulación, cuando éste sea menor que aquél.
- Cerciorarse de la debida construcción de la garantía.
- Conseguir la oportuna inscripción del acta de emisión en el Registro Público de la Propiedad o en el de Comercio.
- Recibir y conservar los fondos relativos como depositario, y aplicarlos al pago de los bienes adquiridos o de los costos de construcción, en los términos que señale el acta de emisión cuando el importe de la emisión o una parte de él deban de ser destinados a la adquisición de bienes, o construcción de los mismos.
- Autorizar las obligaciones que se emitan.

- Ejercitar todas las acciones o derechos que al conjunto de los obligacionistas corresponda, por el pago de los intereses o del capital debidos o por virtud de las garantías señaladas para la emisión, así como la que requiera del desempeño de las funciones y deberes a que este artículo se refiere.
- Asistir a los sorteos, en su caso.
- Convocar y presidir la asamblea general de (accionistas) obligacionistas, y ejecutar sus decisiones.

Su Retribución

Por regla general, la emisora está obligada a cubrir la retribución del representante común, así como también los gastos necesarios para el ejercicio de las acciones que tengan por objeto conservar los derechos de los obligacionistas o por hacer efectivas las obligaciones o las garantías consignadas por ellas; salvo convenio en contrario.

C A P I T U L O I V

TRAMITES ANTE LA COMISION
NACIONAL DE VALORES

La Comisión Nacional de Valores es un organismo creado para vigilar y hacer cumplir con los ordenamientos de la emisión de valores de las sociedades anónimas y otorgar las autorizaciones necesarias para la venta de este tipo de valores.

4.1. ATRIBUCIONES

- 1) Llevar el registro nacional de valores y sus estadísticas.
- 2) Aprobar las tasas mínimas y máximas de interés a -- que deberán sujetarse las emisiones de los valores.
- 3) Opinar sobre el establecimiento de bolsas de valores e inspeccionar su funcionamiento.
- 4) Aprobar o vetar la inscripción en bolsa de títulos o valores.
- 5) Suspender la cotización en bolsa de un valor u ordenar su cancelación.

- 6) Aprobar o vetar el ofrecimiento al público de valores no registrados en bolsa.
- 7) Opinar sobre el establecimiento de sociedades de inversión, e inspeccionar y vigilar el funcionamiento de las mismas.
- 8) Aprobar los valores para efectos de inversión institucional.
- 9) Aprobar el ofrecimiento de valores para su venta en el extranjero.
- 10) Aprobar el ofrecimiento de valores emitidos en el - extranjero para su venta en México.
- 11) Aprobar publicidad y propaganda de los valores que se ofrecen al público.
- 12) Analizar periódicamente el estado y las tendencias del mercado de valores en el país.
- 13) Opinar sobre la admisión de nuevos socios en la Bolsa de Valores.
- 14) Dictar reglas de carácter general, relativas al - - ejercicio de sus facultades.
- 15) Aplicar sanciones pecuniarias a infractores de leyes y reglamentos.
- 16) Investigar condiciones financieras, comerciales y - legales de los emisores, avalistas, representantes-comunes y de las personas que intervengan en las -- emisiones de valores y su circulación.
- 17) Autorizar la emisión de obligaciones que se pretenden emitir sin la intervención de las instituciones

de crédito.

- 18) Autorizar a personas físicas o morales que se dediquen habitualmente a operaciones con valores fuera de bolsa.
- 19) Solicitar de la Secretaría de Hacienda intervención administrativa de las emisoras o avales, cuando hubiere temor fundado de causa de daño a los tenedores o al mercado de valores.

4.2. TRAMITES PARA SOLICITAR AUTORIZACION PARA EMITIR OBLIGACIONES

La sociedad emisora debe dirigirse por escrito a la Comisión Nacional de Valores, solicitando autorización para efectuar la emisión de obligaciones.

La solicitud deberá ser firmada por el gerente, administrador o representante con poder de administración.

Documentos e informes que deben acompañar las sociedades, a su solicitud:

- I. Una copia debidamente autorizada de la escritura constitutiva y sus reformas, si las hubiere.
- II. Nombres de las personas que forman el consejo de administración en funciones, así como de los principales funcionarios de la sociedad, con la indicación de la fecha en que fueron designados.
- III. Lista de accionistas asistentes a la última asamblea

indicando a quiénes representan y con cuántas acciones, así como el total de las acciones representadas.

- IV. Copia autorizada del acta de la asamblea general extraordinaria de accionistas que acordó la emisión de obligaciones.
- V. Proyecto del acta de emisión y de títulos de las obligaciones.
- VI. Acta de la sesión del consejo de administración en que se haga la designación de la persona o personas que deben firmar el acta de emisión de obligaciones.
- VII. Certificado de libertad de gravámenes del Registro Público de la Propiedad, sobre los bienes que constituirán la garantía de las obligaciones, en caso de que se constituya garantía real.
- VIII. Descripción del negocio a que se dedica la emisora, indicando las actividades principales que realiza y productos que elabora, con especificación, en su caso, de las respectivas marcas.
- IX. Balance General y Estado de Resultados correspondientes a los cinco últimos ejercicios de operaciones. Si los estados financieros por los años anteriores fueron dictaminados, en todo caso, deberá enviarse ejemplar de los mismos.

- X. Balance general y estado de resultados, con el informe de auditoría correspondiente, dictaminados por contador público independiente (no debe ser el comisario, consejero o empleado de la empresa) y debe indicar su número de cédula profesional y dirección de su despacho. Estos estados financieros deben presentarse con una antigüedad no mayor de seis meses a la fecha de la solicitud.
- XI. Relación de sus inversiones en acciones, bonos, obligaciones y otros valores que figuren en el balance correspondiente al último ejercicio de operaciones, indicando: denominación de la emisora, clase de valor, cantidad de títulos, valor nominal, precio de adquisición. En el caso de acciones deben señalar el por ciento de tenencia, siempre que exceda al 10%, en relación con el capital social pagado de la empresa emisora.
- XII. Un estado por los cinco ejercicios que contenga las partidas del activo fijo, con la depreciación y la amortización anual (dicho estado puede ser similar al que formulen para su declaración de impuestos).
- XIII. Un estado por los últimos cinco ejercicios que contenga la aplicación de las utilidades o pérdidas en su caso, conforme a los balances presentados a las asambleas de accionistas correspondientes, con espe

cificación de los dividendos decretados y contra --
qué cupón. La relación de los números de los cupo-
nes debe ser completa por el período ya referido, -
y en el caso de que algún cupón hubiera servido pa-
ra acreditar otros derechos, deberán indicar con --
precisión cuáles fueron.

- XIV. Un estado que contenga en forma resumida el volumen y valor de la producción correspondiente a los cinco últimos ejercicios.
- XV. Emisiones vigentes, con la debida especificación de monto, plazo, interés, amortización, circulación y garantías.
- XVI. Estudio técnico económico-financiero elaborado por profesionalista independiente que contenga como mínimo la siguiente información: a) Motivo de la emi---
sión; b) Plan de inversión total que la emisora pro
yecta realizar, considerando el monto de la emisión,
así como otros recursos complementarios, indicando
la fuente de donde provengan, en su caso; c) Si par
te de los fondos de la emisión se destinare al pago
de pasivo debe señalarse la naturaleza del mismo y
las demás características, tales como: nombre del -
acreedor, fecha de origen, monto, tasa de interés,-
plazo y a qué se destinó; d) Efectos financieros de
la inversión y específicamente de la emisión de - -
obligaciones sobre la economía de la empresa, tales

efectos deben reflejarse en el balance pro-forma correspondiente; e) Estudio del mercado de los productos de la emisora, indicando, qué productos exporta, volumen de los mismos e importe; f) Capacidad de pago incluyendo presupuesto de caja y estado de origen y aplicación de recursos pro-forma; g) Plan de colocación de los títulos-valor; h) Avalúo de los bienes que la emisora dará en garantía. Si se trata de terrenos y edificios el avalúo debe ser hecho de preferencia por instituciones de crédito y en -- el caso de maquinaria y equipo por técnicos ajenos a la empresa. En este último caso debe enviarse el curriculum vitae del perito valuador.

La solicitud y toda la documentación que se envíe a esta Comisión, como anteriormente ya se mencionó, deberá estar - firmada por funcionarios debidamente autorizados por la empresa, independientemente de que los balances dictaminados estén- firmados por contador público.

4.3. REALIZACION DE LA EMISION

Una vez concedida la autorización de la Comisión Nacional de Valores, la emisora, por conducto de sus representantes, procederá a formalizar el acta de emisión, en los términos del proyecto autorizado por aquélla.

Exite la Ley que el acta de emisión sea formalizada ante Notario Público, y que una vez formalizada sea inscrita en-

el Registro Público de Comercio (Artículo 213 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito). Esta obligación corresponde al representante común, como ya se hizo mención en el capítulo III, respecto a los derechos y obligaciones del representante común, quien por disposición expresa de la ley debe "obtener la oportuna inscripción del acta de emisión" (Artículo 217 fracc. V de la Ley de Títulos y Operaciones de Crédito).

Por otra parte cuando en garantía de la emisión se haya constituido hipoteca (Obligaciones Hipotecarias), deberá el acta ser inscrita además, en el Registro Público de la Propiedad (artículo 213 de la Ley General de Títulos de Crédito).

Esta obligación corresponde al representante común, -- quien por disposición expresa de la ley debe "obtener la oportuna inscripción del acta de emisión" (Art. 217 Fracc. V de la Ley de Títulos y Operaciones de Crédito).

C A P I T U L O V

METODOS DE AMORTIZACION

Este capítulo lo enfocaremos al estudio de la amortización de obligaciones, a efecto de exponer la política más conveniente para lograr los mejores beneficios.

Tanto en el acta de emisión de obligaciones como en el texto de los títulos ha de constar "el término señalado para el pago de capital y los plazos, condiciones y maneras en que las obligaciones han de ser amortizadas" (Arts. 213, fracc II, y 210, fracc. V. de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito).

5.1. CONCEPTO

Por regla general, se entiende por amortización el pago o pagos que el emisor hace del capital de los títulos emitidos. En ocasiones, al emplear el término "amortización" se hace referencia también a la liquidación o pago de intereses, pe

ro lo usual es que se utilice la expresión para referirse al - pago de capital.

La amortización del capital se hace por regla general- contra la entrega material del título que se redime, pero pue- de existir también la amortización a través de cupones de capi- tal y cupones de capital e intereses, que supone la líquida- ción propiamente en abonos de los títulos.

5.2. CLASIFICACION

Mario Herrera, abogado de la Comisión Nacional de Valo- res, presenta una clasificación, que consideramos lo suficien- temente clara y completa para efectos de nuestro estudio:

- A) AMORTIZACION EN EPOCA DETERMINADA.- Se estipula el lugar y la fecha para la amortización.
- B) AMORTIZACION EN EPOCA INDETERMINADA.- Existe la posibilidad de que la emisión se amortice anticipadamente a la fecha indicada en el acta.
- C) AMORTIZACION A LA PAR, CON PRIMA O CON PREMIO:
 A LA PAR.- Cuyo importe nominal es el mismo de la emisión.
 CON PRIMA.- Supone el reembolso del capital más una cantidad adicional; se asigna a todas y cada una de las obligaciones emitidas, ya sea en el momento de la amortización por sorteos o en la amortización final.
 CON PREMIO.- Supone el reembolso del capital más una cantidad adicional; se asigna a determinadas obligaciones agraciadas conforme a un sistema de sorteos practicados al efecto.
- D) AMORTIZACION A UN TIPO DE CAMBIO VIGENTE O A UN TIPO DE CAMBIO CONVENCIONAL.- Cuando se trate de emisión de obligaciones en moneda extranjera.
- E) AMORTIZACION POR PAGO DIFECTO.- La entrega del numerario o bienes distintos del numerario por parte del deudor al acreedor.
- f) AMORTIZACION POR PAGO INDIRECTO.- La entrega del numerario o bienes distintos del numerario se obtiene por conducto de un procedimiento técnico legal intermediario.
- G) AMORTIZACION NORMAL.- Es el caso común y corriente de la amortización de la emisión en los términos indicados en el acta respectiva, ya sea que se verifique que se verifique en fecha determinada, indeterminada, a la par, con prima, etc.
- H) AMORTIZACION ANORMAL.- Cuando las circunstancias supervinientes de la emisión imposibilitan a la empresa a cumplir sus compromisos con la masa de tenedores, tales como las que la conducen a la quiebra, la disolución anticipada así como las que la someten al procedimiento de ejecución forzosa.

5.2

ASIFICACION

5.2.1. Amortización en época determinada

Esta forma de pago del principal admite dos modalidades:

1. Puede estipularse en el acta de emisión que el pago principal se hará en un solo pago y en una fecha determinada futura. Como es evidente este método implica para la emisora, la realización de un desembolso cuantioso por lo cual no es común en nuestro medio.

2. Puede asimismo estipularse que el pago total sea dividido en pagos parciales periódicos, de tal manera que la emisión sea amortizada paulatinamente. Dos modalidades admite esta forma de pago:

a) De acuerdo con una de ellas la emisora amortizará los títulos conforme a una tabla de amortización en la que aparezcan las fechas en que será pagado cada título, debidamente identificado. Esta identificación puede aparecer en la tabla, ya en forma individual o por grupos de títulos, según la numeración de orden que les haya sido asignada en el acta de emisión por ejemplo: obligaciones del número 1 al 100 amortizables en fecha A; obligaciones del número 101 al 200 amortizables en fecha B, etc. Este

método representa para la emisora la ventaja de hacer desembolsos parciales de pequeña cuantía que difícilmente alterarán el curso de sus compromisos financieros. Para los obligacionistas representa la ventaja de conocer, desde el momento de su inversión, la duración de ésta y el monto exacto de su rendimiento. Ventajas nada despreciables, especialmente para los pequeños inversionistas, interesados por lo general en conocer desde el instante de la inversión, las circunstancias capaces de alterar la regularidad (más que la cuantía) de sus ingresos.

- b) Mucho más frecuente que el método anterior es el que consiste en amortizar en los plazos señalados, también conforme a una tabla de amortización, una porción determinada de la emisión, dejando al azar la elección de los títulos que han de ser pagados. De acuerdo con este método la emisora y los tenedores conocen de antemano los montos parciales por liquidar pero ignoran cuáles títulos serán los elegidos por la suerte. Es éste uno de los métodos más difundidos en la práctica, probablemente porque deja al azar la tarea de eliminar los títulos de la circulación y de elegir el momento en que cada tenedor deberá aceptar la restitución de sus ahorros así como la extinción de sus derechos a los intereses. Actualmente en nuestro país se pone en práctica es-

te método de sorteos mediante el empleo de ánforas especiales, manuales o mecánicas.

Dispone la ley que "cuando el acta de emisión haya estipulado que las obligaciones serán reembolsadas por sorteos, éstos se efectuarán ante notario, con la intervención del representante común y del o de los administradores de la sociedad autorizados al efecto. La sociedad deberá publicar en el "Diario Oficial de la Federación" y en su periódico de los de mayor circulación de su domicilio, una lista de las obligaciones sorteadas con los datos necesarios para su identificación y expresando en ella el lugar y la fecha en que deberá hacerse el pago" (Art. 222 L.G.T. y O.C.).

5.2.2. Amortización en época indeterminada.

Establece la ley (Art. 211 L.G.T. y O.C.) la posibilidad de que la sociedad amortice la emisión anticipadamente a la fecha indicada en el acta, al establecer "no podrá pactarse que las obligaciones sean amortizadas por medio de sorteos a una suma superior a su valor nominal o con primas o premios, sino cuando éstos tengan por objeto compensar a los obligacionistas por la redención anticipada de una parte o la totalidad de la emisión..."

No puede hablarse, en el caso previsto en el mencionado artículo, de emisión sin expresión de término para el pago del principal, sino más bien de emisión pagadera en época indeterminada dentro del término fijado expresamente en el acta de emisión y en los títulos respectivos, ya que, conforme al tenor

de los artículos 213 fracc. II y 210 fracc. V de la ley, la expresión de dicho término no puede omitirse en aquéllos.

De acuerdo con el artículo 211, arriba transcrito, la emisora que proceda a la amortización anticipada, total o parcial de la emisión, deberá compensar a los obligacionistas con primas o premios asignados a las obligaciones amortizadas.

Los motivos del legislador para dictar esta norma son evidentes: el inversionista que canaliza sus ahorros hacia los títulos amortizables a un plazo determinado, posee una legítima expectativa de recibir los intereses de su inversión hasta el cumplimiento del término. Esta expectativa resulta defraudada cuando la emisora procede a la amortización anticipada de la emisión. Las primas o premios pagados por la sociedad tendrán como fin compensar o indemnizar al tenedor por la razón indicada.

No establece la Ley el monto de la prima o del premio por pagar, por lo cual su fijación queda al arbitrio de la emisora. En nuestro medio se acostumbra, son que tal práctica -- sea regla, que ésta se comprometa al pago de las sumas siguientes: si el reembolso total se hace antes de terminar el primer año de la emisión, se pagará además el interés pactado, una -- prima del 2% sobre el capital insoluto de las obligaciones que se rediman, y si se hiciera dentro del segundo año, pagará además el 1%.

5.2.3. Amortización a la par, con prima, con premio.

Respecto a la cuantía del reembolso en relación con el valor nominal de los títulos, las amortizaciones pueden ser a la par, con prima o con premio.

1. Amortizaciones a la par son aquellas que se efectúan por una cantidad equivalente a la que aparece inscrita en el título o como dice apropiadamente un autor, "cuyo importe nominal es el mismo que el de emisión".

2. Amortización con prima o con premio es aquella que supone el reembolso del capital más una cantidad adicional. La diferencia entre la prima y el premio es la siguiente: la primera se asigna a todas y cada una de las obligaciones emitidas, ya sea en el momento de la amortización por sorteos o en la amortización final. El premio en cambio, es la cantidad adicional que se asigna a determinadas obligaciones agraciadas conforme a un sistema de sorteos practicados al efecto. Aquella tiene la finalidad de mejorar la renta nominal de los títulos, éste la facilidad en la colocación de los mismos.

En nuestro derecho pueden amortizarse las obligaciones por medio de sorteos a una suma superior a su valor nominal, ya sea con primas o con premios, en los siguientes casos:

- a) Cuando las primas o los premios tengan como fin compensar a los tenedores por la amortización anticipada, total o parcial de la emisión (Art. 211 L.G.T.- y O.C.).

b) Cuando el interés que haya de pagarse a todos los obligacionistas sea superior al 4% anual y la cantidad periódica que deba destinarse a la amortización de las obligaciones y al pago de intereses sea la misma durante el tiempo estipulado para dicha amortización. (idem)

c) Cuando tenga (la prima) como finalidad, compensar al tenedor por la disminución del poder adquisitivo del dinero invertido por éste, durante la vigencia de la emisión.

5.2.4. Amortización al tipo de cambio vigente o a un tipo de cambio convencional.

Las emisiones de obligaciones pueden efectuarse, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera. Estas últimas están expresamente autorizadas por la Ley Monetaria cuyo artículo 8 dice: "Las obligaciones de pago en moneda extranjera contraídas dentro o fuera de la República, para ser cumplidas en ésta, se solventarán entregando el equivalente en moneda nacional al tipo de cambio que rija en el lugar y fecha en que se haga el pago".

Por otra parte la Comisión Nacional de Valores ha interpretado que el artículo 209 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, en cuya virtud las obligaciones han de ser de \$100.00 o sus múltiplos, no es de carácter imperativo sino normativo.

En cambio, dicha Comisión ha estimado ilegales aquéllos pactos que se insertan en clausulado de emisión o en el texto de los títulos según los cuales la emisora reconoce como tenedores de obligaciones (cuyo valor nominal está expresado en pesos mexicanos) el derecho a recibir, al momento de su amortización, la diferencia que resulte de una posible variación del tipo de cambio de la moneda nacional en relación con una moneda extranjera: "en estas condiciones, aún cuando en apariencia se encuentre pactado que el reembolso se hará en moneda nacional, prácticamente el importe de la emisión se pretende reembolsar en moneda extranjera".

5.2.5. Amortización por pago directo

Constituye pago, la entrega de la cosa o cantidad debida (Art. 2062 Cod. Civ. Distrito y Territorios Federales) Distingue al efecto la doctrina entre pago directo y pago indirecto. Consiste el primero en la entrega del numerario o bienes distintos del numerario por parte del deudor al acreedor; y el segundo, cuando ese mismo resultado se obtiene por conducto de un procedimiento técnico legal intermediario.

Por consiguiente, pueden considerarse formas de pago directo del principal representado por las obligaciones, todas y cada una de las estudiadas en este capítulo: pago a la par, con prima, con premio, etc.

5.2.6. Amortización por pago indirecto.

Constituyen, en cambio, formas de pago indirecto del --

principal, el rescate en bolsa y la conversión en acciones.

La amortización por rescate en bolsa en una operación permitida por nuestro derecho, el cual ha postulado tradicionalmente el principio de que las personas pueden adquirir los créditos constituidos contra ellas mismas. Tal principio se encuentra sancionado aunque tácitamente por la Ley de Títulos ya que no existe en ella ningún precepto que obstaculice su aplicación.

Sin embargo, aunque dicha práctica es lícita no siempre resulta ventajosa para la sociedad, como por ejemplo la cotización de los títulos en bolsa resulta exageradamente alta en relación con el valor nominal de los mismos, de tal manera que la sociedad tenga que desembolsar cantidades superiores a las precisas para la amortización fuera de bolsa.

De acuerdo con nuestro derecho el crédito queda extinguido por confusión conforme al artículo 2206 del Código Civil, en atención a que se reúnen en una sola persona, esto es, la sociedad emisora, las calidades de acreedor y deudor del mismo crédito.

Conversión de Obligaciones en Acciones

Otra forma de pago indirecto es la conversión de las obligaciones en circulación, en acciones de la propia emisora. Esta práctica encuentra cabida en el sistema de nuestra ley y ha sido adoptada por importantes empresas industriales.

Gracias a la conversión de las obligaciones en acciones, la sociedad emisora obtiene las siguientes ventajas:

a) Su capacidad financiera resulta incrementada en proporción a la suma no reembolsada a los obligacionistas, ya que estará en aptitud de aplicarla a otros fines en consonancia -- con el objeto social: adquisición de nuevos activos fijos, incremento de capital de trabajo, consolidación de pasivos, etc.

b) Quedará eximida de la obligación de constituir reservas especiales para el pago de capitales e intereses.

c) Estará en posibilidad de liberar de gravámenes los bienes dados en garantía de la emisión. Esta liberación representa para la sociedad notables ventajas ya que podrá obtener con mayor facilidad créditos bancarios con el fin de financiar adquisición de activos.

d) Podrá ahorrar sumas de considerable cuantía derivadas del pago: de los seguros tomados por el valor de la emisión o del importe de las obligaciones en circulación (Art. -- 217 fracc. III L.G.T. y O.C.); y de los honorarios del representante común estipulados en el acta de emisión.

Por su parte, los obligacionistas gozarán de las siguientes ventajas con la conversión:

a) Tendrán derecho a participar de las utilidades de la sociedad en una proporción no sometida a un determinado porcentaje inscrito en los títulos, sino en relación al saldo de

las utilidades distribuibles que arroje el balance anual. Esta ventaja puede ser muy considerable en el caso de que se trate de una empresa próspera, capaz de acumular en breve lapso - notables utilidades distribuibles, en atención a que éstas pertenecen íntegras a los socios, una vez constituida la reserva legal, reservas estatutarias, y pagados los impuestos, amortizaciones, intereses y honorarios de los miembros del consejo de administración.

b) Participarán en la dirección de los negocios sociales por medio de su asistencia y voto en las asambleas de la sociedad.

Los obligacionistas, en cambio sufrirán las siguientes desventajas con motivo de la conversión:

a) Perderán el derecho a obtener el pago de intereses, expresados en un por ciento fijo. Esta desventaja será muy sensible en el caso de que la empresa recienta pérdidas que le impidan distribuir utilidades a los socios o le permitan solamente una distribución de cuantía reducida, en relación con el nivel de intereses devengados anteriormente a los antiguos obligacionistas.

b) Perderán el derecho a recuperar a un plazo determinado la suma proporcionada a la sociedad en virtud de la suscripción y pago de las obligaciones. Como accionistas, deberán esperar hasta la disolución y liquidación de la sociedad para rescatar el capital aportado a menos de que logren trans-

mitir la tenencia de sus acciones previamente, por vía de colocación privada.

c) Perderán asimismo su categoría de acreedores de la sociedad, con facultades para hacer efectivo su crédito contra la misma con relación al pago de dividendos a los accionistas.

d) Finalmente, en caso de disolución de la sociedad, -, perderán su derecho a recibir, con prioridad a los socios, las sumas pagadas a la sociedad, con cargo a los remanentes de la liquidación.

5.2.7. Amortización Normal y Anormal

El caso común y corriente es la amortización de la emisión en los términos indicados en el acta respectiva, ya sea - que se verifique en fecha determinada, indeterminada, a la par, con prima, etc. Sin embargo, circunstancias supervinientes a la emisión pueden imposibilitar a la empresa para cumplir sus compromisos con la masa de tenedores, tales como las que la -- conducen a la quiebra, a la disolución anticipada así como las que se someten al procedimiento de ejecución forzosa. Constituyen, por lo tanto formas de amortización normal las indicadas en primer término y formas de amortización anormal las señaladas en segundo lugar.

C A P I T U L O VI

COSTO DE CAPITAL

En este capítulo consideramos muy importante determinar el Costo de Capital de la Emisión de Obligaciones, dada la importancia que reviste el concepto de Costo de Capital como factor decisivo para la adopción de alternativas financieras para la empresa.

El costo se limita a los intereses fijos que se pagan a los obligacionistas, ya que no tienen derecho a participar en las utilidades de la empresa. La Ley del Impuesto sobre la Renta, autoriza la deducción de los intereses, así como los gastos en que incurre la empresa durante la emisión y colocación de las obligaciones, para efectos del pago del impuesto.

6.1. CONCEPTO

El C. P. Gerardo Fco. Ortíz Valero define el Costo de Capital como "La tasa de retorno que se necesita para justifi-

car el uso del capital en un proyecto determinado".

Según Myron Gordon "El Costo de Capital de una empresa, es aquella tasa de descuento que reúne la propiedad de que una inversión con una rentabilidad interna superior o inferior a esa tasa aumentará o reducirá el valor de una empresa".

Otros autores definen el Costo de Capital como sigue:

- a) "La tasa mínima de rendimiento requerida sobre proposiciones que usen fondos de capital".
- b) "La tasa de aceptación de las inversiones de capital".
- c) "La tasa límite o "meta" de rendimiento que debe sobrepasarse si está justificado el uso de capital".
- d) "El estándar financiero".

De lo anterior se deduce que el Costo de Capital, es la tasa de rendimiento que debe obtener una empresa sobre sus proyectos, y esto se explica de la siguiente manera: si la tasa de rendimiento está por debajo del Costo de Capital, disminuye el valor de la empresa, pero si ésta es superior aumenta el valor de la misma; por lo tanto, la aceptación debe ir de acuerdo al objetivo de la empresa, que es maximizar el valor de la inversión.

6.2. METODOS PARA DETERMINAR EL COSTO DE CAPITAL DE LAS OBLIGACIONES.

Para poder determinar el costo de capital de la emi---

sión de obligaciones existen dos métodos: Uno preciso, y el -- otro aproximado, mismos que explicaremos detalladamente a continuación:

6.2.1. Método Preciso

En este método. se aplica el concepto de valor presente para determinar el costo o tasa real de las obligaciones, considerando el valor del dinero en función del tiempo.

FORMULA:

$$V_p = \frac{1}{(1 + i)^n} \times V_f$$

De donde:

V_p = Valor presente

i = Tasa de interés

n = N° de años

V_f = Valor futuro

El valor de $\frac{1}{(1 + i)^n}$ se puede obtener sustituyendo los valores "n" e "i", pudiendo obtener el valor presente de una cantidad, o bien el valor presente de una anualidad -- (Usar tablas de valor presente correspondientes en el Apéndice "A") al multiplicar el factor encontrado en las tablas por la cantidad que se tiene como dato.

EJEMPLO:

Una empresa decide llevar a cabo una emisión de obliga

ciones por la cantidad de \$ 1'000,000.00, con los siguientes -
datos:

Monto de la emisión	\$ 1'000,000
Nº de obligaciones emitidas	1000
Valor nominal de cada obligación	\$ 1,000
Valor de mercado	\$ 970
Gastos de la emisión y colocación	\$ 20,000
Vigencia de la emisión	10 años
Tasa de interés	14 %

Esta empresa desea conocer cuál va a ser el costo de -
la emisión y de acuerdo con este método, deberá encontrar la -
tasa que aplicada al valor de las obligaciones e intereses, la
suma de ambas a valor presente, sea igual al producto neto.

Así pues, tenemos que:

$$i = 14\% = 1'000,000 \times 14\% = \$ 140,000$$

$$n = 10 \text{ años}$$

$$V_f = 1'000,000$$

$$\begin{aligned} \text{Producto neto} &= \$ 950,000 \quad (1'000,000 - 30,000 = 970,000 \\ &\quad - 20,000 = 950,000) \end{aligned}$$

Aplicando la fórmula de valor presente al 14%, obtene-
mos el siguiente resultado:

$$\begin{aligned} V_p \text{ de } \$1'000,000 \text{ al } 14\% \text{ en } 10 \text{ años} &= (0.270 \times 1'000,000) \\ &= \$270,000 \end{aligned}$$

(TABLA 1)

$$\begin{aligned} \text{Vp de } \$140,000 \text{ al } 14\% \text{ en } 10 \text{ años} &= (5.216 \times 140,000) = \\ &= \underline{\underline{\$ 730,000}} \quad (\text{TABLA 2}) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Sumando: } &\$ 270,000 \\ &\underline{\quad 730,000} \\ &\underline{\underline{\$ 1'000,000}} \end{aligned}$$

Se puede observar que el resultado no es igual al producto neto que recibirá la empresa por lo tanto, el 14% no es la tasa real que le va a costar a la empresa esta emisión, así pues, aplicando una tasa mayor el resultado será menor al anterior.

Ahora se aplicará el 15%

$$\begin{aligned} \text{Vp de } 1'000,000 \text{ al } 15\% \text{ en } 10 \text{ años} &= (0.247 \times 1'000,000) \\ &= \underline{\underline{\$247,000}} \quad (\text{TABLA 1}) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Vp de } \$140,000 \text{ al } 15\% \text{ en } 10 \text{ años} &= (5.019 \times 140,000) \\ &= \$ 702,660 \quad (\text{TABLA 2}) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Sumando: } &\$ 247,000 \\ &\underline{\quad 702,660} \\ &\underline{\underline{\$ 949,660}} \end{aligned}$$

El resultado se acerca al producto neto; por lo tanto, la tasa que buscamos se encuentra entre el 14% y el 15%, pero como se desea para efectos de este método la tasa exacta, pro-

cederemos a interpolar, usando la siguiente fórmula:

$$\text{Tasa real} = T_m + \frac{(V_n - P_n) (TM - T_m)}{V_n - RC}$$

De donde:

T_m = Tasa menor

V_n = Valor nominal

P_n = Producto neto

TM = Tasa Mayor

RC = Resultado más cercano al producto neto después de encontrar entre qué tasas se encuentra.

Sustituyendo:

$$\begin{aligned} \text{Tasa Real} &= 14\% + \frac{(1'000,000 - 950,000) (15\% - 14\%)}{1'000,000 - 949,660} \\ &= 14\% + \frac{(50,000) (1)}{50,340} \\ &= 14\% + \frac{50,000}{50,340} \\ &= 14 + .99 \\ &= \underline{\underline{14.99\%}} \end{aligned}$$

Puesto que deseamos que el costo de capital de la emisión se refleje en una tasa después de impuestos, debemos ajustar la tasa de interés antes de impuestos, calculada para que refleje el hecho de que los intereses presentan gastos deducibles de impuestos.

Si suponemos que la empresa liquida el impuesto a la -
tasa del 50% (42% de ISR y 8% de Participación de Utilidades),
el costo de la emisión después de impuestos será:

$$0.50 \times 14.99\% = \underline{\underline{7,495\%}}$$

Este ajuste supone que la empresa está obteniendo una-
utilidad, pues sólo así el gasto por interés habrá de disminuir
el pago de impuestos.

6.2.2. Método Aproximado

Para desarrollar correctamente este método debemos to-
mar en cuenta cuatro elementos que son básicos:

1. Determinar el valor neto recibido por obligación --
(producto neto)
2. La cantidad promedio que se tendrá disponible en el
plazo de la emisión.
3. La cantidad anual ajustada que se tiene que liqui--
dar por obligación.
4. El efecto del Impuesto sobre la Renta.

Para facilitar el cálculo del Costo de Capital por el-
método aproximado existe una fórmula muy sencilla:

$$\text{Tasa aproximada: } \frac{\frac{I + V_n - B}{n}}{\frac{B + V_n}{2}}$$

De donde:

- I = Importe de los intereses que se pagan por obligación.
- Vn = Valor Nominal
- B = Valor neto recibido por obligación (producto neto)
- n = Vigencia de la emisión

Para ilustrar dicha fórmula, a continuación desarrollamos el mismo ejemplo empleado para el método preciso, pero ahora con el método aproximado.

Contamos con los siguientes datos:

Monto de la emisión	\$ 1'000,000
N° de obligaciones emitidas	1,000
Valor nominal de cada obligación	\$ 1,000
Valor de mercado	\$ 970
Gastos de emisión y colocación	\$ 20,000
Vigencia de la emisión	10 años
Tasa de interés	14%

Sustituyendo:

$$140 + \frac{\frac{1000 - 950}{10}}{\frac{950 + 1000}{2}} = \frac{145}{975} = 14.87 \%$$

Tasa aproximada: 14.87 %

Para apreciar mejor el ejemplo anterior, a continuación lo desarrollaremos paso a paso:

1. Determinación del Valor Neto recibido (Producto Neto)

Valor de mercado X N° de obligaciones

$$\$ 970 \quad \times \quad 1000 \quad = \quad \$ \quad 970,000$$

Menos:

Gastos de emisión y colocación 20,000

Valor neto recibido \$ 950,000

Valor neto recibido por obligación

$$\frac{950,000}{1,000} = \$ 950$$

2. Cantidad promedio en el plazo de la emisión

Valor recibido por obligación \$ 950

Valor a liquidar por obligación 1,000

$$\$1,950 \div 2 = \underline{\underline{\$ 975}}$$

3. Cantidad a liquidar anualmente por obligación

Intereses a pagar por obligación \$ 140

Parte proporcional de gastos de emisión y colocación

Total de gastos \$ 20,000
1,000

Asimismo, haremos el ajuste de la tasa obtenida antes de impuestos, tomando en cuenta el efecto del I.S.R.

$$0.50 \times 14.87\% = \underline{\underline{7.435\%}}$$

Después de conocer el costo real obtenido con ambos métodos, se observa que la tasa de interés es menor a la que pagará la empresa a los obligacionistas por lo que sería conveniente optar por este tipo de financiamiento.

de inscripción en el Registro Público de la Propiedad y del Comercio, etc. Igualmente si las obligaciones tienen alguna característica definitiva debe hacerse notar en las cuentas, tales como "hipotecarias", "avaladas", etc. Lo mismo debe hacerse en aquellos casos en que el emisor haya efectuado emisiones con anterioridad distinguiendo las sucesivas emisiones con los porcentajes de interés que devenguen los títulos así como la indicación del año de vencimiento.

Por ejemplo: Obligaciones hipotecarias 8% 1971; Obligaciones prendarias 9% 1972, etc.

Cuando la emisión de obligaciones sea con garantía de valores dados en prenda, se correrá además el asiento respectivo en cuentas de orden como sigue:

Cargo a:

Valores dados en garantía de
obligaciones emitidas

\$

Abono a:

Garantía en valores por
obligaciones emitidas

\$

7.2. GASTOS INICIALES

Por lo que se refiere a los gastos iniciales de la emisión, puede correrse el siguiente asiento:

Cargo a:

Gastos de emisión de
obligaciones

\$

Abono a:

Caja o Bancos

\$

La cuenta utilizada para el registro anterior será de "Cargos Diferidos" y se amortizará durante el plazo de la emisión.

Los demás gastos que se presenten con motivo de la emisión, en forma normal cada año, se cargarán a los gastos de operación para que sean absorbidos por los resultados del ejercicio correspondiente.

7.3. COLOCACION EN FECHA DE VENCIMIENTO DE CUPON

Si se trata de obligaciones que deben ser redimidas a la par, los asientos a correr, al momento de su colocación, en forma directa y suponiendo además que esa fecha coincida con vencimiento de cupón, serían los siguientes:

- A LA PAR

Cargo a:

Caja o Bancos

\$

Abono a:

Obligaciones emitidas

\$

Cargo a:

Emisión de obligaciones

\$

Abono a:

Obligaciones en Circulación

\$

- BAJO LA PAR

Cargos a:

Caja o Bancos \$

Descuento en colocación de
obligaciones \$

Abono a:

Obligaciones emitidas \$

Cargos a:

Emisión de obligaciones \$

Abono a:

Obligaciones en circulación \$

- SOBRE LA PAR

Cargos a:

Caja o Bancos \$

Abono a:

Primas en colocación de
obligaciones emitidas \$

Cargos a:

Emisión de obligaciones \$

Abono a:

Obligaciones en circulación \$

Aunque hasta hoy parece no acostumbrarse, es lógico su poner que en aquellos casos en que el valor de redención de -- las obligaciones sea sobre la par, cada vez que se pongan en - circulación debe correrse además un asiento complementario que registre por un lado el costo diferido incluido en el título,-

constituido por la prima en amortización y, por otro lado, el pasivo a cargo del emisor por la misma, que debe liquidarse al vencimiento del título junto con su valor nominal.

El asiento podría ser como sigue:

Cargo a:

Prima por amortización de obligaciones sobre la par

\$

Abono

Amortización de obligaciones sobre la par

\$

Nos inclinamos por no llevar el registro del pasivo originado por la prima de amortización sobre la par, a la cuenta "Obligaciones en Circulación" que registró el valor nominal de los títulos, sino a una cuenta especial acreedora complementaria de pasivo, en virtud de que resulta más claro con ese procedimiento y se consigue en esa forma adaptarse a las disposiciones legales establecidas en el sentido de que las obligaciones deben tener un valor de \$100.00 o múltiplo, mismo requisito que no se cumpliría de no efectuarse el registro de la manera apuntada.

De presentarse el inusitado caso de obligaciones amortizables bajo la par, procedería igualmente un asiento que registre esta situación como sigue:

Cargo

Amortización de Obligaciones bajo la par \$

Abono

Descuento en amortización de

obligaciones bajo la par \$

Algunos contadores consideran que es más correcto el - registro de ese descuento no haciendo la separación arriba indicada, sino llevando a la cuenta "Obligaciones en Circulación" el importe neto del pasivo contratado, que se compondría por el valor nominal de los títulos menos el descuento correspondiente.

7.4. INTERESES Y RENDIMIENTOS ADICIONALES:

Por lo que respecta al registro de los intereses devengados por las obligaciones en circulación, cada fecha de vencimiento de cupón debe correrse el siguiente asiento.

- 1 -

Cargo

Gastos Financieros \$

Abono

Cupones por pagar \$

Al hacer la liquidación de los intereses acumulados el asiento a correr quedaría como sigue:

- 2 -

Cargo

Cupones por pagar	\$
Abono	
Caja o Bancos	\$

En aquellos casos en que se formulen estados financieros por períodos menores de los que comprenden el plazo entre cupón y otro y se deseen registrar los intereses ya devengados, el asiento puede ser:

- 3 -

Cargo	
Gastos Financieros	\$
Abono	
Intereses Acumulados no vencidos por pagar	\$

Este asiento se correría periódicamente hasta llegar a la fecha de vencimiento del cupón.

En ese momento, se haría el traspaso como sigue:

- 4 -

Cargo	
Intereses Acumulados no vencidos por pagar	\$
Abono	
Cupones por Pagar	\$

Este último asiento substituiría al primero ya indicado y, por lo tanto, al hacerse la liquidación de los intereses pro

cedería correr otro asiento para registrar ese hecho, tal como se hizo en el número dos.

De pactarse rendimientos adicionales y en virtud de -- que los mismos se determinan para regla general en función de las utilidades o de otras circunstancias especiales no es posible registrarlos con exactitud antes de disponer de esa información.

De conocerse la base para el cálculo de los rendimientos adicionales, el asiento a correr sería el siguiente:

Cargo		
Gastos Financieros		\$
Abono		
Rendimientos Adic. por pagar		\$

Si, a pesar de no conocerse la base para el cálculo se quiere efectuar su registro en forma estimada, el asiento sería como sigue:

Cargo		
Gastos Financieros		\$
Abono		
Rendimientos adicionales estimados por pagar		\$

Este asiento puede correrse no solamente al fin de -- ejercicio sino en los períodos intermedios que se desee.

Al obtenerse en definitiva la base para los rendimientos adicionales, se haría un traspaso como sigue:

Cargo

Rendimientos adicionales Est. por pagar \$

Abono

Rendimientos adicionales

por pagar

\$

Al efectuarse la liquidación de estos rendimientos el asiento a correr sería:

Cargo

Rendimiento Adic. por pagar \$

Abono

Caja o Bancos

\$

7.5. DESCUENTO Y PRIMA EN COLOCACION

No debe olvidarse que tanto el descuento como la prima en colocación de obligaciones viene siendo una modificación al costo financiero de las mismas, aumentándolo en el primer caso y disminuyéndolo en el segundo; lo mismo podríamos decir por lo que respecta a la prima por amortización y al descuento en amortización, caso este último muy poco probable que llegue a presentarse.

Considerando el descuento en la colocación de obligaciones como un complemento del interés devengado por los títulos, debe establecerse el asiento que registre periódicamente-

esa cantidad haciendo el traspaso correspondiente a la cuenta de resultados respectiva.

Basándonos en el principio de que las pérdidas se registran desde el momento en que se conocen, puede llevarse el descuento directamente a los resultados en un solo cargo al momento de concederse o celebrarse la operación; este procedimiento quizá pueda utilizarse por razones mas bien prácticas cuando el descuento sea de poca consideración y su registro en esa forma no altere de manera sustancial los resultados del ejercicio correspondiente; pero tratándose de cantidades que puedan desvirtuar esos resultados, se adoptan como aceptable y, desde luego, como técnicamente más correcta, una distribución de ese costo complementario en el número de ejercicios que abarca el plazo hasta el vencimiento de los títulos.

Siendo este último criterio existen dos procedimientos para hacer esa distribución: uno, es el de dividir el importe del descuento entre el número de ejercicios que faltan para el vencimiento, aplicando a cada uno de ellos cantidades iguales y, naturalmente, si se desea dentro de cada ejercicio puede hacerse aplicaciones por periodos menores en forma proporcional. Este método recibe el nombre de "Método Práctico o Aritmético".

El otro procedimiento, llamado "Matemático o Científico" consiste en hacer la distribución del descuento tomando como punto de partida la fórmula para el "fondo de amortización" que se basa en el interés compuesto, como lo vimos anteriormente.

En estas circunstancias, la cuenta "Descuento en Colocación de Obligaciones" se consideran como de cargos diferidos.

Al determinar las cantidades periódicas que deben llevarse a resultados se efectuaría el siguiente traspaso:

Cargo

Gastos Financieros

§

Abono

Descuento en colocación

de obligaciones

§

Es conveniente aclarar que para efectos fiscales, la Ley del Impuesto sobre la Renta acepta que los documentos en colocación de obligaciones se carguen a los resultados de las empresas distribuyéndolos en el número de ejercicios que abarque el plazo de la emisión, sin especificar el procedimiento que deba seguirse para ese respecto.

Por lo que respecta al tratamiento de la prima en colocación de obligaciones al igual que tratándose del descuento se acostumbra aplicar su importe total al ejercicio en el cual se obtiene, considerándose en ese caso la cuenta en que se efectúe un registro como de resultados, teniéndose presente igualmente las observaciones que se hicieran al hablar del descuento.

Si se decide distribuirla en los ejercicios que abarca el plazo de la emisión la cuenta mencionada sería de "Créditos

Cargo

Gastos Financieros (Prima en amortización de obligaciones) §

Abono

Primas por Amortizar s/par §

La cuenta "Primas por Amortización de Obligaciones sobre la par" será de cargos diferidos y la cuenta "Amortización de Obligaciones sobre la par" será de pasivo y se presentará como complementaria de la cuenta "Obligaciones en Circulación" que registra los títulos aún no vencidos, dentro de los cuales puede hacerse la clasificación de circulante fijo. La parte de la prima por los títulos vencidos, o que por alguna otra -- circunstancia deban ser liquidados (sorteados por ejemplo) registrada en la cuenta "Amortizaciones por Pagar".

En relación con el "Descuento en Amortización de Obligaciones Bajo la Par", caso que difícilmente como ya se dijo, se presenta, pero que teóricamente aunque sea en forma pasajera debemos tratar, puede aplicarse el mismo mecanismo empleado para la "Prima en colocación de Obligaciones", haciendo el cambio correspondiente de las cuentas a usar; sin embargo, y con base en un criterio conservador, sería aconsejable que de encontrarse con un problema de este tipo en la práctica, se registraré el descuento llevándose a resultados al momento de -- realizarse, o sea, hasta la amortización de los títulos, teniendo presente en todo caso las condiciones establecidas para el descuento.

Debe hacerse el registro periódico, el asiento de traspaso a correr sería:

Cargo

Descuento en Amortiz. de Oblig.

bajo la par \$

Abono

Gastos Financieros \$

La primera cuenta sería considerada como de "Créditos Diferidos" y la de "Amortización de Obligaciones bajo la par". deudora, como complementaria de pasivo. La parte del descuento por los títulos vencidos o que por alguna otra circunstancia deban liquidarse (sorteados por ejemplo) registrada en la cuenta "Amortización de Obligaciones bajo la par", se traspasa a la cuenta "Obligaciones en Circulación" en un asiento combinado con "Obligaciones por pagar" como después se verá al tratar el registro del pago de capital.

7.7. COLOCACION ENTRE FECHAS DE CUPON

Como se aclaró al principio de este capítulo, en los ejemplos anteriores se ha supuesto que la colocación de obligaciones se ha efectuado en una fecha de vencimiento de cupones, en cuyo caso se ha presentado el problema de considerar los intereses devengados y por devengar del cupón corriente, o sea, de aquél cuyo plazo está corriendo al realizarse la operación.

Pero en la vida de los negocios las operaciones de com

para venta de títulos no siempre se llevan a cabo coincidiendo con las fechas de vencimiento de los cupones, sino que con frecuencia, y esto es lo más común, aquéllas se efectúan en fechas intermedias comprendidas entre dos vencimientos. Es entonces cuando existe la necesidad de resolver el problema originado por los intereses relativos al cupón que está corriendo, parte de los cuales ya se encuentran devengados, estando el título todavía en poder del emisor, faltando sólo el transcurso del tiempo para que llegue a su vencimiento ese cupón a través del cual el tenedor del título que lo adquiere puede cobrar los intereses por el período completo.

Estamos suponiendo, desde luego, que el emisor tratará de cobrar al inversionista, independientemente del precio del título, los intereses del cupón corriente que no se consideran incluidos en la cotización dada, ya que de otra manera no habría problema que resolver, a menos que sea, desde el punto de vista de la contabilidad, la separación que del precio de colocación de las obligaciones debe hacerse por los intereses devengados acumulados en el cupón corriente para determinar así el precio verdadero de colocación de los títulos, ya que los intereses acumulados tendrán que reintegrarse al inversionista al llegar el vencimiento del cupón de que se trate.

En las circunstancias anteriores, nos encontramos la siguiente situación, el emisor no tiene por qué cubrir los intereses de la fecha de iniciación del cupón corriente a la fecha de colocación de la obligación o título correspondiente, -

pero si tiene el deber de cubrirlos de esa fecha en adelante.

Ahora bien, como el cupón no es divisible y debe pagarse totalmente a su vencimiento, al efectuar colocaciones de títulos en fechas intermedias como se viene diciendo, el emisor puede resolver el problema de dos maneras:

a) Cobrando al inversionista los intereses ya devengados incluidos en el cupón para liquidarle totalmente el importe del mismo a su vencimiento, en cuyo caso es lógico que el título principal debe entregarse con el cupón corriente adherido, desprendiendo naturalmente todos los de vencimientos anteriores.

b) Pagando al inversionista por adelantado, los intereses por devengar desde la fecha de la operación hasta la del vencimiento del cupón corriente desprendiendo en ese caso, el emisor, dicho cupón así como los vencimientos anteriores, antes de entregar el título.

Con el objeto de ilustrar la forma de resolver un problema de esta naturaleza que pudiera presentarse, a continuación nos valdremos de un ejemplo que facilite nuestro objetivo, en la inteligencia de que se supondrán corridos los asientos en cuentas de orden acostumbradas, así como que la amortización de las obligaciones se efectúa siempre a la par.

Sean 100 obligaciones con valor nominal de \$100.00 cada una emitidas el 1° de enero de 1970, con vencimiento a 10 años, tipo de interés 9% anual, pagaderos cada seis meses a --

través de cupones.

EJEMPLOS.

1. Colocación a la Par el 1° de mayo de 19__

A) El emisor cobra los intereses devengados incluidos en el cupón corriente que se encuentra adherido a los títulos.

- 1 - .

Cargo

Caja o Banco	\$ 10,300,00
Abono	
Obligaciones en circulación	\$10,000.00
Intereses acumulados no vencidos por pagar	300.00

En forma periódica, mensualmente, por ejemplo, hasta - llegar a la fecha del vencimiento del cupón:

- 2 -

Cargo

Gastos Financieros	\$ 75.00
Abono	
Intereses acumulados no vencidos por pagar	\$ 75.00

Al llegar el vencimiento del cupón.

- 3 -

Cargo

Intereses Acumulados no ven-
cidos por pagar

\$ 450.00

Abono

Cupones por pagar

\$ 450.00

B) El emisor paga por adelantado al inversionista los -
intereses por devengar por el cupón corriente: (mas bien descuent
ta del precio de la obligación esos intereses) desprendiendo -
el cupón corriente.

- 1 -

Cargo

Caja o Banco

\$9,850.00

Intereses pagados por adelantado

150.00

Abono

Obligaciones en Circulación

\$10,000.00

Periódicamente, hasta llegar al vencimiento del cupón -
corriente se correría el siguiente asiento:

- 2 -

Cargo

Gastos Financieros

\$ 75.00

Abono

Intereses pagados por adel.

\$ 75.00

II. Colocación a \$ 95.00 cada título (con descuento)

A) El emisor cobra los intereses devengados del cupón-corriente:

- 1 -

Cargo

Caja o Banco \$ 9,800.00

Descto. en Coloc. de Oblig. 500.00

Abono

Obligaciones en Circulación \$10,000.00

Ints. Acum. por pagar 300.00

Se repetirán los asientos A) 2 y 3 del punto 1.

B) El emisor paga al inversionista por adelantado los intereses no devengados del cupón corriente:

- 1 -

Cargo

Caja o Bancos \$ 9,350.00

Descto. en colocación de Oblig. 500.00

Ints. pagados por adelantado 150.00

Abono

Obligaciones en circulación \$10,000.00

Se repetirá el asiento 2 del punto 1-B.

III. Colocación de las mismas obligaciones a \$110.00- (con prima).

A) El emisor cobra los intereses devengados del cupón-

corriente:

- 2 -

Cargo

Caja o Banco	\$11,300.00
Abono	
Obligaciones en circulación	\$10,000.00
Primas en colocación de obligaciones	1,000.00
Ints. acumulados por pagar	300.00

B) El emisor paga al inversionista por adelantado los intereses no devengados del cupón corriente:

- 3 -

Cargo

Caja o Banco	\$10,850.00
Ints. pagados por adelantado	150.00
Abono	
Obligaciones en Circulación	\$10,000.00
Primas en coloc. de obligaciones	1,000.00

Se correría igualmente el asiento número 2 del punto - II (B)

Es de observarse que para el cálculo de los intereses devengados incluidos en el cupón corriente, se utilizó el procedimiento de interés simple por ser el más acostumbrado en estos casos, con la aclaración de que puede también hacerse por-

el método de interés compuesto.

7.8. PAGO DE CAPITAL

Cada vez que se llegue al vencimiento de los títulos - en circulación, se correrá un asiento de traspaso como sigue:

Si el valor de redención es a la par:

Cargo

Obligaciones en circulación	\$
-----------------------------	----

Abono

Obligaciones por pagar	\$
------------------------	----

Si el valor de la redención de los títulos es sobre la par, y se conoce el importe de la prima:

Cargo

Obligaciones en Circulación	\$
-----------------------------	----

Amortización de obligaciones sobre

la par	\$
--------	----

Abono

Obligaciones por pagar	\$
------------------------	----

Si el valor de redención es bajo la par:

Cargo

Obligaciones en Circulación	\$
-----------------------------	----

Abono

Amort. de obligaciones bajo la par	\$
------------------------------------	----

Obligaciones por pagar	\$
------------------------	----

Si, de acuerdo con las estipulaciones del contrato de emisión o por razones internas se ha venido constituyendo un fondo para la amortización de obligaciones, los asientos que deben haberse corrido desde un principio, pueden ser como sigue:

Al efectuarse cada pago al fondo:

Cargo

Fondo de amortización de obligaciones \$

Abono

Caja o Bancos \$

Al llegarse cada periodo de capitalización de los intereses que gane el fondo:

Cargo

Fondo Amortización de Obligaciones \$

Abono

Productos Financieros \$

Al liquidarse las obligaciones vencidas o sorteadas:

Cargo

Obligaciones por pagar \$

Abono

Caja o Banco, o Fondo de Amort.

de Obligaciones \$

Independientemente de lo anterior, debe correrse el asiento correspondiente en las cuentas de orden como sigue:

Cargo

Emisión de Obligaciones (C.O.)	\$
Abono	
Obligaciones emitidas (C.O.)	\$

De haber reducción de las garantías otorgadas debe correrse el asiento correspondiente para registrar ese hecho.

7.8.1. Presentación en el Balance

La presentación en el balance de las diferentes cuentas utilizadas es como sigue:

Fondo de Amortización de Obligaciones. Activo Fijo, -- normalmente.

Gastos de Emisión de Obligaciones o Costo de Emisión - de Obligaciones, Descuento en Colocación de Obligaciones y Prima por Amortización de Obligaciones sobre la par. Son cuentas de Cargos Diferidos y su saldo representa la parte por amortizar en lo que falta del plazo de los títulos.

Obligaciones por Pagar. Cuenta de pasivo circulante, - que registra el valor de los títulos cuya amortización ha sido decretada, ya sea porque se han vencido o por alguna otra circunstancia especial; incluye también, en su caso, la parte proporcional de la amortización sobre la par.

Cupones por Pagar. Rendimientos adicionales por pagar; Rendimientos Adicionales Estimados por pagar; Intereses Acumulados no vencidos por pagar. Como Pasivo a corto plazo, debien

do presentarse formando un solo grupo con "Obligaciones por --
Pagar".

Obligaciones en Circulación. Registra el valor de los títulos que no han vencido. Debe presentarse en pasivo a corto plazo por el importe de aquellos títulos que vengán o deban amortizarse en un plazo de un año a contar de la fecha del balance. Los de vencimiento mayor deben aparecer en Pasivo a -- largo plazo.

Amortización de Obligaciones sobre la par. Es cuenta-complementaria de pasivo debiendo presentarse aumentando la -- cuenta "Obligaciones en Circulación". Registra la prima de -- aquellos títulos que no han vencido.

Amortización de Obligaciones bajo la par. Es cuenta - complementaria de pasivo que se presenta reduciendo la cuenta- "Obligaciones en Circulación".

Primas en colocación de Obligaciones y Descuento en -- Amortización de Obligaciones bajo la par. Cuentas de Créditos Diferidos que representan la parte a distribuir en lo que falta para el vencimiento de los títulos en circulación.

Obligaciones Emitidas y Emisión de Obligaciones. Al -- pie del balance su saldo indica el valor de los títulos que no han sido colocados.

Valores dados en garantía de Obligaciones Emitidas. -
Al pie del balance.

7.9. LA INTERVENCION DEL CONTADOR PUBLICO

Por lo que se ha expuesto en este trabajo de investigación sobre la emisión de obligaciones, claramente se observa - que los conocimientos que el contador público posee lo hacen - la persona idónea para intervenir en algunos de los aspectos - del proceso, además, la ley por una parte y los acuerdos de la Comisión Nacional de Valores por otra, exigen en forma clara - que sea precisamente este profesional quien emita su opinión - en los balances que deben ser presentados por la emisora de -- obligaciones.

Trataremos de mencionar y analizar las razones de su - intervención, tanto desde el punto de vista de su preparación - profesional como de las diversas disposiciones legales.

En primer lugar sabemos que en la emisión de obligaciones una gran cantidad de personas físicas y morales están interesadas en conocer la situación económica y financiera de la - emisora así como los resultados de la misma, por lo tanto, están en juego los intereses colectivos formados por los inversionistas en general y los obligacionistas en particular, además el poder público a través de los órganos correspondientes, aquí es donde el contador público tiene la función de velar -- por los intereses de la colectividad.

Al realizar su trabajo profesional, el contador público, tiene que acudir necesariamente a los elementos que le proporciona en gran parte la misma empresa emisora, como son los-

estados financieros y los registros contables en general, independientemente de las investigaciones externas que de acuerdo con las circunstancias y los procedimientos técnicos aplicables, requiera para poder reunir la información sobre la cual basar su opinión. Naturalmente que los estados financieros -- elaborados por la propia emisora, que son el punto de partida para que el contador público inicie su trabajo pueden adolecer de fallas por diversas razones, no solamente de tipo técnico, -- sino por incapacidad de las personas que los hayan elaborado, -- o de naturaleza diversa, dependiendo a veces de factores o -- apreciaciones de tipo subjetivo que pueden implicar graves errores.

Por lo anterior y partiendo de la base de que la empresa emisora es la parte principal en la emisión de obligaciones, en su carácter de deudora, debe concluirse que la información que ella misma presenta, no puede tomarse en forma infalible -- por otras personas diferentes que tengan interés en la operación.

En estas circunstancias salta a la vista la necesidad de que un profesionista técnicamente preparado y con la independencia mental necesaria y la suficiente autoridad moral para opinar libremente sobre la situación de la empresa, juzgue sobre la veracidad o corrección de los estados financieros y datos que se presenten, dentro de lo que pueda considerarse como razonable, de tal manera que esta opinión pueda ser utilizada -- con las limitaciones lógicas como una garantía por quienes tengan relaciones con la empresa emisora.

C A P I T U L O

VIII

PRINCIPALES DIFERENCIAS ENTRE
LA COLOCACION DE OBLIGACIONES
Y ACCIONES

Por medio de la emisión de obligaciones, la empresa obtiene recursos de terceras personas a largo plazo. En la emisión de acciones, la empresa se financia con fondos de los socios.

8.1. EN LA EMISION

8.1.1. Actos preparatorios en la emisión

- a) Proyecto de la emisión.
- b) Balance que debe practicarse para preparar la emisión (dictaminado).
- c) Estudio técnico que debe elaborarse al efecto y que debe contener como mínimo:
 - Motivo de la emisión.
 - Plan de inversión del producto de la emisión.
 - Efectos financieros de la emisión en la emisora.

- Estudio del mercado de los productos de la misma.
- Capacidad de pago.
- d) Acta de Asamblea General Extraordinaria de accionistas que acordó la emisión.
- e) Acta de la sesión del Consejo de Administradores en que se hizo la designación de la persona o personas que deben suscribir la emisión.
- f) Relación de los bienes que constituyen la garantía.
- g) Certificación en el Registro Público de la Propiedad de los bienes dados en garantía.

Los actos preparatorios son los mismos para una emisión de obligaciones y para la emisión de acciones.

8.1.2. Trámites ante la Comisión Nacional de Valores para la Emisión de Obligaciones.

La sociedad emisora debe dirigirse por escrito a la Comisión Nacional de Valores, solicitando autorización para efectuar la emisión de obligaciones. La solicitud deberá ser firmada por la persona o personas designadas por el Consejo de Administración para suscribir la emisión.

OBLIGACIONES

- a. Proyecto del acta de emisión.
- b. Balance que se haya practicado para preparar la emisión, certificado por contador público.
- c. Estudio técnico.

- d. Acta de la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas que acordó la emisión.
- e. Acta de la sesión del Consejo de Administración en que se hizo la designación de la persona o personas que deben suscribir la emisión.
- f. Relación de bienes que constituyen la garantía.
- g. Certificación del Registro Público de la Propiedad sobre los bienes que constituyen la garantía.
- h. Nombres de los consejeros, y si es posible, tenedores de acciones de la sociedad, o en su defecto, copia de la lista de asistencia a última asamblea de accionistas.
- i. Informe que contenga las características de la emisión, así como tabla de amortización que corresponda.
- j. Descripción del giro de la emisora y objeto de la emisión, así como programa de la inversión.
- k. Balance general, y estado de pérdidas y ganancias certificados por contador público, relativos al ejercicio social inmediatamente anterior a la solicitud de registro, si ésta es presentada dentro de los seis meses al fin del año. Si la solicitud es posterior a ese plazo, los estados citados se presentaron por las operaciones correspondientes a fin del semestre próximo precedente.
- l. Relación que comprenda los últimos cinco ejercicios sociales o desde la fecha de establecimiento de la-

empresa si su antigüedad datare de menos tiempo, y contenga: -utilidad neta, dividendos pagados, reservas de capital y otras, emisiones efectuadas con la debida especificación del monto, plazo, interés, -- amortización, circulación y garantías, volumen y valor de la producción; partidas que la integran al - activo circulante; y detalle del activo fijo con expresión del sistema de depreciación seguido y los - cargos correspondientes.

Una vez hecho el estudio de los documentos señalados y efectuadas las investigaciones que proceden según el caso, la Comisión Nacional de Valores resolverá autorizando o no la emisión. En todo caso, ésta comunicará por escrito a la sociedad los términos del acuerdo respectivo.

ACCIONES

La documentación que debe acompañar a la solicitud de la emisión de acciones autorizada por la Comisión Nacional de Valores son los siguientes:

- a. Una copia debidamente autorizada del testimonio de la escritura constitutiva y sus reformas, si las hu**biere**.
- b. Nombre de las personas que forman el Consejo de Administración en funciones, con indicación de la fecha en que fueron designadas.
- c. Lista de accionistas asistentes a la última asam**blea** con indicación de la tenencia de acciones por-

cada uno de ellos y el total de las acciones representadas.

- d. Descripción del negocio a que se dedica la emisora.
- e. Balance general y estado de resultados con el informe de auditoría, dictaminados por contador público (con indicación de su número de cédula profesional), relativos al ejercicio social inmediato anterior a la solicitud de registro, si ésta es presentada dentro de los seis meses siguientes a fin del mismo, - si la solicitud es posterior a ese plazo, los estados contable citados se presentarán por las operaciones correspondientes al fin del semestre próximo precedente.
- f. Balance general y estado de resultados, correspondientes a los últimos cinco ejercicios.
- g. Detalle del activo con expresión del sistema de depreciación seguido y los cargos correspondientes.
- h. Volumen y valor de la producción, correspondientes a los últimos cinco ejercicios.
- i. Tenencia de valores, clases y títulos que lo formen.
- j. Aplicaciones dadas a las utilidades o pérdidas en - su caso, de los últimos cinco ejercicios, indicando los dividendos que hayan decretado y contra qué cupones se efectuaron los pagos. En todo caso deberá indicarse el último cupón adherido a las acciones.
- k. Emisiones efectuadas, con la debida especificación de monto, plazo, interés, amortización, circulariza

ción y garantía.

La solicitud que se envía a la Comisión Nacional de Valores deberá estar firmada por el director, administrador o representante de la sociedad solicitante. Los balances, estados de contabilidad y en general todos los datos contables que sean presentados, deberán acompañarse debidamente firmados por el contador público o funcionario respectivo de la empresa solicitante.

Si la empresa o sociedad solicitante tiene otros valores inscritos en el Registro Nacional de Valores, en ese caso, será necesario que la misma esté al corriente en el envío de la información anual y no se requerirá la remisión de los documentos que se señalan en los incisos anteriores, excepto se esté en el caso que se señala en la parte final del inciso e).

8.1.3. Requisitos para su inscripción en la bolsa.

OBLIGACIONES

El consejo de administración de la bolsa deberá nombrar un comité de inscripción cada año, que sea el encargado de dar trámites a las solicitudes de inscripción de valores.

El comité de inscripción estará formado por cinco miembros:

1. Un presidente que será el Gerente General de la Bolsa.
2. Un asesor contable que será un contador público.

3. Tres vocales con caracter de consejeros.

Las resoluciones del Comité las dará a conocer su presidente al secretario del consejo de administración, para que éste las incluya en el orden del día de las sesiones del mencionado consejo.

El asesor contable será el encargado de dar trámites a las solicitudes de inscripción, de acuerdo con el reglamento.

El comité de inscripción deberá reunirse cuantas veces juzgue necesario el presidente. Si en el transcurso de un mes no se reúnen, se deberá dar aviso al consejo de administración.

La resolución del comité de inscripción serán válidas con el voto de tres de sus miembros. Si asisten solamente cuatro de ellos, y en una decisión hay empate de votos, el presidente tendrá voto de calidad.

Las obligaciones del comité de inscripción serán las siguientes:

1. Dar recepción a las solicitudes de inscripción y -- formar con ellas un archivo adecuado, para que pueda ser fácilmente consultado.
2. Hacer un estudio de solicitud de inscripción y de los estados financieros.
3. Turnar al departamento legal los documentos legales (Reformas a la escritura constitutiva o de emisión,

si es que las hubiere; informe que rinde el consejo de administración a la asamblea de accionistas) presentados en la solicitud de inscripción, para que se haga un estudio de ellos.

4. Con base en los estudios de solicitud de inscrip---ción, estados financieros y documentos legales, deberá rendir un informe para ser presentados al consejo de administración de la bolsa, el cual deberá ser archivado posteriormente con el carácter de confidencial.
5. Publicar un prontuario de análisis financiero de empresas y de valores que faciliten la inversión.
6. Rendir informe al consejo de administración de las compañías que no hayan cumplido con las obligacio--nes requeridas, para que tomen las medidas pertinentes.
7. Imprimir las formas necesarias para que sirvan de -gufa al emisor, al formular solicitud de inscrip---ción.

Las solicitudes para la inscripción de obligaciones y demás valores (acciones) deben dirigirse al consejo de administración de la bolsa de valores correspondiente. Para poder obtener la inscripción se requiere el cumplimiento de las siguientes condiciones:

- a. Que el valor haya sido emitido por una empresa legalmente constituida.
- b. Que con la solicitud de admisión se acompañe un estado financiero de las empresas que hayan hecho la emisión, certificado por contador público.
- c. Que las empresas cuyos valores estén ya inscritos - en bolsa, informen anualmente de sus estados financieros mediante balance certificado por contador público, con especificación sobre pérdidas y ganancias (Art. 72 de la Ley General de Instituciones de Crédito).

Los requisitos de las obligaciones para su inscripción en la bolsa son los mismos para la inscripción de acciones, -- que mencionamos en el punto anterior.

8.2. EN LA COLOCACION

La función de colocación consiste en poner los valores emitidos, en manos del público inversionista. Esta operación se realiza por medio de la intervención de organismos especializados como son las casas de bolsa y las instituciones de crédito.

Debido a que esta labor es altamente especializada, en nuestro país no existen muchas empresas que se dediquen a ella. Como es difícil que las empresas puedan colocar los valores -- que emiten, es necesario que acudan a un colocador (intermediario entre la empresa emisora de los valores y el inversionista)

para que la emisión se realice en la forma más adecuada de - - acuerdo con los objetivos y necesidades de la empresa emisora.

8.2.1. Tipos de Colocación

- Compra en firme.
- Compra de resguardo.
- Colocación al mejor esfuerzo.

8.2.2. Colocación de Obligaciones

Compra en firme.

Es la transacción por medio de la cual el colocador recibe de las empresas los valores y entrega a ésta el importe - estipulado, que será menor al valor de oferta de los títulos.- La diferencia entre el precio de compra y el de venta es la comisión del colocador.

En este tipo de contrato el colocador compra el total- de los valores al emisor, y se compromete a vender a un precio previamente fijado y a entregar el importe al emisor en un plazo determinado. Es el tipo de colocación más comúnmente usado, pues el emisor se asegura de la obtención de los fondos para - realizar los planes previstos.

Compra de Resguardo

En esta operación, el colocador se compromete a comprar los valores de la emisión que la empresa no pueda vender por - otros canales, por ejemplo, la empresa puede ofrecer la emisión a los actuales tenedores de sus valores.

Este tipo de colocación se utiliza comúnmente cuando - los accionistas tienen "Derecho de suscripción" (privilegio concedido a los accionistas para comprar acciones, proveniente de un aumento de capital, en proporción a las acciones que poseen, y a un precio que, normalmente es el nominal o inferior al del mercado).

El colocador firma un contrato de resguardo cuando se compromete a comprar todos los valores de la nueva emisión que no suscriban los tenedores de los títulos antiguos. En esta - forma, el colocador le proporciona a la empresa una seguridad- de que recibirá la totalidad de los fondos que requiere, asu-- miendo la tarea de vender los valores que la empresa no pudo - colocar directamente.

Colocación al mejor esfuerzo

La empresa emisora sólo contrata al colocador para que éste realice su mejor esfuerzo para encontrar compradores a la emisión de valores. En este procedimiento, los colocadores reciben una comisión por los valores vendidos sin comprometerse- a comprar y distribuir el total de la emisión.

Si alguna parte de la emisión no es colocada, la empre- sa no puede hacer otra cosa que retirar esa parte de los valo- res no vendidos, habiendo fracasado la obtención de la totali- dad de todos los fondos deseados.

La colocación al mejor esfuerzo es utilizada por aque- llas empresas cuyos valores gozan de tal prestigio que su colo

cación no implica problemas. Asimismo, este tipo de contratos es preferido por los colocadores si la distribución es difícil o poca probable de realizar en su totalidad. Este sería el caso de las empresas nuevas o poco conocidas.

Este tipo de contrato es usado también cuando los valores son de carácter especulativo y el colocador no quiere afrontar el riesgo de quedarse con ellos o venderlos a bajo precio.

8.2.3. Colocación de Acciones

(Este tipo de colocación y sus pasos a seguir son los mismos, al igual que los tres tipos de colocación antes mencionados en la colocación de obligaciones que son: En firme, Resguardo y colocación al Mejor esfuerzo. Por lo consiguiente -- son los que se llevan a cabo para todos los tipos de emisión de títulos valores).

8.3. EN LOS DERECHOS QUE CONFIEREN

Estos derechos que se confieren a las emisoras o al tenedor de los títulos, se les llamará, en su caso, para los obligacionistas (INTERESES) y en su caso para los accionistas (DIVIDENDOS).

8.3.1. Intereses

Los intereses, el cual se le pagan a los obligacionistas estipulados por la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito que tanto en el acta de emisión como en los títulos se indique el término señalado para el pago de intereses y el lu-

gar de pago.

Pago de Intereses

El interés devengado por los títulos posee una relevancia fundamental en la emisión de obligaciones; pues constituye uno de los objetos del contrato entre la sociedad y el suscriptor del título. El otro objeto del contrato es la obtención del importe de las obligaciones suscritas.

Es palpable que estos dos objetos (interés e importe de la suscripción) son los que mueven, de un lado al inversionista y por el otro lado a la sociedad para poner en marcha el mecanismo de la emisión. Por conducto de ésta la sociedad persigue la captación de una suma, extraordinariamente importante para aplicar a sus fines específicos; y el inversionista la obtención de una renta periódica y de cuantía determinable previamente a la entrega de sus ahorros.

El pago de intereses puede hacerse en diversas formas: Puede seguirse el de hacer un solo pago anual o bien varios pagos anuales ya sea por semestre, trimestre o mensualidades vencidas. El método que se aconseja será el que resulta más cómodo para la emisora o el que a juicio de ésta resulte más atractivo para el tenedor de los títulos.

También la elección del lugar de pago de interés será determinado en base a la comodidad de la emisora y de los tenedores. La ley admite que se señalen varios lugares para el pago, y en caso de hacerse de esta manera, se entenderá que el -

tenedor podrá exigirlo en cualquier de los lugares señalados.- Puede elegirse como lugar la plaza en que se encuentra el domicilio de la sociedad emisora, y en el caso de que dicho domicilio resulte muy distante de los centros de población en donde se supone habita la mayoría de los tenedores, se señalan oficinas en dichos lugares.

Es más frecuente que se encomienden a una institución de crédito (que puede ser el representante común de los obligacionistas), que por medio de sus departamentos especializados efectúe el pago de los intereses de las obligaciones. Esto resulta más cómodo tanto como para la empresa como para los tenedores por las siguientes razones:

- a) Las sociedades emisoras se evitarán la molestia que implica la recepción y revisión de facturas de cupones y la elaboración de los cheques correspondiente al pago de los mismos a todos quienes lo presenten a cobro a la fecha de su vencimiento.
- b) La sociedad emisora tendrá la ventaja de que, a su vencimiento, el importe de los intereses de las - - obligaciones que emitió le será cargado en la cuenta de cheques que lleve con la institución de crédito con que efectuará el pago, por lo que deberá depositar con anticipación a la fecha de vencimiento una cantidad suficiente ya prevista por la misma -que alcance a cubrir el importe de los intereses-.

- c) El tenedor de las obligaciones recibirá el importe de sus intereses en forma puntual, ya que la institución de crédito que hará el pago efectuará el cobro a las empresas emisoras por cuenta del mismo.
- d) El tenedor de las obligaciones tendrá la facilidad de presentar a cobro sus cupones de intereses en -- cualquiera de las instituciones de crédito que hará el pago, y con esto evitarse el traslado hasta las oficinas de la sociedad emisora, si éste se encuentra lejos de su lugar de residencia.

8.3.2. Dividendos

Con el nombre de DIVIDENDOS se define el rendimiento - que perciben los accionistas de una sociedad de capital. Comúnmente se denomina así a las utilidades que las sociedades distribuyen entre los accionistas y socios, aún cuando legalmente debe denominarse "distribución de las utilidades" al ingreso - que perciben los socios de una sociedad de personas y "dividendo" a los ingresos que perciben los accionistas de una socie--dad de capitales.

El importe del dividendo es decretado por la asamblea general ordinaria de accionistas, para ser distribuido entre - el número de accionistas en circulación.

Pago de Dividendos

El pago de dividendo toma dos distintas modalidades: -

puede ser pagado en efectivo a los accionistas o en acciones de la misma empresa, o en su caso, con acciones de alguna filial o subsidiaria. Este tipo de dividendo es pagado por las empresas que deseen reinvertir las utilidades obtenidas para incremento y desarrollo del propio negocio.

El pago de dividendo puede hacerse de varias formas: puede hacerse solo un pago anual o varios pagos durante el año, ya sean semestrales o trimestrales, que importarán el total del dividendo decretado. La forma de pago será decretada también por la Asamblea General de Accionistas.

El lugar de pago de dividendos puede ser la plaza en que se encuentre el domicilio de la sociedad emisora o las oficinas de la misma.

También es frecuente que la empresa emisora utilice los servicios de una institución de crédito para el pago de los accionistas, por medio de sus departamentos especializados (el cual lo mencionamos en los incisos anteriores del pago de intereses de las obligaciones) o sea que las ventajas que se ofrecen tanto en el pago de dividendos son las mismas que en el pago de intereses.

8.4. VENTAJAS Y DESVENTAJAS

Analizando algunas ventajas y desventajas de uno u otros métodos de emisión encontramos que:

- Emisión de Obligaciones.- Este tipo de financiamien

to tiene la ventaja de que no implica de modo alguno la intervención de opiniones ajenas a la administración de la sociedad contra la desventaja de llevar a cabo necesariamente un programa de pagos para el rescate de las obligaciones emitidas, a su vencimiento, y esto significa una previsión lo más acertada posible de las condiciones económicas durante la vigencia de la emisión, normalmente diez años, - en cuyo lapso debido al fenómeno de los ciclos, habrá épocas en que necesariamente la empresa tendrá que afrontar la obligación de pagar, en condiciones que le resulten difíciles.

- La emisión de acciones para aumentar el capital tiene la desventaja de la casi indispensable (o inevitable) admisión de nuevos socios en las asambleas, - contra la ventaja de que los recursos obtenidos se quedarán formando parte del capital contable de la sociedad hasta su liquidación. También en algunos casos los socios fundadores podrán ir adquiriendo paulatinamente las acciones de los socios nuevos.

C A P I T U L O IX

CASO PRACTICO

A. PLANTEAMIENTO

La Empresa Nacional, S. A. dedicada a la producción y venta de "X" producto se encuentra ante la necesidad de obtener un financiamiento para incrementar su capacidad de producción, a fin de satisfacer la excesiva demanda del mercado.

Después de efectuar estudios de ingeniería industrial se determinó que no es factible incrementar la productividad a través de aumentar la eficiencia actual de trabajo para satisfacer la demanda, ante esto, la empresa tiene la necesidad de allegarse recursos para la adquisición de activo fijo de planta.

Se presentan dos alternativas de financiamiento:

Alternativa A.- Emisión de Obligaciones.

Alternativa B.- Emisión de Acciones Preferentes.

De las cuales la empresa optará por la que resulte más conveniente.

El objetivo fundamental de este caso práctico independientemente de sus limitaciones, es el de resolver satisfactoriamente el problema al que se enfrenta la empresa en la elección del tipo de financiamiento en el proyecto de inversión -- que presentamos a continuación:

B. PROYECTO DE INVERSION

La empresa con el objeto de continuar incrementando su participación en los mercados a los que concurre su producto, tiene un plan de inversión a largo plazo, tendiente a incrementar su capacidad productiva a través de la adquisición del siguiente equipo:

Maquinaria y Equipo (según detalle)	\$ 4'800,000.00
Gastos de Instalación	<u>200,000.00</u>
Importe de la Inversión	<u><u>\$ 5'000,000.00</u></u>

C. METODOLOGIA

A continuación presentamos la metodología seguida para el desarrollo de el caso práctico:

1. Presentación de estados financieros de 1981.
 - a) Estado de Posición Financiera
 - b) Estado de Resultados

2. Análisis e interpretación de la situación financiera de la empresa correspondiente al ejercicio 1981, con el objeto -- de determinar si las condiciones para adquirir un financiamiento son favorables (método de razones).
3. Presentación de las alternativas de financiamiento:
 - 3.1. Alternativa A.- Emisión de Obligaciones.
 - 3.2. Alternativa B.- Emisión de Acciones Preferentes.
4. Determinación del costo de capital de cada alternativa.
5. Datos relativos al ejercicio 1981 que servirán de base para la elaboración de los estados financieros proforma del ejercicio 1982.
6. Consideraciones para la elaboración de los estados financieros proforma.
7. Estados financieros proforma 1982:
 - 7.1. Alternativa A.- Emisión de Obligaciones.
 - a) Estado de posición financiera.
 - b) Estado de resultados.
 - 7.2. Alternativa B.- Emisión de Acciones Preferentes.
 - a) Estado de Posición Financiera.
 - b) Estado de Resultados.
8. Análisis e interpretación de la situación financiera proyectada para el ejercicio 1982, de acuerdo a la alternativa A- y a la alternativa B.
9. Costo ponderado de capital de cada una de las alternativas.
10. Conclusiones.

EMPRESA NACIONAL, S. A.

ESTADO DE POSICION FINANCIERA AL 31 DE DICIEMBRE DE 1981.

(Miles de pesos)

A C T I V O			P A S I V O		
<u>Circulante</u>			<u>A Corto Plazo</u>		
Caja y Bancos	1 718.7		Cuentas por Pagar	3 361.2	
Cuentas por Cobrar	3 941.0		Créditos Bancarios	<u>1 295.3</u>	4 656.5
Inventarios	<u>3 112.4</u>	8 772.1			
<u>F i j o</u>			<u>A Largo Plazo</u>		
Terreno		4 000.0			
Maquinaria y Equipo	4044.7				
Dep. Acum. M. y Eq.	<u>2797.8</u>	1 246.9			
Otros Activos Fijos	5754.2				
Dep. de otros A. F.	<u>2640.5</u>	<u>3 113.7</u>	8 360.6	Documentos por Pagar	<u>67.0</u>
<u>Diferido</u>					
Activos Diferidos	1 404.6				
Amortización A. D.	<u>293.8</u>	<u>2 110.8</u>			
				SUMA EL PASIVO	4 723.5
				CAPITAL CONTABLE	
				Capital Social	3 500.0
				Reserva Legal	798.4
				Reserva de Reinversión	825.5
				Aportaciones pend. de aplicar	201.9
				Resultados de ejerc. anteriores	1 603.7
				Resultados del Ejercicio	<u>1 580.5</u>
					<u>13 520.0</u>
SUMA EL ACTIVO		<u>\$ 18 243.5</u>		SUMAN PASIVO Y CAPITAL	<u>\$ 18 243.5</u>

EMPRESA NACIONAL, S. A.

ESTADO DE RESULTADOS DEL 1° DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DE 1981.

(Miles de pesos)

Ventas Netas	29 936.5	
Costo de Ventas	<u>17 607.6</u>	
Utilidad Bruta:		12 328.9
Gastos de Operación:		
Gastos de Venta	5 301.5	
Gastos de Administración	3 163.3	
Gastos Financieros	<u>546.9</u>	<u>9 011.7</u>
Utilidad en Operación		3 317.2
Otros Gastos y (Productos)		<u>156.2</u>
Utilidad Antes de I.S.R. y P.T.U.		3 161.0
I.S.R. (42%)		1 327.6
P.T.U. (8%)		<u>252.9</u>
Utilidad Neta:		<u>\$ 1 580.5</u>

2. ANALISIS DE LA SITUACION FINANCIERA ACTUAL.

En cuanto a la situación financiera de la empresa por el último ejercicio que corresponde a 1981, nos concretamos a aplicar las principales razones financieras presentadas a continuación:

I. Capacidad de pago y liquidez

$$\begin{aligned}
 \text{Indice de capacidad de pago} &= \frac{\text{Activo Circulante}}{\text{Pasivo Circulante}} \\
 &= \frac{\$ 8'772,146.30}{4'656,506.07} \\
 &= \underline{\underline{\$ 1.88}}
 \end{aligned}$$

La empresa tuvo en este caso \$ 1.88 de activo circulante para pagar cada \$1.00 de pasivo circulante lo que nos indica que la empresa tiene buena capacidad de pago.

$$\begin{aligned}
 \text{I.a) Capital de Trabajo} &= \text{Activo Circulante} - \text{Pasivo Circulante} \\
 4'065,640.27 &= 8'722,146.30 - 4'656,506.07
 \end{aligned}$$

El capital de trabajo obtenido nos representa el número de unidades monetarias provenientes del capital contable -- y/o pasivos a largo plazo, no inmovilizados en activos no circulantes.

$$\begin{aligned}
 \text{I.b.) Indice de liquidez} &= \frac{\text{Activo Circulante} - \text{Inventarios}}{\text{Pasivo Circulante}} \\
 &= \frac{8'722,146.30 - 3'112,440.00}{4'656,506.07} \\
 &= \underline{\underline{\$ 1.22}}
 \end{aligned}$$

Esto nos indica que la empresa dispone de \$1.22 de activo de rápida convertibilidad en efectivo para pagar cada peso de pasivo a corto plazo.

$$\begin{aligned}
 \text{I.c) Margen de Seguridad} &= \frac{\text{Capital de trabajo}}{\text{Pasivo Circulante}} \\
 &= \frac{4'065,640.27}{4'656,506.07} \\
 &= \underline{\underline{\$ 0.8731}}
 \end{aligned}$$

El margen de seguridad obtenido nos indica que es suficiente para cubrir el 87.31% del pasivo circulante.

II. Apalancamiento Financiero

$$\begin{aligned}
 \text{II.a) Índice de endeudamiento} &= \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Activo Total}} \\
 &= \frac{4'723,559.89}{18'243,535.41} \\
 &= \underline{\underline{25.89 \%}}
 \end{aligned}$$

Este porcentaje nos indica que la empresa tiene comprometidos sus recursos totales en un 25.89% con capital ajeno, y a su vez el 74.11% con capital propio.

II.b) Índice de apalancamiento financiero

$$\begin{aligned}
 \text{Índice de apalancamiento financiero} &= \frac{\text{Pasivo a largo plazo}}{\text{Capital Contable}} \\
 &= \frac{67,053.82}{13'519,975.52} \\
 &= \$ 0.0049 \text{ a } \$1.00
 \end{aligned}$$

En este caso la empresa utiliza un apalancamiento de - \$ 0.0049 en relación a la utilización de recursos propios.

II.c) Índice de capitalización.

$$\begin{aligned}
 \text{Ind. de Cap.} &= \frac{\text{Pasivo a Largo Plazo}}{\text{Pasivo a Largo Plazo} + \text{Capital Contable}} \\
 &= \frac{67,053.82}{67,053.82 + 13'519,975.52} \\
 &= \frac{67,053.82}{13'587,029.34} \\
 &= 0.0049 \\
 &= 0.49\%
 \end{aligned}$$

Este resultado indica que la empresa ha recibido el -- 0.49% del total de fondos a largo plazo, por no propietarios - de la empresa.

III. Capacidad productiva

III.a) Productividad de la Inversión.

$$\begin{aligned}
 \text{Prod. de la Inv.} &= \frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Activo Total}} \\
 &= \frac{29'936,504.47}{18'243,535.41} \\
 &= \$ 1.64
 \end{aligned}$$

La inversión del activo ha generado por cada peso de ac- tivo \$ 1.64 de ventas.

III.b) Productividad de la planta.

$$\begin{aligned}
 \text{Prod. de la Planta} &= \frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Activo fijo de planta}} \\
 &= \frac{29'936,504.47}{6'366,059.16} \\
 &= \$ 4.7025
 \end{aligned}$$

Por cada peso invertido en activo fijo de planta se ha obtenido una productividad de \$ 4.70.

IV. Capacidad de Rentabilidad

IV.a) Rentabilidad de la Inversión

$$\begin{aligned}
 \text{Rent. de la Inv.} &= \frac{\text{Ut. Antes de Imptos. e intereses}}{\text{Activo Total}} \\
 &= \frac{3'707,927.50}{18'243,535.41} \\
 &= \$ 0.2032
 \end{aligned}$$

Por cada peso de activo se ha obtenido 0.20 cts. de utilidad.

$$\begin{aligned}
 \text{IV. b) Rentabilidad del capital} &= \frac{\text{Ut. después de Impto. e Int.}}{\text{Capital Contable}} \\
 &= \frac{1'580,503.75}{13'519,975.52} \\
 &= 0.1169
 \end{aligned}$$

Por cada peso de los inversionistas, se ha obtenido -- 0.11 cts. de utilidad neta por lo que el índice de rentabilidad es del 11.69%.

3. PRESENTACION DE LAS ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO.

1. Alternativa "A". - Emisión de obligaciones.

Esta alternativa ofrece obligaciones quirografarias colocadas por medio de oferta pública los días 8 y 9 de enero de 1982 con las siguientes características:

- Fecha de emisión.- 10 de enero de 1982.
- Monto.- \$5'000,000.00 (cinco millones de pesos 00/100 M.N.)
dividido en cinco grupos de un millón de pesos c/u.
- Interés.- 18% anual.
- Plazo.- 6 años.
- Pago de interés.- Se causará a partir de la fecha de emisión, efectuándose los pagos en forma semestral.
- Amortizaciones.- En cuatro pagos semestrales a partir del -- séptimo semestre mediante sorteo. La empresa se reserva el derecho de anticipar las - amortizaciones.
- Representante común.- Banco Nacional de México, S. A.

2. Alternativa B. - Emisión de Acciones Preferentes.

Esta alternativa ofrece 5,000 acciones con valor nominal de \$1,000.00 c/u; estas acciones representan el 58.82% del capital social. El pago acordado de dividendos será del 20% - anual.

4. DETERMINACION DEL COSTO DE CAPITAL DE AMBAS ALTERNATIVAS.

a) Emisión de Obligaciones. - Con base en los datos -- ya proporcionados y considerando que los gastos de emisión y -

colocación ascienden a \$50,000.00 procedamos a la determinación del Producto Neto:

Producto Neto = Monto de la emisión - Pérdida por venta bajo - la par - Gastos de emisión y colocación.

$$\begin{aligned} \text{Producto Neto} &= 5'000,000.00 - 150,000.00 - 50,000.00 \\ &= \$ 4'800,000.00 \end{aligned}$$

Producto Neto por Obligación:

$$\begin{aligned} \text{Producto Neto por Ob.} &= \frac{4'800,000.00}{5,000.00} \\ &= \$ 960.00 \end{aligned}$$

Obtención de la tasa de costo de capital por el "METODO PRECISO"

Interés anual por obligación:

$$i = 5'000,000.00 \times 18\% = \frac{900,000.00}{5,000.00} = \$ 180.00$$

Al 18%

$$\begin{aligned} \text{Vp de } 1,000.00 \text{ al } 18\% \text{ en } 12 \text{ sem.} &= 0.137220 \times 1,000.00 = 137.22 \\ \text{Vp de } 180.00 \text{ al } 18\% \text{ en } 12 \text{ sem.} &= 4.79322 \times 180.00 = \underline{862.78} \\ &= \underline{\underline{1,000.00}} \end{aligned}$$

Al 19%

$$\begin{aligned} \text{Vp de } 1,000.00 \text{ al } 19\% \text{ en } 12 \text{ sem.} &= 0.124004 \times 1,000.00 = 124.04 \\ \text{Vp de } 180.00 \text{ al } 19\% \text{ en } 12 \text{ sem.} &= 4.61050 \times 180.00 = \underline{829.89} \\ &= \underline{\underline{953.93}} \end{aligned}$$

La tasa que buscamos se encuentra entre el 18% y el -- 19%, por lo que procedemos a interpolar:

$$\begin{aligned} \text{Tasa real} &= \frac{T_m + (V_n - P_n) (T_m - T_m)}{V_n - R_c} \\ &= \frac{18 + (1,000 - 960) (19 - 18)}{1,000 - 953.93} \\ &= 18 + \frac{(40) (1)}{46.07} \\ &= 18.86\% \end{aligned}$$

Tasa después de impuestos si suponemos que la tasa de impuestos es del 50%, el costo de las obligaciones después de impuestos será:

$$(0.50 \times 18.86\%) = 9.43\%$$

La tasa después de impuestos es tan solo de un 10.93%

b) Acciones preferentes

En esta alternativa los gastos de emisión y colocación ascienden a \$200,000.00.

$$\text{Fórmula: } k = \frac{D}{P_n} \quad \begin{array}{l} \text{(Dividendo anual)} \\ \text{(Producto Neto)} \end{array}$$

Determinación del producto neto:

Valor total de la emisión	Costo de la emisión	Producto Neto
\$5'000,000.00	\$200,000.00	\$ 4'800,000.00

$$K = \frac{5'000,000.00 \times 20\%}{4'800,000.00}$$

$$K = \frac{1'000,000.00}{4'800,000.00}$$

$$K = \underline{20.83\%}$$

Para la emisión de estas acciones, el costo real sería del 10.83% el cual para efectos de impuestos no se ajusta, ya que los dividendos a pagar se calculan en base a las utilidades después de impuestos.

5. DATOS RELATIVOS AL EJERCICIO 1981 QUE SERVIRAN DE BASE PARA LA ELABORACION DE LOS ESTADOS FINANCIEROS PROFORMA DEL EJERCICIO 1982.

	Unidades	Costo
Inventario inicial de Producción Terminada	5,000	\$ 1'480,000.00
Más:		
Producción	<u>65,000</u>	<u>19'240,000.00</u>
Suma	70,000	\$20'720,000.00
Menos:		
Venta	<u>59,485</u>	<u>17'607,560.00</u>
Inv. final de Produc. Terminados	<u>10,515</u>	<u>\$ 3'112,440.00</u>

6. CONSIDERACIONES PARA LA ELABORACION DE LOS ESTADOS FINANCIEROS PROFORMA

6.1. Incrementar la producción en un 43.46% en relación a 1981 (de 65,000 us. a 93,250 us.), lo que representa una producción

adicional de 28,250 us., lo anterior en base al estudio de mercado realizado, que define un pronóstico de ventas de 95,515 - unidades.

6.2. Incrementar en un 21.2% el precio de venta (de \$503.34 a \$610.00).

6.3. De acuerdo a los presupuestos de: materia prima, mano de obra y gastos indirectos, se considera un incremento en el costo unitario de producción de \$131.40 (de \$296.00 a \$427.40) el cual representa el 44.39%.

En base a las consideraciones antes expuestas se tienen los siguientes presupuestos:

PRESUPUESTOS DE VENTAS

Nº de Us.	Precio de venta c/u.	T o t a l
95,515	\$ 610.00	\$ 58'264,150.00

PRESUPUESTO DE PRODUCCION

Inv. Final de Prods. terminados deseado	8,250	us.
Más: Presupuestos de ventas	<u>95,515</u>	us.
SUMA	103,765	us.
Menos: Inv. inicial de productos terminados	<u>10,515</u>	us.
Presupuesto de Producción	<u><u>93,250</u></u>	us.

PRESUPUESTO DE COSTO DE PRODUCCION

Presupuesto de Producción	X	Costo unitario Estimado	=	Costo de Producción
93,250 us.	X	427.40	=	\$ 39'855,230.00

PRESUPUESTO DE COSTO VENDIDO

Inv. Inicial de producción terminada	\$ 3'112,440.00
Más: Costo de Producción	<u>39'855,230.00</u>
SUMA	42'967,670.00
Menos: Inventario final de prod. terminada	<u>3'526,066.00</u>
Presupuesto de Costo de lo Vendido	<u><u>\$ 39'441,604.00</u></u>

"EMISION DE OBLIGACIONES"

EMPRESA NACIONAL, S. A.

ESTADO DE POSICION FINANCIERA AL 31 DE DICIEMBRE DE 1982.
(ESTADO PROFORMA)

(Miles de pesos)

A C T I V O

Circulante

Caja y Bancos	1 660.6	
Cuentas por Cobrar	8 946.7	
Inventarios	<u>3 526.1</u>	14 133.4

F i j o

Terreno	4 000.0	
Const. en proceso	2 500.0	
Maquinaria y Equipo	8 844.7	
Dep. Acum. M. y E.	<u>3 682.3</u>	5 162.1
Otros Activos	<u>7 160.5</u>	
Dep. Acum. Otros Act.	<u>3 822.5</u>	3 338.0
Inversiones en Valores	89.0	
Depósitos Directos	<u>4.5</u>	15 093.9

Diferido

Gastos Diferidos	1 433.0	
Amortiz. Gtos. Diferidos	<u>365.4</u>	1 067.6
Gastos Anticipados	<u>171.6</u>	<u>1 239.2</u>

SUMA EL ACTIVO \$ 30 466.5

P A S I V O

Corto Plazo:

Cuentas por Pagar	7 691.9	
Créditos Bancarios	<u>945.3</u>	8 637.2

A Largo Plazo:

Documentos por Pagar	67.1	
Emisión de Obligaciones	<u>5 000.0</u>	5 067.1

Suma el Pasivo 13 704.3

CAPITAL CONTABLE:

Capital Social	8 500.0	
Reserva Legal	798.4	
Reserva de Reinversión	825.5	
Aport. Pend. de Aplicar	201.9	
Resultados de Ejerc. Anteriores	3 194.2	
Resultado del Ejercicio	<u>3 242.2</u>	<u>16 762.2</u>

SUMAN PASIVO Y CAPITAL \$ 30 466.5

"EMISION DE OBLIGACIONES"

ESTADO DE RESULTADOS POR EL PERIODO COMPRENDIDO DEL 1° DE ENE
RO AL 31 DE DICIEMBRE DE 1982.

(PROFORMA)

(Miles de pesos)

Ventas		\$ 58 264.1
Menos:		
Costo de Ventas		<u>39 441.6</u>
UTILIDAD BRUTA		18 822.5
Gastos de Administración	4 069.7	
Gastos de Venta	7 198.3	
Gastos Financieros	<u>1 070.2</u>	<u>12 338.2</u>
Utilidad antes de I.S.R. y P.T.U.		6 484.3
I.S.R. y P.T.U.		<u>3 242.1</u>
UTILIDAD NETA		<u><u>\$ 3 242.2</u></u>

"ACCIONES"

EMPRESA NACIONAL, S. A.

ESTADO DE POSICION FINANCIERA AL 31 DE DICIEMBRE DE 1982.

ESTADO PROFORMA

(Miles de pesos)

ACTIVO				PASIVO			
<u>Circulante</u>				<u>Corto Plazo</u>			
Caja y Bancos	2 560.6			Cuentas por Pagar	9 141.9		
Cuentas por Cobrar	8 946.7			Créditos Bancarios	<u>945.3</u>	10 087.2	
Inventarios	<u>3 526.1</u>	15 033.4					
 <u>F i j o</u>				 <u>A Largo Plazo</u>			
Terrenos	4 000.0			Documentos por Pagar		<u>67.1</u>	
Construcciones en Proceso	2 500.0						
Maquinaria y Equipo	8 844.7						
Deprec. Maq. y Eq.	<u>3 682.3</u>	5 162.4					
Otros Activos	7 160.5						
Deprec. de O. Activos	<u>3 822.5</u>	3 338.0					
Inversiones en Valores	89,0						
Depósitos Diversos	<u>4.5</u>	15 093.9					
 <u>Diferido</u>							
Gastos Diferidos	1 433.0						
Amort. Gtos. Diferidos	<u>365.4</u>	1 067.6					
Gastos Anticipados	171.6	<u>1 239.2</u>					
 SUMA EL ACTIVO							
		<u>\$ 31 366.5</u>					
				<u>CAPITAL CONTABLE</u>			
				Capital Social	13 500.0		
				Reserva Legal	798.0		
				Reserva de Reinversión	825.5		
				Aport. Pend. de aplicar	201.9		
				Resultados de Ejerc. Anter.	3 194.2		
				Resultado del Ejercicio	<u>2 692.2</u>	<u>21 212.2</u>	
				SUMA PASIVO Y CAPITAL			
						<u>\$ 31 366.5</u>	

"ACCIONES"

ESTADO DE RESULTADOS POR EL PERIODO COMPRENDIDO DEL 1° DE ENERO

AL 31 DE DICIEMBRE DE 1982.

PROFORMA

(Miles de pesos)

Ventas		58 264.1
Menos:		
Costo de Ventas		<u>39 441.6</u>
UTILIDAD BRUTA		18 822.5
Gastos de Administración	4 069.7	
Gastos de Venta	7 198.3	
Gastos Financieros	<u>170.2</u>	<u>11 438.2</u>
Utilidad antes de I.S.R. P.T.U. y Div.		7 384.3
Dividendos		1 000.0
I.S.R. y P.T.U.		<u>3 692.2</u>
UTILIDAD NETA		<u><u>\$ 2 692.2</u></u>

8. ANALISIS E INTERPRETACION DE LA SITUACION FINANCIERA PROYECTADA PARA EL EJERCICIO 1982. (ALTERNATIVAS "A" y "B")

CONCEPTO	RAZON	OBLIGACIONES	ACCIONES
I. Capacidad			
1. Capacidad de pago	= $\frac{\text{Activo Circulante}}{\text{Pasivo Circulante}}$	= $\frac{14'133.4}{8'637.3} = 1.64$	= $\frac{15'033.4}{10'087.3} = 1.49$
a) Capital de Trabajo	= Act. Circulante-Pasivo Circ.	$14'133.4 - 8'637.3 = 5'496.1$	$15'033.4 - 10'087.3 = 4'946.1$
b) Liquidez	= $\frac{\text{Act. Circulante-Inventarios}}{\text{Pasivo Circulante}}$	= $\frac{14'133.4 - 3'526.1}{8'637.3} = 1.23$	= $\frac{15'033.4 - 3'526.1}{10'087.3} = 1.14$
c) Margen de Seguridad	= $\frac{\text{Capital de Trabajo}}{\text{Pasivo Circulante}}$	= $\frac{5'496.1}{8'637.3} = 0.64$	= $\frac{4'946.1}{8'637.3} = 0.57$
II. Estructura Financiera			
1. Indice de Endeudamiento	= $\frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Activo Total}}$	= $\frac{13'704.4}{30'466.5} = 44.98\%$	= $\frac{10'154.4}{31'366.5} = 32.37\%$
2. Apalancamiento Financiero	= $\frac{\text{Pasivo a Largo Plazo}}{\text{Capital Contable}}$	= $\frac{5'067.1}{16'762.1} = 30.22\%$	= $\frac{67.1}{21'212.1} = 0.31\%$
3. Indice de deuda a capitalización total	= $\frac{\text{Pasivo a Largo Plazo}}{\text{Pasivo a L.P.+ Cap. Cont.}}$	= $\frac{5'067.1}{5'067.1 + 16'762.1} = 23.21\%$	= $\frac{67.1}{67.1 + 21'212.1} = 0.31\%$
III. Capacidad Productiva			
1. Productividad de la Inversión	= $\frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Activo Total}}$	= $\frac{58'264.2}{30'466.5} = 191.24\%$	= $\frac{58'264.2}{31'366.5} = 185.75\%$
2. Productividad de la Planta	= $\frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Activo Fijo de Planta}}$	= $\frac{58'264.2}{6'522.6} = 889.18\%$	= $\frac{58'264.2}{6'522.6} = 889.18\%$
IV. Capacidad de Rentabilidad			
1. Rentabilidad de la Inversión	= $\frac{\text{Ut. antes de Imp. e Int.}}{\text{Activo Total}}$	= $\frac{7'554.5}{30'466.5} = 24.80\%$	= $\frac{6'384.3}{31'366.5} = 20.35\%$
2. Rentabilidad del Capital	= $\frac{\text{Ut. Desp. de Int. e Imp.}}{\text{Capital Contable}}$	= $\frac{3'242.1}{16'762.2} = 19.34\%$	= $\frac{2'692.2}{21'212.2} = 12.69\%$

9. COSTO PONDERADO DE CAPITAL DE CADA UNA DE LAS ALTERNATIVAS

9.1). Alternativa A.- Emisión de Obligaciones

<u>Concepto</u>	<u>Valor Actual de Mercado</u>	<u>Tasa antes de Imptos.</u> %	<u>Tasa después de Imptos.</u> %	<u>Costo en pesos</u>
Obligaciones	4'850,000.00	18.86	9.43	\$457,355.00
Pasivo Bancario	<u>945,300.00</u>	23.00	11.50	<u>108,709.50</u>
	<u>5'795,300.00</u>			<u>\$566,064.50</u>

$$\text{Costo Ponderado} = \frac{566,064.50}{5'795,300.00} = 0.09767 = 9.77\%$$

9.2). Alternativa B.- Emisión de Acciones Preferentes

<u>Concepto</u>	<u>Valor actual de Mercado</u>	<u>Tasa antes de Imptos.</u> %	<u>Tasa después de Imptos.</u> %	<u>Costo en pesos.</u>
Acciones Pre-ferentes	4'850,000.00	20.83	20.83	\$1'010,255.00
Pasivo Bancario	<u>945,300.00</u>	23.00	11.50	<u>108,709.50</u>
	<u>5'795,300.00</u>			<u>\$1'118,964.50</u>

$$\text{Costo Ponderado} = \frac{1'118,964.50}{5'795,300.00} = 0.19308 = 19.31\%$$

10. CONCLUSIONES AL CASO PRACTICO

El análisis realizado sobre cada una de las dos posibles alternativas de financiamiento planteadas, para llevar a cabo una inversión en el renglón de maquinaria nos presenta los siguientes resultados:

Alternativas A (Emisión de Obligaciones):

1. La buena posición de solvencia y liquidez que guarda la empresa hasta el año de 1981 se verá ligeramente afectada en el año siguiente, sin embargo la nueva situación continuará siendo favorable, es decir, permitirá el pago de las obligaciones contraídas y además mantendrá una estabilidad financiera con cantidades suficientes de disponible, por lo que desde este punto de vista la alternativa resulta ventajosa a la empresa.
2. En esta alternativa se ha tratado de demostrar, que el costo de capital debe ser utilizado como margen para lograr una captación de recursos a un costo más barato; en este caso las emisiones de obligaciones puede ofrecer recursos a largo plazo con un pago de interés anual por obligaciones de 18.86%, porcentaje que aparentemente es alto; pero estos intereses son deducibles, por lo que fiscalmente se reducirá el interés efectivamente pagado a un 9.43%.

En la emisión de obligaciones el Costo Global Ponde

rado resultante es el de 9.77%, porcentaje accesible y que en relación al 24.80% obtenido en Capacidad de Rentabilidad; es una buena alternativa.

Alternativa B (Emisión de Acciones Preferentes)

1. En este caso la posición de solvencia y liquidez que guardaba la empresa hasta el año de 1981 se ve más afectada en el año siguiente, con este tipo de financiamiento, que con la emisión de obligaciones.
2. En el cálculo para saber si es conveniente emitir acciones preferentes ofreciendo una tasa de interés anual fija del 20%, observamos que el costo de la emisión y su valor de mercado afectan su valor nominal, viéndose afectado el costo de capital en un porcentaje más alto que sería del 20.83%. Como este porcentaje se paga de las utilidades después de impuestos no tienen variación y ofrece una segunda alternativa.

Selección de Alternativas

De acuerdo con los resultados presentados del análisis de las alternativas, opinamos que la alternativa "A", es decir, la emisión de obligaciones es la que más conviene a la compañía en virtud de que genera un alto índice de rentabilidad al capital (19.34%) en relación a la segunda alternativa que genera el (12.69%).

CONCLUSIONES GENERALES

1. El desenvolvimiento económico de nuestro país implica la necesidad, cada día más urgente, de lograr la aplicación adecuada de recursos financieros disponibles en las diferentes fuentes para el desarrollo de las actividades productivas de las empresas.

2. Es importante el análisis de la Estructura Financiera de la empresa para decidir qué tipo de financiamiento es el que resulta más adecuado.

Es conveniente analizar:

- a) La Capacidad de Pago
- b) La liquidez
- c) El grado de endeudamiento
- d) El respaldo de pasivos a largo plazo

3. La Emisión de obligaciones es una forma para lograr

financiamiento a largo plazo. Las sociedades anónimas, al emitir una serie de títulos -valores llamados obligaciones-, se allegan fondos que provienen del público o inversionistas a cambio de un interés fijo y lógicamente de la devolución de esos fondos a un término prefijado.

4. Este tipo de financiamiento es conveniente en virtud de que la emisora establece el término de vencimiento, la tasa de interés y los plazos de amortización de las obligaciones, siendo cantidades considerables de dinero para cubrirlo a largo plazo, sin que se pierda el control administrativo, como pudiera suceder si tal acopio de fondos se hiciera mediante la venta de acciones, no preferentes, a nuevos capitalistas.

5. Conocer el proceso de la emisión de obligaciones es importante, en virtud, de que representa una guía práctica para aquellas empresas que deseen llevar a cabo una emisión de obligaciones.

6. La Comisión Nacional de Valores, organismo creado para vigilar y hacer cumplir con los ordenamientos de la emisión de valores tiene como objetivo principal, la protección del inversionista y la regulación del Mercado de Valores.

7. Cualquier costo que se incurra en el proceso de emitir una obligación se debe amortizar durante la vigencia del mismo. En consecuencia, la cancelación anual es un gasto deducible de impuestos.

8. El registro contable deberá efectuarse, basándonos en las consideraciones señaladas para amortización.

La presentación de cuentas en los Estados Financieros, deberá ser clara y completa e indicar las responsabilidades de la emisora.

El Contador Público es la persona idónea para formular el estudio técnico y económico, analizar la situación financiera de la empresa, estudiando el desarrollo que ha tenido en el pasado; su situación actual y el programa de operaciones futuras, determinando su grado de liquidez, capacidad de pago, productividad y disponibilidad probable antes y después de consumada la emisión de obligaciones proyectada.

9. Es aconsejable elaborar varios estudios entre diversos tipos de financiamiento, para determinar cuál es el que más el conviene a la empresa de acuerdo a sus necesidades y a su situación financiera.

A. INVESTIGACION DE CAMPO

Esta investigación tuvo por objeto introducirnos en el campo práctico del tema que nos ocupa:

METODOLOGIA:

1. Se investigó en la Comisión Nacional de Valores -- qué empresas habían llevado a cabo una emisión de obligaciones en los últimos 5 años.

2. Se nos proporcionaron nombres y domicilios de 6 empresas, a las cuales se aplicó un cuestionario previamente elaborado, el objetivo de este cuestionario consistía en desahogar una serie de preguntas con aquéllas personas que habían inter-venido directamente en la emisión.

3. El resultado de la investigación de campo se pre--senta a continuación en un cuadro sinóptico para facilitar su-comprensión.

RESULTADO DE LA INVESTIGACION DE CAMPO

Nombre de la empresa	Monto de la emisión	Objeto de la emisión	Plazo (años)	* Interés	Amortización	Modalidad	Representante común
1. Polioles, S.A.	100'000,000.00	Expansión de la empresa	7	27.00%	Semestral por sorteos	Emisión de obligaciones con un rendimiento compensado.	BANAMEX
2. Inds. Nacobre, S. A.	300'000,000.00	Expansión de la empresa	7	25.32	Anualidades	Tasa variable, arriba del C.P.P. con un máximo de - rendimiento	BANAMEX
3. Eaton Manufacturera, S. A.	100'000,000.00	Incrementar el capital de trabajo.	7	25.32	Semestral por sorteos	Emisión de obligaciones con un rendimiento compensado	BANAMEX
4. Vidriera los Reyes, S. A.	150'000,000.00	Aumentar las inversiones permanentes.	7	25.32	Semestrales por sorteos	Emisión de obligaciones con un rendimiento compensado.	Banca Serfín
5. Formex-Ybarra, S. A.	50'000,000.00	Aumentar las inversiones permanentes.	7	25.32	Semestrales por sorteos	Tasa de interés variable con un máximo de rendimiento.	Banca Confía
6. Cementos Tolteca, S.A.	400'000,000.00	Aumentar las inversiones permanentes.	8	27.00	Anualidades	Emisión de obligaciones con un rendimiento compensado.	Casa de Bolsa del Atlántico, S. A.

* El interés se fija generalmente entre un 2 y 3% sobre el rendimiento neto anual de los depósitos bancarios, a un plazo de 12 meses, realizados por personas físicas y aplicando la tasa alta del impuesto sobre la renta.

APENDICE A - 1

Valor Presente de \$1 Recibido al Final del Periodo

Al Cabo de																						
Años	1%	2%	4%	6%	8%	10%	12%	14%	15%	16%	18%	20%	22%	24%	25%	26%	28%	30%	35%	40%	45%	50%
1	0.990	0.980	0.962	0.943	0.926	0.909	0.893	0.877	0.870	0.862	0.847	0.833	0.820	0.808	0.800	0.794	0.781	0.769	0.741	0.714	0.690	0.667
2	0.980	0.961	0.925	0.890	0.857	0.826	0.797	0.769	0.756	0.743	0.718	0.694	0.672	0.650	0.640	0.630	0.610	0.592	0.549	0.510	0.476	0.444
3	0.971	0.942	0.889	0.840	0.794	0.751	0.712	0.675	0.658	0.641	0.609	0.579	0.551	0.524	0.512	0.500	0.477	0.455	0.406	0.364	0.328	0.298
4	0.961	0.924	0.855	0.792	0.735	0.683	0.636	0.592	0.572	0.552	0.516	0.482	0.451	0.423	0.410	0.397	0.373	0.350	0.301	0.260	0.226	0.198
5	0.951	0.906	0.822	0.747	0.681	0.621	0.567	0.519	0.497	0.476	0.437	0.402	0.370	0.341	0.328	0.315	0.291	0.269	0.223	0.186	0.150	0.132
6	0.942	0.888	0.790	0.705	0.630	0.564	0.507	0.456	0.432	0.410	0.370	0.335	0.303	0.275	0.262	0.250	0.227	0.207	0.165	0.133	0.108	0.088
7	0.933	0.871	0.760	0.665	0.583	0.513	0.452	0.400	0.376	0.354	0.314	0.279	0.248	0.222	0.210	0.198	0.178	0.159	0.122	0.095	0.074	0.059
8	0.923	0.853	0.731	0.627	0.540	0.467	0.404	0.351	0.327	0.305	0.266	0.233	0.204	0.179	0.168	0.157	0.139	0.123	0.091	0.068	0.051	0.039
9	0.914	0.837	0.703	0.598	0.500	0.424	0.361	0.308	0.284	0.263	0.225	0.194	0.167	0.144	0.134	0.125	0.108	0.094	0.067	0.048	0.035	0.026
10	0.905	0.820	0.676	0.558	0.463	0.386	0.322	0.270	0.247	0.227	0.191	0.162	0.137	0.116	0.107	0.099	0.085	0.073	0.050	0.035	0.024	0.017
11	0.896	0.804	0.650	0.527	0.429	0.350	0.287	0.237	0.215	0.195	0.162	0.135	0.112	0.094	0.086	0.079	0.068	0.056	0.037	0.025	0.017	0.012
12	0.887	0.788	0.625	0.497	0.397	0.319	0.257	0.208	0.187	0.168	0.137	0.112	0.092	0.078	0.069	0.062	0.052	0.043	0.027	0.018	0.012	0.008
13	0.879	0.773	0.601	0.469	0.368	0.290	0.229	0.182	0.163	0.145	0.116	0.093	0.075	0.061	0.055	0.050	0.040	0.033	0.020	0.013	0.008	0.005
14	0.870	0.758	0.577	0.442	0.340	0.263	0.203	0.160	0.141	0.125	0.099	0.078	0.062	0.049	0.044	0.039	0.032	0.025	0.015	0.009	0.006	0.003
15	0.861	0.743	0.555	0.417	0.315	0.239	0.183	0.140	0.123	0.108	0.084	0.065	0.051	0.040	0.035	0.031	0.025	0.020	0.011	0.006	0.004	0.002
16	0.853	0.728	0.534	0.394	0.292	0.218	0.163	0.123	0.107	0.093	0.071	0.054	0.042	0.032	0.028	0.025	0.019	0.015	0.008	0.005	0.003	0.002
17	0.844	0.714	0.513	0.371	0.270	0.196	0.146	0.108	0.093	0.080	0.060	0.045	0.034	0.026	0.023	0.020	0.015	0.012	0.006	0.003	0.002	0.001
18	0.836	0.700	0.494	0.350	0.250	0.180	0.130	0.095	0.081	0.069	0.051	0.038	0.028	0.021	0.018	0.018	0.012	0.009	0.005	0.002	0.001	0.001
19	0.828	0.688	0.475	0.331	0.232	0.164	0.116	0.083	0.070	0.060	0.043	0.031	0.023	0.017	0.014	0.012	0.009	0.007	0.003	0.002	0.001	0.001
20	0.820	0.673	0.456	0.312	0.213	0.149	0.104	0.073	0.061	0.051	0.037	0.026	0.019	0.014	0.012	0.010	0.007	0.006	0.002	0.001	0.001	0.001
21	0.811	0.660	0.439	0.294	0.199	0.135	0.093	0.064	0.053	0.044	0.031	0.022	0.015	0.011	0.009	0.008	0.006	0.004	0.003	0.001	0.001	0.001
22	0.803	0.647	0.422	0.276	0.184	0.123	0.083	0.056	0.046	0.038	0.026	0.018	0.013	0.009	0.007	0.006	0.004	0.003	0.001	0.001	0.001	0.001
23	0.795	0.634	0.406	0.262	0.170	0.112	0.074	0.049	0.040	0.033	0.022	0.015	0.010	0.007	0.006	0.005	0.003	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001
24	0.788	0.622	0.390	0.247	0.156	0.102	0.066	0.043	0.035	0.028	0.019	0.013	0.008	0.006	0.005	0.004	0.003	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001
25	0.780	0.610	0.375	0.233	0.146	0.092	0.059	0.038	0.030	0.024	0.016	0.010	0.007	0.005	0.004	0.003	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
26	0.772	0.598	0.361	0.220	0.135	0.084	0.053	0.033	0.026	0.021	0.014	0.009	0.006	0.004	0.003	0.002	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001
27	0.764	0.586	0.347	0.207	0.125	0.076	0.047	0.029	0.023	0.018	0.011	0.007	0.005	0.003	0.002	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
28	0.757	0.574	0.333	0.196	0.116	0.069	0.042	0.026	0.020	0.016	0.010	0.006	0.004	0.002	0.002	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
29	0.749	0.563	0.321	0.185	0.107	0.063	0.037	0.022	0.017	0.014	0.008	0.005	0.003	0.002	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
30	0.742	0.552	0.308	0.174	0.099	0.057	0.033	0.020	0.015	0.012	0.007	0.004	0.003	0.002	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
40	0.672	0.453	0.206	0.097	0.046	0.022	0.011	0.005	0.004	0.003	0.001	0.001	0.001									
50	0.606	0.372	0.141	0.054	0.021	0.009	0.003	0.001	0.001	0.001												

Fuente: R.N. Anthony, Management Accounting: Text and Cases (Homewood, Ill., Richard D. Irwin, Inc., 1946).

APENDICE A - 2

Valor Presente de \$1 Recibido Anualmente al Final de Cada Periodo durante N Periodos

Años (N)	1%	2%	4%	6%	8%	10%	12%	14%	15%	16%	18%	20%	22%	24%	25%	26%	28%	30%	35%	40%	45%	50%
1	0.990	0.980	0.962	0.943	0.926	0.909	0.893	0.877	0.870	0.862	0.847	0.833	0.820	0.808	0.800	0.794	0.781	0.769	0.741	0.714	0.690	0.667
2	1.970	1.942	1.886	1.833	1.783	1.736	1.690	1.647	1.626	1.605	1.566	1.528	1.492	1.457	1.440	1.424	1.392	1.361	1.289	1.224	1.165	1.111
3	2.941	2.884	2.775	2.673	2.577	2.487	2.402	2.322	2.283	2.246	2.174	2.106	2.042	1.991	1.952	1.923	1.868	1.816	1.696	1.589	1.493	1.407
4	3.902	3.008	3.630	3.485	3.312	3.170	3.037	2.914	2.855	2.798	2.690	2.589	2.494	2.404	2.362	2.320	2.241	2.166	1.997	1.849	1.720	1.605
5	4.853	4.713	4.452	4.212	3.993	3.791	3.605	3.433	3.352	3.274	3.127	2.991	2.864	2.745	2.689	2.635	2.532	2.436	2.220	2.035	1.875	1.737
6	5.795	5.601	5.242	4.917	4.623	4.355	4.111	3.889	3.784	3.685	3.496	3.326	3.167	3.020	2.951	2.885	2.750	2.643	2.385	2.163	1.983	1.824
7	6.728	6.472	6.002	5.582	5.206	4.868	4.564	4.288	4.160	4.039	3.812	3.605	3.416	3.242	3.167	3.083	2.937	2.802	2.508	2.263	2.057	1.883
8	7.652	7.325	6.733	6.210	5.747	5.335	4.968	4.639	4.487	4.344	4.078	3.837	3.619	3.421	3.329	3.241	3.078	2.925	2.598	2.331	2.109	1.922
9	8.568	8.162	7.435	6.802	6.247	5.759	5.328	4.946	4.772	4.607	4.301	3.786	3.568	3.463	3.368	3.184	3.019	2.885	2.379	2.144	1.948	1.765
10	9.471	8.983	8.111	7.360	6.710	6.145	5.650	5.215	5.019	4.833	4.494	4.192	3.923	3.682	3.571	3.465	3.269	3.092	2.715	2.414	2.168	1.965
11	10.368	9.787	8.760	7.887	7.139	6.495	5.968	5.453	5.234	5.029	4.656	4.327	4.035	3.775	3.656	3.544	3.335	3.147	2.752	2.438	2.185	1.977
12	11.255	10.575	9.385	8.384	7.536	6.814	6.194	5.660	5.421	5.197	4.793	4.439	4.127	3.851	3.725	3.608	3.387	3.190	2.779	2.458	2.198	1.985
13	12.134	11.343	9.980	8.853	7.904	7.103	6.424	5.842	5.583	5.342	4.910	4.533	4.203	3.912	3.780	3.656	3.427	3.223	2.799	2.460	2.204	1.990
14	13.004	12.106	10.563	9.295	8.244	7.367	6.628	6.002	5.724	5.468	5.008	4.611	4.265	3.952	3.824	3.695	3.459	3.249	2.814	2.477	2.210	1.993
15	13.865	12.849	11.118	9.712	8.559	7.606	6.811	6.142	5.847	5.575	5.092	4.675	4.315	4.001	3.856	3.726	3.483	3.288	2.825	2.484	2.214	1.995
16	14.710	13.578	11.652	10.106	8.851	7.824	6.974	6.285	5.954	5.669	5.162	4.730	4.357	4.033	3.887	3.751	3.503	3.283	2.834	2.489	2.216	1.997
17	15.562	14.292	12.166	10.477	9.122	8.022	7.120	6.373	6.047	5.749	5.222	4.775	4.391	4.059	3.910	3.771	3.518	3.295	2.840	2.492	2.218	1.998
18	16.398	14.992	12.659	10.828	9.362	8.201	7.250	6.467	6.129	5.818	5.273	4.812	4.419	4.080	3.928	3.788	3.529	3.304	2.844	2.494	2.219	1.999
19	17.226	15.678	13.134	11.158	9.604	8.365	7.368	6.550	6.196	5.877	5.318	4.844										

B I B L I O G R A F I A

T I T U L O	A U T O R
La Comisión Nacional de Valores	Herrera, Mario
Títulos y Operaciones de Crédito	Cervantes, Ahumada Raúl
Qué es y Cómo se hace la Emisión de Obligaciones	Herrera, Mario
Financiación Básica de los Negocios	Hunt, Williams y Donaldson
Estudio Contable de Sociedades	Paz, Guillermo S.
Contabilidad de Sociedades	Resa, Manuel
Fundamentos de Administración Financiera	Van Horne James C.
Administración Financiera de Empresas	Weston y Bregham
Evolución Financiera de México	Dwights Brothers

El Capital Financiero	Rudolf Hilferding
Financiamiento y Admón. de Empresas	Gerstenberg
Administración Financiera	C. P. Gerardo Fco. Ortiz Valero
Fundamentos de Administración Financiera	Gitman. Ed. HARLA
Fundamentos de Administración Financiera	G. C. Philippatos Ed. MC GRAW HILL
Las Finanzas en la Empresa	Joaquín Moreno Fernández ED. INSTITUTO MEXICANO DE EJECUTIVOS DE FINANZAS
Apuntes de Finanzas III	Ricardo Solís Rosales y Enrique Oropeza Pérez ED. U.N.A.M.
Derecho Mercantil Mexicano	Felipe de J. Tena Ed. Porrúa
Derecho Mercantil	Arturo Puente y F., y el Lic. Octavio Calvo M. ED. BANCA Y COMERCIO
Ley del Mercado de Valores	
Ley de Títulos y Operaciones de Crédito	
Ley General de Sociedades Mercantiles.	