

300608

7
29



UNIVERSIDAD LA SALLE

ESCUELA DE CONTADURIA Y ADMINISTRACION
INCORPORADA A LA U. N. A. M.

ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO CORPORATIVO

SEMINARIO DE INVESTIGACION CONTABLE
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE
LICENCIADO EN CONTADURIA

PRESENTA
JOSE ANTONIO OLIVAS CRUZ

MEXICO, D. F.

1990.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN



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 está 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.

INDICE GENERAL

INTRODUCCION	i
METODOLOGIA DE LA INVESTIGACION	iii

CAPITULO 1

"LA EMPRESA, SU INFORMACION FINANCIERA Y SU ANALISIS".

1.1. La Empresa	1
1.1.1. Definición de Empresa desde el Punto de vista Juridico.	1
1.1.2. Definición de Empresa desde el Punto de vista de la Profesión.	1
1.1.3. Clasificación de las Empresas.	2
1.1.4. Objetivos que Persigue una Empresa.	3
1.1.5. Entorno Económico.	4
1.1.6. Aspectos Jurídicos.	5
1.1.6.1. Especies de Sociedades.	5
1.1.6.2. Constitución de las Sociedades Mercantiles.	7
1.2. Información Financiera.	8
1.2.1. Objetivos.	9
1.2.2. Características.	9
1.2.3. Interesados en la Información Financiera.	9

1.3. Análisis Financiero.	10
1.3.1. Razones Financieras.	11
1.3.1.1. Razones de Liquidez.	13
1.3.1.2. Razones de Endeudamiento.	14
1.3.2.3. Razones de Actividad.	15
1.3.1.4. Razones de Rentabilidad.	18
1.3.1.5. Razones de Mercado.	18
1.3.1.6. Razones Predictorias de Quiebra.	21

CAPITULO 2

"LA FUNCION FINANCIERA Y LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO INTERNAS".

2.1. Importancia de la Función Financiera.	24
2.2. El Financiamiento.	26
2.3. Factores de Demanda de Financiamiento.	27
2.4. Fuentes de Financiamiento.	28
2.5. Clasificación de las Fuentes de Financiamiento.	28
2.6. Fuentes Internas.	29
2.6.1. Depreciación, Amortización, Fondos de Reserva y Provisiones.	29
2.6.2. Aceleración de la Cobranza.	29
2.6.3. Utilidades Netas.	30
2.6.4. Utilidades Retenidas.	30

2.6.5. Impuestos por Pagar.	30
2.6.6. Emisión de Acciones.	31

CAPITULO 3

"FUENTES EXTERNAS DE FINANCIAMIENTO"

3.1. Sistema Financiero Mexicano.	38
3.1.1. Banco de México.	40
3.1.2. Comisión Nacional Bancaria y de Seguros.	41
3.1.3. Comisión Nacional de Valores.	41
3.2. Fuentes Externas de Financiamiento.	42
3.3. Clasificación de las Fuentes Externas de Financiamiento.	42
3.3.1. Intermediarios Financieros Bancarios.	43
3.3.1.1. Operaciones a Corto Plazo.	44
3.3.1.1.1. Descuentos.	44
3.3.1.1.2. Préstamo Quirográfico o Directo.	45
3.3.1.1.3. Préstamo Directo con Garantía Colateral.	46
3.3.1.1.4. Préstamo Prendario.	46
3.3.1.1.5. Descuento de Crédito en Libros (Factoring).	47
3.3.1.1.6. Crédito en Cuenta Corriente.	48
3.3.1.1.7. Tarjeta de Crédito Bancaria.	49

CAPITULO 4

"COSTO DE CAPITAL, ESTRUCTURA DE CAPITAL Y DIVIDENDOS"

4.1. Costo de Capital.	84
4.1.1. Costo del Capital con Deuda.	86
4.1.2. Costo de las Acciones Preferentes.	87
4.1.3. Costo de las Acciones Comunes.	88
4.1.3.1. Modelo de Evaluación del Crecimiento Constante.	88
4.1.3.2. Modelo de Asignación de Precios de Activo de Capital (MAPAC).	89
4.1.4. Costo de las Utilidades Retenidas.	90
4.1.5. Costo de Capital Promedio Ponderado (CCPP).	91
4.1.6. Costo de Capital Marginal Ponderado (CCMP).	93
4.2. Estructura del Capital.	94
4.2.1. Teoría de la Estructura del Capital.	97
4.3. Dividendos.	102
4.3.1. Marco Fiscal	110

CAPITULO 5

"CASO PRACTICO".	111
------------------	-----

CONCLUSIONES.	133
---------------	-----

BIBLIOGRAFIA	vi
--------------	----

INTRODUCCION

Una de las preocupaciones del ser humano, es sin duda la protección del patrimonio, tanto familiar como corporativo, e incluso incrementar este capital de manera segura y rentable.

La apertura económica en nuestro país ha orillado a las empresas a prestar servicios o producir artículos con mayor calidad y bajo costo para que puedan competir tanto en el mercado nacional como en los mercados internacionales. Es por ello que el área de finanzas en nuestro país ha tenido un auge muy importante en los últimos años.

Nuestro Sistema Financiero brinda diferentes alternativas para poner en contacto oferentes y demandantes de fondos, es decir, de inversionistas y solicitantes.

Debido a la problemática derivada de obtener recursos por parte de la Banca Comercial, se ha obligado a las empresas a buscar otros medios de financiamiento para sufragar, ya sea sus operaciones diarias o bien sus planes de expansión y/o crecimiento.

En este trabajo, realizado con el fin de sustentar el examen profesional de mi carrera, presento las fuentes de financiamiento que ofrece el mercado mexicano, para que aquellas corporaciones que necesitan obtener recursos, elijan (através de su área de finanzas) la mas conveniente de acuerdo a sus necesidades, requerimientos y posibilidades.

Los aspectos que se cubren dentro del capitulado de este

trabajo son los siguientes: la empresa, su información financiera y su análisis; la función financiera y las fuentes de financiamiento internas; fuentes externas de financiamiento; costo de capital, estructura del capital y dividendos; un caso práctico y conclusiones.

El presente ha sido desarrollado bajo un estudio de campo tanto bibliográfico como con entrevistas y pláticas con altos ejecutivos de despachos de contadores y empresas privadas, el cual incluye como fuentes de información datos hasta el mes de febrero del año en curso, el cual someto humildemente a su consideración.

METODOLOGIA DE LA INVESTIGACION

No cabe duda que el área de finanzas en nuestro país ha tenido un desarrollo importante en los últimos años, esto en gran medida a las necesidades que tienen las empresas de manejar sus recursos en la forma mas adecuada para el logro de sus objetivos.

Planteamiento del problema:

En los últimos años la banca comercial y la banca de desarrollo en nuestro país, han restringido en gran medida el otorgamiento de créditos a las empresas, derivado de ello, éstas han sentido la necesidad de buscar otros medios para obtenerlos.

Habiendo tomado una muestra de 10 empresas me he dado cuenta que 8 de ellas, o sea, el 80% de la muestra, presentan en sus estados financieros pasivos derivados de préstamos bancarios o bien por la emisión de obligaciones o papel comercial, habiendo notado esto decidí hacer un trabajo en donde se presente el por qué y cómo las empresas financian sus operaciones.

Hipótesis:

En base a esto se plantea la siguiente hipótesis:
En México, las empresas que tienen un buen funcionamiento, frecuentemente se ven en la necesidad de requerir o allegarse de recursos que puedan invertir en el negocio, o bien, con el fin -

de sufragar eventualidades como pagos de nóminas, problemas de liquidez y costo de capital entre otros, sin tener que descuidar sus actividades.

Hoy en día el sistema financiero mexicano ofrece variados instrumentos bancarios y no bancarios, que ayudan a sufragar o solventar estas eventualidades y que se adaptan a las propias necesidades de la empresa.

Podemos decir que el buen desarrollo financiero de una empresa, se basa en las sabias decisiones que tomen la persona o grupo de personas que la dirija; es por ello que deben hacer un análisis minucioso de todas las alternativas posibles tomando en cuenta el importe de la operación, su fin y el plazo, así como considerar factores externos que puedan afectar la toma de estas decisiones tales, como la inflación, las tasas de interés, la apertura económica, etc.

Objetivo:

Pretendo que este trabajo sea útil para aquellas personas que realizan la función financiera de una empresa o corporación y que desean conocer las principales alternativas de financiamiento adecuandola a su situación financiera, determinando los puntos de partida y la manera de analizar las distintas alternativas, con el fin de llegar a las decisiones mas apropiadas de la entidad dependiendo de sus objetivos, necesidades y posibili-

dades; ya que el administrador financiero de hoy debe de interesarse de manera total a su empresa y su entorno nacional e internacional.

Estrategia de Investigación:

El presente, fue desarrollado en base a una amplia bibliografía, así como entrevistas con altos funcionarios de diversas empresas, despachos de contadores, banqueros y funcionarios de casas de bolsa.

Finalmente espero que este trabajo satisfaga las necesidades de información en el área de financiamientos y contribuya a despertar el interés sobre este aspecto actual y relevante para una empresa con necesidades de financiamiento.

CAPITULO 1

"LA EMPRESA, SU INFORMACION FINANCIERA Y SU ANALISIS"

CAPITULO 1

"LA EMPRESA, SU FUNCION FINANCIERA Y SU ANALISIS"

1.1. LA EMPRESA.

1.1.1. DEFINICION DE EMPRESA DESDE EL PUNTO DE VISTA JURIDICO

En México se denominan Personas Morales a las asociaciones o corporaciones temporales, o perpetuas fundadas con algún fin o motivo de utilidad pública o privada o ambas juntamente, que en sus relaciones civiles o mercantiles representan una entidad jurídica.

1.1.2. DEFINICION DE EMPRESA DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LA PROFESION.

Una definición desde este punto de vista se presenta en el principio de entidad de los Principios contables básicos que emite el Instituto Mexicano de Contadores Públicos, el cual nos dice "la entidad es una unidad identificable que realiza actividades económicas, constituida por combinación de recursos humanos, recursos materiales y capital, coordinado por una autoridad que toma decisiones encaminadas a la consecución de los fines para los que fue creada"(1). Complementando lo anterior podemos

(1) Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados, Serie A, Publicado por el Instituto Mexicano de Contadores Públicos. P.C. 20

decir que los recursos humanos de que se hablan, son aquellos que se encargan de efectuar las transacciones necesarias que permiten realizar funciones comerciales que van desde la compra de materias primas y maquinarias, hasta la fabricación de un producto, su distribución y venta a los consumidores. Cuando la diversidad de operaciones que la empresa realiza es de gran magnitud requiere una organización sumamente compleja y es por ello que debe estar coordinada o dirigida por una persona o grupos de personas con experiencia y capacidad, que sean las que se encarguen de establecer objetivos, realizar estudios y tomar las decisiones adecuadas que redunden en un beneficio para la empresa.

1.1.3. CLASIFICACION DE LAS EMPRESAS.

Dichas personas morales existen en diversas clases atendiendo a su estructura, origen y fines.

Por su estructura pueden ser:

- Corporaciones o asociaciones que son aquellas entidades morales formadas por una pluralidad de individuos que unen sus esfuerzos para un fin de utilidad pública, privada o ambas conjuntamente;
- Establecimientos o fundaciones que no están formados por un grupo de personas, sino por un fondo generalmente donado por un filántropo con fines humanitarios o de interés social.

Por su origen pueden ser:

- Personas Morales públicas que son las creadas y organizadas por el estado para complementar los propósitos que persigue, como los municipios y dependencias oficiales, entre otras.
- Personas Morales privadas: nacen por la voluntad de los particulares, pero autorizadas por la Ley como son las sociedades mercantiles, los sindicatos, etc.

Por sus fines pueden ser:

- De carácter preponderantemente económico pero que no constituya una especulación comercial.
- De carácter preponderantemente económico y de lucro.
- De carácter no lucrativo que busca atender necesidades sociales.

1.1.4. OBJETIVOS QUE PERSIGUE UNA EMPRESA.

- a) Satisfacer diferentes necesidades,
- b) Ser redituable,
- c) Crear nuevas fuentes de empleo,
- d) Lograr su permanencia en el mercado,
- e) Ampliar sus horizontes y crecer.

Estos objetivos van a ser alcanzados mediante adecuadas políticas de la empresa, continuo control interno y estudio de su entorno económico; siendo este último punto muy importante, ya que es el factor que fija la pauta para las decisiones de:

- a) Inversión.
- b) Financiamiento.

- c) Tesorería.
- d) Cobertura de riesgos.
- e) Crecimiento, diversificación y desarrollo.

1.1.5. ENTORNO ECONOMICO.

El entorno económico es un factor que puede afectar a las empresas, este se definirá como: "El conjunto de variables que ejercen una mayor influencia en el desarrollo económico financiero de un país" (2). Siendo estas variables:

- Inflación: problema de desequilibrio entre el circulante monetario y las necesidades de circulación de mercancías, lo cual se refleja en un incremento sostenido y generalizado de precios. Al haber más dinero en circulación del que se necesita, aumenta la demanda sin que se corresponda con un incremento de la oferta, lo que ocasiona el aumento de precios en las mercancías.
- Producto Nacional Bruto (PNB): suma de todos los bienes y servicios de demanda final producida por una sociedad en un periodo de tiempo determinado, que generalmente es un año.
- Balanza de pagos: que es el documento en que se registran las transacciones económicas de un país con el

(2) OCTAVIO AGUIRRE, "El Manual del Financiero" Editorial EFE, México, D.F. 1988. P.C. 17

exterior. Incluye una balanza de mercancías y servicios donde se anotan las entradas y salidas de divisas por concepto de compras o ventas de mercancías y servicios al exterior.

También incluye una balanza de capitales donde se contabilizan todos los movimientos de capital del país con el exterior.

- Intereses: remuneración que reciben los dueños del capital de crédito por cederlo a los inversionistas o a los consumidores por un determinado tiempo.

1.1.6. ASPECTOS JURIDICOS.

1.1.6.1. Especies de Sociedades.

La legislación mexicana distingue las asociaciones civiles y las sociedades mercantiles. Las asociaciones civiles son personas morales que se proponen fines artísticos, políticos, científicos, culturales y de recreo que no persiguen el lucro.

La sociedad mercantil es una persona moral que se forma para especular con actos de comercio con la mira de lograr utilidades para sus socios, que aportan su dinero y talento para alcanzar sus fines.

La Ley General de Sociedades Mercantiles, publicada en el diario oficial del 4 de agosto de 1934, reconoce las siguientes especies de sociedades mercantiles:

- a) Sociedad en nombre colectivo : Es aquella sociedad de personas cuya característica fundamental reside en que cada uno de sus integrantes responde subsidiaria, solidaria e ilimi-

tadamente de su obligación social.

b) Sociedad en comandita simple: Aquella que opera bajo una razón social, localizándose dos clases de socios: comanditados y comanditarios; los primeros responden subsidiaria, solidaria e ilimitadamente de sus obligaciones sociales y los segundos responden únicamente en la cuantía de sus aportaciones.

c) Sociedad de responsabilidad limitada: Aquella que opera bajo una razón social o denominación en la que todos sus socios responden al monto de sus aportaciones que en conjunto integran un capital.

d) Sociedad anónima: Existe bajo una denominación social y se compone exclusivamente de socios cuya obligación se limita al pago de sus acciones. En México este tipo de sociedades es la más común y práctica, a la cual también se le denomina empresa.

e) Sociedad en comandita por acciones: Compuesta por uno o varios socios comanditados que responden de manera subsidiaria, ilimitada y solidariamente, de las obligaciones sociales. En esta sociedad los comanditados no pueden administrar, sino que sólo pueden dar autorizaciones y vigilar de acuerdo al contrato social.

f) Sociedad cooperativa: integrada por individuos de la clase trabajadora con el propósito (en calidad de productores o consumidores), de obtener el beneficio derivado de la eliminación del intermediario.

1.1.6.2. Constitución de las Sociedades Mercantiles.

Las sociedades mercantiles deben constituirse ante notario público, es decir, en escritura pública y en la misma forma deben hacerse constar sus modificaciones, excepto las sociedades cooperativas, que se rigen por la Ley de Sociedades Cooperativas.

Las sociedades mercantiles deben inscribirse en el Registro Público de Comercio mediante orden judicial, como resultado de una solicitud que se formulará ante el Juzgado de Distrito o ante el Juez de Primera Instancia de la Jurisdicción del domicilio de la sociedad. Esta inscripción en el Registro Público de Comercio, da a las sociedades patente de legal constitución, pues no podrá declararse la nulidad de una sociedad inscrita en este Registro, y desde la fecha de la inscripción adquieren personalidad jurídica.

La escritura constitutiva de la sociedad deberá contener los siguientes requisitos:

- I. Los nombres, nacionalidades y domicilio de las personas físicas o morales que constituyen la sociedad;
- II. El objeto de la misma;
- III. Su razón social o su denominación;
- IV. Su duración;
- V. El importe del capital social;
- VI. El domicilio de la sociedad;
- VII. La manera como habrá de administrarse la sociedad y las facultades de los administradores;
- VIII. El nombramiento de los administradores;

- IX. La manera de hacer la distribución de utilidades y pérdidas entre los socios;
- X. El importe del fondo de reserva.

1.2. INFORMACION FINANCIERA

Todas las transacciones, operaciones y ciertos eventos identificables y cuantificables que realiza una entidad deben ser medidos, registrados, clasificados, sumariados, analizados y finalmente, reportados como información. Esta va a hacerse básicamente de la siguiente forma:

- a) Información relativa a un punto en el tiempo de los recursos y obligaciones financieras de la entidad, la cual, es representada en el balance general.
- b) Información relativa al resultado de sus operaciones en un período dado, presentada en el estado de resultados.
- c) Información de los cambios en los recursos financieros de la entidad y sus fuentes que revele las actividades de financiamiento e inversión, representado en el estado de cambios en la situación financiera.

La información citada y en su conjunto, son conocidos como estados financieros básicos, los cuales van a estar complementados con notas, que son explicaciones que aclaran o amplían el origen y significación de los datos y cifras que se presentan en dichos estados.

1.2.1. OBJETIVOS.

El objetivo primordial de los estados financieros es informar sobre la situación financiera de la empresa a cierta fecha y los resultados de sus operaciones y los cambios en su situación financiera por el periodo contable terminado a esa fecha.

1.2.2. CARACTERISTICAS.

- Utilidad: su contenido debe ser relevante, veraz, comparable y lo más importante, oportuno.
- Confiabilidad: característica adjudicada por el usuario de la información para en base a ella tomar decisiones.
- Provisionalidad: que no representa hechos totalmente acabados ni terminados.

Los estados financieros históricos son aquellos que informan de hechos sucedidos, los cuales sirven de base para ponderar el futuro. El proceso de planificación es característico en las empresas de mediano y gran tamaño, los estados financieros pueden prepararse por varios periodos:

- a) A corto plazo, que incluye periodos de hasta un año.
- b) A mediano plazo, periodo de uno hasta cinco años.
- c) Largo plazo, que contempla horizontes mas allá de cinco años.

1.2.3. INTERESADOS EN LA INFORMACION FINANCIERA.

- Dueños de la empresa,
- Los administradores.

- El Gobierno,
- Bancos,
- Acreedores,
- Proveedores,
- Futuros accionistas,
- Los empleados.

1.3. ANALISIS FINANCIERO

La importancia del Análisis Financiero es evaluar el funcionamiento pasado, presente y futuro de la empresa.

El análisis de razones permite hacer una evaluación relativa de la situación financiera de la empresa, así como de su funcionamiento.

Los estados financieros básicos para el análisis de razones son el estado de resultados y el balance general del periodo o periodos a considerar.

La información que proporciona las razones es útil para los tenedores de acciones, acreedores, administradores de finanzas y futuros accionistas.

Cabe aclarar que una sola razón en sí, no ofrece información necesaria para juzgar el funcionamiento total de la empresa; sólo cuando se utilizan varias razones puede formarse un juicio adecuado de la situación financiera total de la empresa. Sin embargo, habrá ocasiones en que nos interese sólo analizar algunos aspectos específicos de la empresa; bastará con algunas razones para ello.

Al comparar estados financieros, nos debemos asegurar de lo siguiente:

1. Que estén a la misma fecha,
2. Que reflejen los efectos de la inflación,
3. Que dichos estados financieros estén auditados, para que ello inspire confianza.

Otro punto importante es que los estados financieros objeto del análisis hayan sido preparados bajo los mismos, criterios que los años anteriores y bajo principios de contabilidad generalmente aceptados (PCGA).

1.3.1. RAZONES FINANCIERAS.

Una razón financiera será la división de un número de los Estados Financieros entre otro número de los mismos considerándose razones simples, debido a que se refiere a un periodo únicamente. Estas razones financieras deben ser comparables contra otras similares. Las razones contra las cuales se van a comparar las de los estados financieros de una empresa y que van a servir de parámetro, se conocen como razones financieras estándar. Estas últimas se obtienen de tres fuentes principales:

1. Razones financieras basadas en el historial de la empresa,
2. Razones financieras basadas en las cifras que la empresa planea alcanzar en el futuro,
3. Razones financieras basadas en el promedio de cifras a las que llegan las demás empresas del ramo, este

tipo de razones estándares son las menos fáciles de conseguir en México, pero actualmente existe información al respecto en "La Enciclopedia del Mercado Mexicano y Empresas Mexicanas en cifras".

Las razones financieras que utilizaré en el desarrollo de este seminario de investigación serán:

1. Razones de Liquidez
 - a) Razón circulante
 - b) Prueba del ácido
 - c) Prueba rápida
2. Razones de endeudamiento
 - a) Pasivo a activo total
 - b) Apalancamiento
 - c) Veces que se ha generado interés
3. Razones de actividad
 - a) Período medio de cobro
 - b) Rotación de los inventarios
 - c) Rotación del activo total
 - d) Rotación de la inversión permanente
 - e) Período medio de pagos
 - f) Margen de utilidad bruta
 - g) Gastos de operación
4. Razones de rentabilidad
 - a) Margen de utilidad neta
 - b) Rentabilidad de la inversión
 - c) Rentabilidad del capital propio

5. Razones de mercado

- a) Utilidad por acción
- b) Múltiplo
- c) Precio a fondos de operación
- d) Precio a valor en libros
- e) Dividendos a utilidad

6. Razones predictorias de quiebra.

- a) Capital de trabajo a total de activo
- b) Utilidades acumuladas a total de activo
- c) Utilidad antes de intereses e impuestos a total de

activo

- d) Valor de mercado de acciones comunes a total de pasivo
- e) Ventas a total de activos

1.3.1.1. Razones de liquidez: estas razones van a mostrarnos la capacidad de pago que tiene la empresa a corto plazo:

a) Razón Circulante: considerará la suma de los derechos y de las obligaciones de la empresa.

$$\text{Razón Circulante} = \frac{\text{Activo Circulante}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

b) Prueba del ácido: razón que considera únicamente los activos fácilmente realizables en el corto plazo,

$$\text{Prueba del ácido} = \frac{\text{Activo Circulante} - \text{Inventarios} - \text{Pagos Anticipados}}{\text{Pasivos Circulantes}}$$

c) Prueba rápida: considera la capacidad inmediata que tiene

una empresa para hacer frente a sus obligaciones a plazo inmediato,

$$\text{Prueba Rápida} = \frac{\text{Disponibilidad}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

1.3.1.2. Razones de Endeudamiento: éstas se encargan de mostrar en que porcentaje utiliza una empresa los recursos ajenos y la capacidad que tiene para cubrir los intereses que se le cobran, por la utilización de estos recursos:

a) Pasivo Total a Activo Total: razón que expresa en porcentaje, los recursos que utiliza una empresa que ha sido financiado con dinero de terceras personas.

$$\text{Pasivo a Activo Total} = \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Activo Total}}$$

b) Apalancamiento: la razón de apalancamiento es aquella que mide, por cada peso que invierte en forma permanente una empresa, cuántos centavos fueron financiados con capital ajeno.

$$\text{Razón de Apalancamiento} = \frac{\text{Pasivo a Largo Plazo} + \text{Capital Preferente}}{\text{Inversión Permanente}}$$

Se entiende por inversión permanente, el resultado que se obtiene de sumar el capital de trabajo (Activo Circulante menos Pasivo Circulante) y el activo a largo plazo.

c) Veces que se ha ganado el interés: es aquella que muestra en un determinado periodo, cuantas veces más puede endeudarse una empresa que trabaje en punto de equilibrio: es decir, que

no gane ni pierda. Esta razón se obtiene dividiendo la utilidad antes de impuestos e intereses (utilidad de operación) entre los cargos por intereses.

$$\text{Veces que se ha Ganado el Interés} = \frac{\text{Utilidad de Operación}}{\text{Intereses}}$$

1.3.1.3. Razones de Actividad (Eficiencia): este grupo de razones sirve para evaluar como está funcionando la empresa respecto a políticas preestablecidas, y a su historial y mercado.

a) Período medio de cobro: esta razón muestra el tiempo que una empresa tarda en promedio en cobrar sus ventas a crédito. Es útil básicamente, porque es comparable su resultado con la política de cobros existente en la empresa.

$$\text{Período medio de cobro} = \frac{\text{Saldo promedio de las cuentas por cobrar}}{\text{ventas a crédito} \times 360}$$

b) Rotación de Inventarios: ésta nos da a conocer cuál ha sido la movilidad de los inventarios y es útil en cuanto se tenga un parámetro contra el cual compararlo. Este parámetro se obtiene mediante la utilización del modelo de inventarios que considera la demanda del artículo a una tasa constante y que busca la cantidad económica de pedido a través de la siguiente fórmula:

$$Q = \sqrt{2R S/C I}$$

Donde:

Q = cantidad económica de pedido

R = cantidad total anual requerida

S = costo de pedido

C = costo unitario

I = porcentaje de costos cargado al inventario del valor del inventario promedio.

Al considerarse una tasa constante de demanda se considera una determinada rotación que puede servir de base de comparación.

Para determinar esta rotación de inventarios se hará de la siguiente manera:

Rotación de Inventarios = $\frac{\text{Costo de los vendidos}}{\text{Saldo Promedio de Inventarios}}$.

c) Rotación del activo total: esta razón brinda una medida sobre que tan bien se está utilizando la inversión total en la empresa y lo ideal con esta razón, es combinarla con la de Rentabilidad de la Inversión:

Rotación del activo total = $\frac{\text{ventas}}{\text{suma del activo}}$

d) Rotación de la Inversión Permanente: Trata de medir que tan bien están funcionando la inversiones en bienes de capital.

Inversiones en bienes de capital se consideran los desembolsos que se recuperarán o utilizarán a un plazo mayor de un año. Como ejemplos tenemos: la maquinaria, el equipo de transporte, etc.

Rotación de la inversión permanente = $\frac{\text{ventas}}{\text{activo fijo}}$

e) Período medio de pago : actúa en forma similar a la razón de período medio de cobro , pero al revés. Mientras una determina cuanto se tarda en cobrar, la otra determina cuanto se tarda en pagar y mientras más se tarde en pagar, dentro de una buena política con los proveedores, mejor; a menos que se pague en menor tiempo obteniendo así un buen descuento por pronto pago.

$$\text{Período medio de pago} = \frac{\text{Saldo promedio de cuentas por pagar}}{\text{compras a crédito} \times 360}$$

f) Margen de utilidad bruta: es la razón de eficiencia que trata de medir si los departamentos de ventas y producción funcionan en forma adecuada al mantener este margen en el nivel de las políticas, vendiendo con un margen de utilidad adecuado y/o produciendo o comprando a un costo conveniente. Esto representa en porcentaje, el margen de utilidad bruta por cada peso que se vende.

$$\text{Margen de utilidad bruta} = \frac{\text{utilidad bruta}}{\text{ventas netas}}$$

g) Gastos de Operación: cuando se hace la evaluación de una empresa, es importante saber que tan bien están funcionando los departamentos de ventas y administración. Esta razón de gastos de operación trata de medir cuántos centavos gasta una empresa en gastos operativos por cada peso que vende, complementando de esta forma la razón de margen de utilidad bruta.

$$\text{Gastos de Operación} = \frac{\text{Gastos de operación}}{\text{ventas netas}}$$

1.3.1.4. Razones de Rentabilidad: éstas miden el rendimiento o porcentaje que las utilidades representan respecto a las inversiones o las ventas.

a) Margen de utilidad neta: muestra que porcentaje de las ventas está integrado por la utilidad neta o desde otro punto de vista, cuantos centavos de utilidad neta se obtiene por cada peso que se vende.

$$\text{Margen de utilidad} = \frac{\text{utilidad neta}}{\text{ventas netas} \times 100}$$

b) Rentabilidad de la inversión permanente: razón que trata de medir la eficiencia que ha tenido la inversión permanente dentro de la empresa. Considera las cifras de utilidad neta y de inversión permanente.

$$\text{Rentabilidad de la Inversión Permanente} = \frac{\text{utilidad neta} \times 100}{\text{inversión permanente}}$$

c) Rentabilidad del capital propio: a los propietarios de una empresa lo que les interesa al invertir su dinero en ésta, es el rendimiento que les puede dar. Esta razón considera la inversión hecha por los propietarios de la empresa en promedio, el capital contable promedio y la utilidad neta.

$$\text{Rentabilidad del capital propio} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Capital contable}}$$

1.3.1.5. Razones de Mercado: las empresas que cotizan en Bolsa

de Valores requieren, además del análisis que mide el comportamiento de la empresa, uno adicional a través de razones como las siguientes:

a) Utilidad por acción: para los accionistas o futuros accionistas. Es interesante y además importante conocer cuánto va a ganar o cuánto está ganando por acción la empresa de la cual son propietarios, o serán posiblemente propietarios. Para esto se dividirá la utilidad de los últimos doce meses entre el número de acciones en circulación.

$$\text{Utilidad por acción} = \frac{\text{utilidad de los últimos 12 meses}}{\text{número de acciones en circulación}}$$

b) Múltiplo: factor que reviste máxima importancia en la evaluación del proyecto de emisión de acciones, ya que, nos indica los precios que están pagando en el mercado secundario.

El múltiplo es el coeficiente derivado de dividir el precio de la acción entre la utilidad por acción, lo que indica el número de veces que se están pagando las utilidades de la empresa.

$$\text{Múltiplo} = \frac{\text{precio de la acción}}{\text{utilidad por acción}}$$

c) Precio a Fondos de Operación: dado que las empresas han modificado que utilidades por cifras en libros, una forma de evitar esta inconsistencia de información, es utilizar la cifra de fondos de operación como parámetro. La forma completa de determinar los fondos de operación se analiza en el Estado de Origen y Aplicación de Recursos. En este punto se anali-

zará únicamente la forma de hacerlo, cuando se carece de la información completa. Los fondos de operación se identifican con dinero, y dado que las utilidades de las empresas están afectas por partidas que no representan salida de dinero (depreciación y amortización básicamente), debe sumarse el importe de estas partidas a la cifra de utilidades.

Cuando se habla de la razón Precio a Fondos de Operación, éste equivale a fondos de operación por acción de los últimos doce meses. El procedimiento que se sigue es igual al utilizado para determinar la utilidad por acción de los últimos 12 meses. Se suman los fondos de operación reportados hasta el último trimestre, restándose a este resultado los fondos de operación reportados hasta el trimestre equivalente del último ejercicio.

$$\text{Precio a Fondos de Operación} = \frac{\text{Fondo de Operación (12 meses)}}{\text{Número de acciones.}}$$

d) Precio a valor en libros: el valor en libros por acción es la cifra que indica el valor intrínseco de una acción, en caso de liquidación.

$$\text{Valor en libros por acción} = \frac{\text{capital contable}}{\text{número de acciones}}$$

e) Dividendos a utilidad: que porcentaje de las utilidades paga la empresa como dividendo en efectivo. Razón importante desde dos enfoques:

- * El dividendo puede representar una renta para el inver-

sionista y

- * El que una empresa pague dividendos fuertes puede representar descapitalización, ya que el dinero en este momento es escaso y costoso.

Dividendos a Utilidad = $\frac{\text{Dividendos por acción}}{\text{utilidades por acción del ejercicio}}$

1.3.1.6. Razones Predictorias de Quiebra:

Este tipo de razones nos son de gran ayuda, ya que nos muestran las empresas que podrían ir a la quiebra en el transcurso de dos años.

a) Capital de Trabajo a Total de Activo: Esta es una medida de el activo neto liquido de la compañía relativa, a el total de capitalización. Ordinariamente una compañía experimentada operando paralelamente con pérdidas tendrá que evadir comúnmente los activos en relación a el total de activos.

Capital de Trabajo a Total de Activo = $\frac{\text{Capital de trabajo}}{\text{Total de activo}}$

b) Utilidades Acumuladas a Total Activo: Medida de productividad acumulada sobre la vida de la compañía. Una compañía relativamente joven, probablemente mostrará una relación tan baja como una compañía tan vieja y, sin embargo, tiene una gran oportunidad de un "fracaso". Siendo que en el mundo real, la incidencia de un fracaso es mas alta en una compañía de pocos años.

Utilidades Acumuladas a Total de Activo = $\frac{\text{Utilidades Acumuladas}}{\text{Total de activo}}$

c) Utilidad antes de intereses e impuestos a Total de activo: Esta relación es una medida que muestra verdaderamente la productividad de los activos de una compañía, excluyendo cualquier impuesto o los factores de control. Esto es apropiado desde la insolvencia en una quiebra en el sentido de que ocurra cuando el total de pasivos exceda a una valuación justa de los activos de una compañía con el valor determinado por el poder ganado de los activos.

$$\text{UAI} \text{ a Total de Activo} = \frac{\text{UAI}}{\text{Total de Activo}}$$

d) Valor de mercado de acciones comunes a Total pasivo: El capital contable incluye la combinación del valor del mercado de todas las acciones nominales preferentes y comunes. La relación o coeficiente indica cuántos activos de la compañía pueden declinar en su valor (medido por el mercado de valores de acciones más la deuda), antes de que los pasivos excedidos, los activos y la compañía lleguen a ser insolventes.

$$\frac{\text{Valor de mercado de las acciones comunes}}{\text{Total de Pasivo}}$$

e) Ventas a Total activos: La rotación de capital ilustra las ventas, genera la habilidad de los activos de la compañía. Esta es una medida sobre la capacidad de manejo en negocios con condiciones competitivas.

$$\text{Ventas a Total de activo} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Total de activo}}$$

Basado en lo anterior, se puede concluir que cualquiera que sea el tipo de sociedad, es de gran importancia la información financiera para un buen funcionamiento de ésta.

Es por ello, que cuando una empresa necesita allegarse de recursos financieros, recurre a la gama de posibilidades que ofrece tanto la empresa misma, como fuentes de financiamiento internas, así como nuestros Mercados Financieros como fuentes de financiamiento externas.

En los siguientes capítulos serán desarrolladas las mismas para tener un panorama amplio de lo que son las Fuentes de Financiamiento en nuestro país.

CAPITULO 2

"LA FUNCION FINANCIERA Y LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO INTERNAS"

CAPITULO 2
"LA FUNCION FINANCIERA Y
LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO INTERNAS"

2.1. IMPORTANCIA DE LA FUNCION FINANCIERA.

El área financiera es muy importante dentro de cualquier empresa, ya que la mayoría de las decisiones empresariales se toman en términos monetarios, por lo que el administrador financiero desempeña una de las funciones clave en la operación de la empresa. Sin embargo, la condición real y la importancia de la función financiera, dependen en gran parte del tamaño de la empresa, ya que la organización de ésta y su tamaño influyen en la denominación o el título que se le otorgue al administrador financiero y en las funciones que éste desempeñar.

"En términos generales las responsabilidades del administrador financiero son:

1. Determinar el monto apropiado de fondos que debe manejar la empresa; en otras palabras: su tamaño y su crecimiento.
2. Definir la destinación de fondos hacia activos específicos de manera eficiente.
3. Obtener fondos en las mejores condiciones posibles, es decir, determinar la composición de pasivos". (3)

(3) VAN HORNE, JAMES C. "Fundamentos de Administración Financiera" Edit. Prentice Hall Internacional. P.C. 1

El administrador financiero (o quien desempeñe esta función) deberá realizar planes y proyectos que permitan el mejor funcionamiento de la empresa, a través del logro de un nivel de liquidez adecuado para cumplir con el pago de sus obligaciones a medida que se vayan venciendo; compromisos que podrían hacer necesaria la obtención de fondos extras, y con ello evitar costos derivados del retraso en sus pagos y desprestigio de la entidad. Con dicha planeación deberá además proporcionar un margen de seguridad para realizar planes no previstos, o bien pagos programados y aprovechar las oportunidades que surjan para invertir.

La planeación financiera, representa una guía a seguir para alcanzar los objetivos de la empresa, actuando como un mecanismo de control para establecer un modelo del funcionamiento respecto al cual deberán evaluarse los resultados reales.

En relación a la asignación de fondos, ésta se realiza de acuerdo con los objetivos de la empresa, los cuales pueden estar destinados a caja, valores negociables, cuentas por cobrar, inventarios, o bien, activo fijo. Sin embargo, cualquiera que sea su distribución, ésta deberá estar evaluada, a fin de probar que resulta rentable.

Una vez elegidos los proyectos de inversión o conocidas las necesidades de fondos, es necesario obtener el capital para su realización. En nuestro país se cuenta con gran diversidad de fuentes de financiamiento las cuales tienen diferentes características como costos, vencimientos, disponibilidad, graváme-

nes sobre los activos, destino específico, tipo de moneda y condiciones impuestas por el proveedor de dinero. Es aquí donde el administrador financiero habrá de intervenir, para determinar cual de ellas es la más conveniente de acuerdo a las características de la inversión a la que se van a destinar los fondos, a la situación económica de la empresa y a los planes de expansión y crecimiento.

De lo anteriormente expuesto, se puede deducir que la función financiera tiene como fin fundamental el cumplimiento de los objetivos de la empresa, a través de la planeación para obtención de recursos financieros, aplicándolos de la mejor manera posible, para maximizar los flujos de efectivo y el valor de la empresa a través del precio de las acciones.

De esta manera se hace necesaria la interrelación de sus funciones, ya que de nada serviría a la empresa disponer de un capital que no se invierta ventajosamente, o descubrir inversiones productivas que no se puedan llevar a cabo por falta de recursos.

2.2. EL FINANCIAMIENTO

Debido a la importancia de los recursos económicos para el funcionamiento de la empresa, es conveniente tener identificado el concepto de financiamiento.

Para Hunt Williams Donalson el financiamiento es "EL ESFUERZO PARA PROPORCIONAR LOS FONDOS QUE NECESITAN LAS EMPRESAS EN LAS MAS FAVORABLES CONDICIONES A LA LUZ DE LOS OBJETIVOS DEL NE-

GOCIO" (4).

Según Robert W. Johnson es "EL ACTO DE PROVEER LOS MEDIOS DE PAGO" (5).

El Diccionario de la Real Academia Española lo define como: "ACCION Y EFECTO DE CREAR O FOMENTAR UNA EMPRESA APORTANDO EL DINERO NECESARIO PARA SUFRAGAR LOS GASTOS DE UNA ACTIVIDAD, OBRA, ETC." (6).

El fin es que la empresa cuente con recursos suficientes para hacer frente a sus deudas y llevar a cabo sus planes y objetivos, consiguiendo dichos fondos en la forma más conveniente y en las mejores condiciones.

2.3. FACTORES DE DEMANDA DE FINANCIAMIENTO.

En primer término existe una gran competencia entre las empresas que requieren de financiamiento y, a medida que mejoran las perspectivas de la actividad económica, las empresas ven la necesidad de expandirse y afrontar la mayor demanda de productos.

Otro factor que acelera la demanda de financiamiento es la inflación, ya que las expectativas de mayores costos y precios dan por resultado que las empresas aceleren su demanda de capi-

(4) HUNT-WILLIAMS, DONALSON "Financiación Básica de los Negocios"
Tomo I, Edit. UTHEA P.C. 3.

(5) JOHNSON, ROBERT W. "Administración Financiera", Edit. CECSA
P.C. 27.

(6) "Diccionario de la Real Academia Española de la Lengua"
Tomo I. P.C. 644.

tal, lo que a su vez hace que los proveedores exijan mayores rendimientos. Situación que ha sido controlada en gran medida por el Pacto de Solidaridad Económica (PSE) y posteriormente el Pacto de Estabilidad y Crecimiento Económico (PECE), nueva política del Presidente Lic. Carlos Salinas de Gortari.

Dichos factores contribuyen por lo tanto, a aumentar el costo de los recursos, obteniendo el capital ahora para darle un mejor uso antes de que suban más los precios y poder hacer frente a los pasivos contraídos pagando una tasa de interés moderada.

2.4. FUENTES DE FINANCIAMIENTO.

Las fuentes de financiamiento son la gama de posibilidades mediante las cuales una empresa puede allegarse de recursos para el desarrollo y buen funcionamiento de la misma.

Una adecuada combinación entre capital propio (capital) y ajeno (deuda), es el financiamiento en mayor o menor grado de todo proyecto financiero.

2.5. CLASIFICACION DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO.

En base a su origen, las fuentes de financiamiento pueden clasificarse en:

- a) Internas
- b) Externas.
 - Intermediarios Financieros Bancarios.
 - Intermediarios Financieros No Bancarios.

2.6. Fuentes Internas.

Las Fuentes Internas de Financiamiento son los recursos que obtiene la empresa directamente de sus socios o accionistas, así como aquellos que son generados por la operación propia de la empresa.

Dentro de éstos tenemos:

2.6.1. Depreciación, amortización, fondos de reservas y provisiones.

La empresa puede considerar estos conceptos como fuentes de financiamiento por ser partidas virtuales que afectan los flujos de efectivo. Algunos autores no aceptan estos conceptos como origen de recursos, sin embargo sólo son, en el sentido de que son fondos no utilizados y que, en determinado momento la empresa puede hacer uso de ellos para satisfacer alguna de sus necesidades.

2.6.2. Aceleración de la cobranza.

Es la posibilidad de que la empresa capte fondos que podrán ser invertidos en activos adicionales. Sin embargo, en la práctica para algunas empresas es difícil conseguirlo ya que intervienen factores externos como son la competencia, inflación, etc. Para contrarrestar lo anterior, la empresa puede recurrir a descuentos sobre ventas a corto plazo, si el beneficio, es mayor que el costo de otra forma de financiamiento.

2.6.3. Utilidades Netas.

Estas representan una inyección de recursos a la empresa conforme se van realizando.

2.6.4. Utilidades Retenidas.

Las utilidades retenidas se consideran como una fuente de financiamiento, ya que el pago de utilidades en la forma de dividendos en efectivo a los tenedores de acciones comunes u ordinarias, resulta en la reducción del activo en efectivo. A fin de aumentar nuevamente los activos al nivel que hubiera prevalecido de no haberse pagado los dividendos, la empresa debe obtener una deuda adicional o un financiamiento de capital. Al renunciar a los pagos de dividendos o utilidades retenidas, la empresa puede evitar el verse obligada a obtener una cantidad específica de fondos o eliminar ciertas fuentes existentes de financiamiento. En cualquier caso, la retención de utilidades es una fuente de fondos.

2.6.5. Impuestos por Pagar

Los impuestos por pagar son una fuente de financiamiento interna de la empresa, aunque a corto plazo, debido a que los enteros originados (como por ejemplo el Impuesto sobre la Renta, 1% sobre remuneraciones, Impuesto al Valor Agregado, el pago de cuotas del IMSS, INFONAVIT, y las retenciones por impuestos sobre productos del trabajo, honorarios, etc.) son realizados en el mes siguiente.

2.6.6. Emisión de Acciones.

Las acciones son las partes alicuotas en que se divide el capital nominal social de la sociedad, y están representadas por títulos de crédito causales, en los que aparecen incorporados los derechos y obligaciones de los accionistas.

Clasificación de las Acciones:

1. Por su circulación:

- **Al Portador:** Esta es una acción en la que se consigna el nombre del propietario negociable por simple entrega. Quién la tenga puede ejercer todos los derechos inherentes a ella y a los cupones que incluye.
- **Nominativas:** Es aquella que lleva el nombre de su propietario y cuya propiedad no puede transferirse sin llenar ciertos requisitos de endoso y registro.
- **Nominativas de Circulación Restringida:** Es aquella acción que tiene una condicionante legal para poder ser transmitida.

2. Por su duración:

- **Certificados Provisionales:** Títulos representativos de las acciones, los cuales deberán ser nominativos y con vigencia que no exceda de un año, esto mientras son entregados los títulos definitivos.
- **Títulos Definitivos.**

3. Por su Valor Nominal:

- Con Valor Nominal: son aquellas acciones que expresan en su texto la parte del capital social que representan.
- Sin valor nominal: Son aquellas acciones que no hacen referencia a parte alguna del capital social. Cuando así lo prevenga el contrato social, podrá omitirse el valor nominal de las acciones, en cuyo caso se omitirá también el importe del capital social.

4. Por los Derechos que Confiere:

- Ordinarias: aquellas que confieren iguales derechos y son de igual valor.
- Preferentes: son acciones que solamente tienen voto en las Asambleas Extraordinarias. No podrán asignarse dividendos a las acciones ordinarias, sin antes cubrir a las preferentes con un dividendo del cinco por ciento. En caso de liquidación de la sociedad, estas acciones tienen preferencia.
- Preferentes no Participantes: son aquellas que en los términos de la emisión perciben dividendo preferente exclusivamente.
- Preferentes Participantes: son las que además de percibir dividendo preestablecido participan con las acciones comunes del remanente establecido como dividendo.

- **Preferentes Acumulativas:** son aquellas en las que si no se cubre el dividendo a que tienen derecho en un año o varios, se les acumulará hasta cubrir totalmente con base a las utilidades generadas por la empresa.
 - **Preferentes no Acumulativas:** se especifica que en el caso de que los fondos generados por la empresa en un ejercicio resulten insuficientes para cubrir parte o todo el dividendo preferente, se considera que la empresa no tiene obligación para complementar o cubrir en los siguientes ejercicios.
 - **Preferentes Convertibles:** son aquellas que inicialmente se emiten como preferentes con opción a ser canjeadas por otro valor que normalmente son acciones comunes.
5. **Por las Obligaciones que Grave:**
- **Liberadas:** aquellas cuyo valor ha sido íntegramente cubierto por el accionista. Las acciones que se entregan en representación de aportaciones en especie son siempre acciones liberadas.
 - **Pagaderas:** aquellas cuyo importe no está totalmente cubierto por el accionista. En todo caso, las acciones pagadoras serán nominativas, pero podrán ser canjeadas por acciones al portador tan pronto como queden cubiertas, salvo disposición en contrario del contrato social.

6. Por sus Derechos que Confiere:

- Corporativos: su tenedor tiene una calidad personal de miembro de una corporación y podrá en consecuencia votar en Asamblea, asistir, promover la Convocatoria de Asamblea, conocer oportunamente el balance y la Orden del día de las Asambleas.
- Patrimoniales: participa en los derechos de capital, tiene el accionista el derecho de participar en las utilidades de la sociedad, mediante dividendos en dinero o en acciones.

El financiamiento a través de la emisión de acciones es una fuente de financiamiento interna, ya que representa la venta parcial de la empresa.

Existen dos tipos de colocaciones:

1. Colocaciones Primarias, que tienen como propósito vender acciones que representan una ampliación del capital social, o bien una suscripción del mismo. De tal forma que los primeros dueños que tendrán dichas acciones serán los que compren en colocación primaria.

2. Colocación Secundaria, es la que tiene por objeto vender acciones que pertenecen a los accionistas actuales y por lo cual los nuevos adquirentes serán dueños de ellas en sustitución de los primeros.

Ahora bien, existen diferentes formas de llevar a cabo la emisión de acciones como son:

a) Negociada: es una forma en la cual se efectua una emisión de acciones a través de un intermediario (casa de bolsa), la cual:

- Compra los valores a la empresa, proporcionando el capital requerido.
- El intermediario integra un sindicato de colocadores.
- Realiza la venta de valores entre el público.
- Apoya el valor emitido

b) Emisión Competitiva:

- La emisora invita a los intermediarios a participar en la colocación.
- Se reciben propuestas de los intermediarios.
- Se selecciona la casa de bolsa que proporcione las mejores condiciones de precio y apoyo a la acción.

c) Emisión a Comisión: es cuando se paga una comisión a la casa de bolsa por el importe total de las acciones colocadas.

Los requisitos para emitir acciones son:

1. Tener capital mayoritario mexicano.
2. Solicitar y obtener permiso de la H. Comisión Nacional de Valores.
3. Inscribir los valores en la Bolsa Mexicana de Valores, en la cual deben cubrir los siguientes requisitos:
 - a) Solicitud del emisor,

- b) Que los valores emitidos, la escritura constitutiva de la emisora y sus reformas se ajusten a las leyes vigentes,
 - c) Que la emisora acredite: solvencia, liquidez y rentabilidad.
 - d) Compromiso de la emisora de no manejar información privilegiada.
4. Proporcionar información periódica a la Comisión Nacional de Valores y a la Bolsa Mexicana de Valores como:
- a) Información Anual dentro de los cuatro meses siguientes a la terminación del ejercicio social en el cual deben presentar:
 - Estados financieros dictaminados
 - Ejemplar del periódico donde publicaron estados financieros y dictamen.
 - Relación de inversiones en acciones, obligaciones y otros valores.
 - Cédula que contenga las partidas de activo fijo con sus respectivas depreciaciones y amortizaciones.
 - Resumen del avalúo, en el caso de revaluaciones de activo fijo.
 - Informe sobre el volumen de producción y el valor de la misma a precio de costo, indicando la capacidad instalada.
 - Informe sobre el número y costo de trabajadores

y empleados.

- b) Información de modificaciones. Cuando éstas sean significativas en la estructura financiera.
 - Cambio en tasas de depreciación y amortización.
 - Cambio del método de valuación de inventarios.
 - Revaluación de activos.
- c) Información específica.
 - Gravamen sobre activos de la empresa.
 - Pérdidas de una cuarta parte o más del capital social
 - Suspensión de pagos o quiebra
 - Huelgas
- d) Información trimestral.
 - Créditos en moneda extranjera
 - Estimaciones de cuentas y documentos de cobro dudoso
 - Procedimiento seguido en la valuación de inventarios
 - Análisis de inmuebles, planta y equipo
 - Maquinaria y equipo arrendado
 - Bases de consolidación.

El marco legal de las acciones se encuentra referido en los artículos 111 al 141 de la Ley General de Sociedades Mercantiles. En esta sección se encuentran la definición, características que deben contener dichos títulos y los derechos y obligaciones que le confieren a los tenedores.

Las fuentes de financiamiento externas serán desarrolladas en el siguiente capítulo

CAPITULO 3

"PUENTES EXTERNAS DE FINANCIAMIENTO"

CAPITULO 3

"FUENTES EXTERNAS DE FINANCIAMIENTO"

Es necesario antes de entrar de lleno a lo que son los intermediarios financieros definir lo que es el Sistema Financiero Mexicano, como esta estructurado, para que sirva y como funciona.

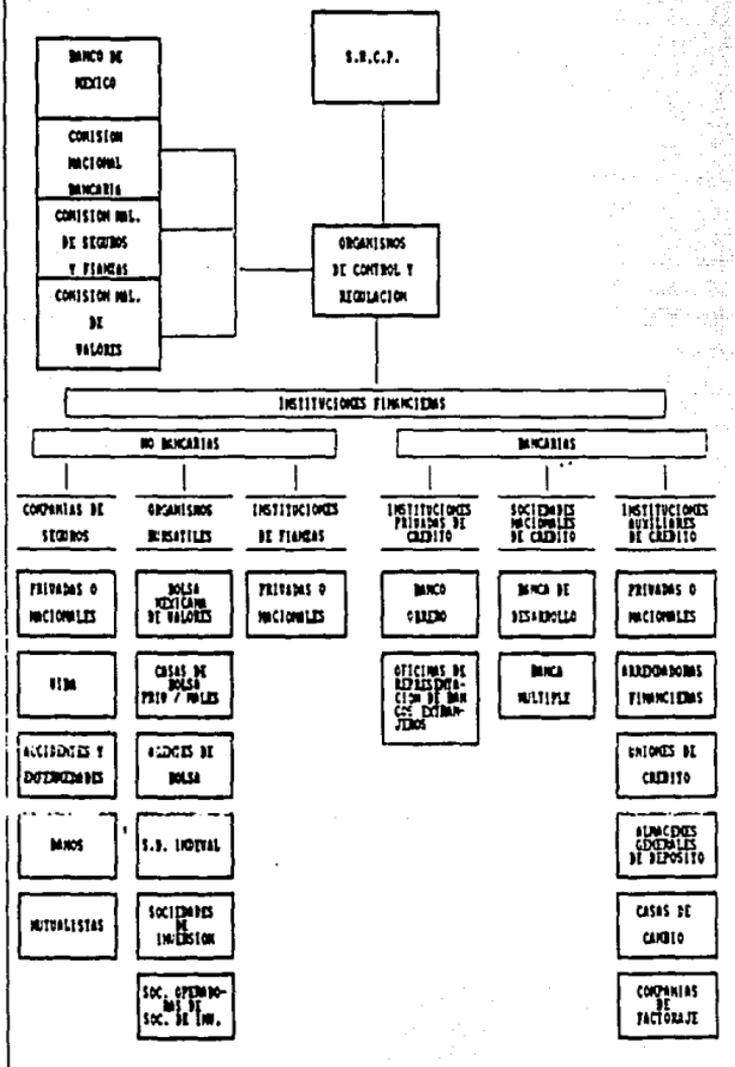
3.1. SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

El sistema financiero mexicano como cualquier otro sistema financiero es un conjunto de instituciones que generan, recogen, administran y dirigen tanto el ahorro como la inversión y ponen en contacto a oferentes y demandantes de fondos, es decir, inversionistas y solicitantes.

La estructura actual del sistema financiero mexicano se presenta en la Fig. A.1.

Fig. A.1.

ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO



La Secretaría de Hacienda y Crédito Público, es la máxima autoridad del sistema financiero mexicano y ejerce sus funciones a través de la Subsecretaría de la Banca, regulando y supervisando la actividad financiera por medio del Banco de México, Comisión Nacional Bancaria y de Seguros y Comisión Nacional de Valores.

3.1.1. BANCO DE MEXICO.

Es el Banco Central de la Nación, por lo que es de gran importancia, regula directamente a los bancos y afecta la cartera de los mismos y la disponibilidad de crédito tanto al sector público como al privado. Regula la oferta monetaria, las condiciones de crédito y el mercado cambiario.

Entre otras de sus funciones encontramos: fungir como banco de reserva; asesorar al Gobierno Federal en materia económica y financiera; actuar como agente financiero del Gobierno Federal en créditos normales y del exterior; es responsable del servicio de tesorería del propio gobierno, además de participar como su representante ante el Fondo Monetario Internacional y de otros organismos financieros internacionales, y revisa las resoluciones de la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros.

El Banco de México tiene como principales objetivos:

- a) Mantener la estabilidad económica interna y externa controlando las presiones inflacionarias.
- b) Dirigir la asignación del crédito privado hacia los sectores prioritarios.

- c) Canalizar los ahorros privados bancarios al financiamiento del sector público.

Para lograr estos objetivos, el Banco de México utiliza instrumentos de política monetaria, como el encaje legal, asignación selectiva del crédito, redescuentos, operaciones con valores, tasas de interés, acuerdos informales y fideicomisos.

3.1.2. COMISION NACIONAL BANCARIA Y DE SEGUROS.

Es un órgano desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público que se encarga de la inspección y vigilancia de las instituciones de crédito. Sirve como órgano de consulta realizando estudios que la misma Secretaría le encomienda, respecto del régimen bancario y de crédito y emite disposiciones necesarias para el cumplimiento de las diferentes leyes que la mencionan como órgano de inspección y vigilancia.

3.1.3. COMISION NACIONAL DE VALORES

Este organismo tiene como funciones principales la supervisión de la Ley de Mercado de Valores; realiza las funciones de inspección y vigilancia del funcionamiento de Casas de Bolsa, Bolsa de Valores, Operadoras de Sociedades de Inversión y Emisores de Valores, inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios; inspección de funcionamiento del Instituto para el Depósito de Valores; elaborar la estadística nacional de valores; certifica inscripciones que obren en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios; asesorar al Gobierno Federal y orga-

nismos descentralizados en materia de valores.

El sistema financiero mexicano opera a través de diversos instrumentos:

a) Financiamiento del sistema bancario y de seguros, que incluye el que ofrecen la Sociedades Nacionales de Crédito, las Organizaciones Auxiliares de Crédito y las Instituciones de Seguros.

b) Financiamiento a través de los organismos bursátiles.

3.2. FUENTES EXTERNAS DE FINANCIAMIENTO.

Las Fuentes Externas de Financiamiento son básicamente, aquellos recursos obtenidos por la empresa provenientes de terceros.

3.3. CLASIFICACION DE LAS FUENTES EXTERNAS DE FINANCIAMIENTO.

Estas fuentes de financiamiento los podemos dividir en:

- Fuentes de Financiamiento, a través de los Intermediarios Financieros Bancarios.
- Fuentes de Financiamiento, a través de Intermediarios Financieros no Bancarios.

Antes de tocar las fuentes de financiamiento bancarias, es necesario mencionar al encaje legal que juega un papel importante, ya que éste se encarga de establecer el destino del dinero captado por el banco que se utilizará para otorgar créditos, y por otra parte establece que proporción del dinero captado no

se puede prestar y que debe ser depositado en distintos Valores Gubernamentales.

La escasez de créditos por parte de las instituciones bancarias ha obligado a las empresas a buscar otras alternativas de financiamiento, las cuales se desarrollarán mas adelante en este seminario de investigación.

3.3.1. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS BANCARIOS.

La forma más común de realizar operaciones de crédito, es aquella que se realiza a través de un banco o Institución Nacional de Crédito. Podemos definir al crédito bancario como un medio por el cual una institución bancaria otorga diversos tipos de financiamiento a una persona física o moral, quienes por la garantía que ofrecen o por su solvencia, pueden cumplir a un plazo determinado, con el pago total de la deuda contraída y los intereses que de ella se deriven.

Entre las principales ventajas del crédito bancario podemos mencionar: que permite contar con la asesoría de expertos en finanzas que ayudan al empresario a encontrar la mejor solución a sus problemas operativos y a aprovechar eficientemente su crédito.

Otra ventaja es la posibilidad de obtener tasas de interés preferenciales, es decir, con réditos más bajos a los comerciales. Cuando los créditos sean susceptibles de concederse con recursos provenientes de algunos de los Fondos de Fomento, ya sean agropecuarios, industriales o comerciales, establecidos por el

Gobierno Federal.

Son sujetos de crédito tanto las persona físicas como las personas morales de reconocida solvencia, que cumplan con los requisitos solicitados por el banco, en base a las disposiciones legales dictadas por las autoridades bancarias.

La actividad de la banca es vital para asegurar mayores niveles de bienestar social, una economía más justa, con más empleo y mejor distribución del ingreso; una estructura productiva más armónica y eficiente y un mayor equilibrio regional. Por su carácter transformador, es un elemento fundamental en el desarrollo del país.

Aún cuando el sistema bancario no representa la única alternativa de desarrollo para los diversos sectores de nuestro país, éste sigue siendo el principal proveedor de fondos tanto en su modalidad de Banca Múltiple, como de Banca de Desarrollo.

A continuación mencionaré las oportunidades que las fuentes de financiamiento externas bancarias ofrecen a corto y a largo plazo.

3.3.1.1. Operaciones a Corto Plazo.

Estas operaciones son a un plazo máximo de un año. Actualmente, dadas las circunstancias, estas operaciones son las más comunes incluso a plazos menores a un año.

3.3.1.1.1. Descuentos.

El descuento es una operación de crédito por medio de la

cual el banco adquiere en propiedad documentos (letras de cambio o pagarés) no vencidos, a cargo de terceras personas, provenientes de operaciones mercantiles que el beneficiario del financiamiento endosa, recibiendo a cambio y por anticipado, el valor de los mismos menos la comisión y los intereses estipulados. Este tipo de documentos deberán estar aceptados previamente por el girado.

Los documentos ayudan a agilizar el capital de trabajo de las empresas, ya que al finalizar ventas a crédito que documentan con su clientela, reciben a cambio recursos líquidos que pueden utilizar de inmediato en la actividad productiva.

Dentro de las ventajas que ofrece este tipo de crédito esta el disminuir los gastos de cobranza, ya que el banco efectúa el cobro de los documentos; reactivar recursos que se encuentran estáticos favoreciendo la dinámica de las operaciones comerciales y, el obtener recursos anticipadamente sin tener que esperar al vencimiento de los documentos.

Los plazos a que se concede los descuentos generalmente son de 90 días.

3.3.1.1.2. Préstamo Quirografario o Directo.

Tiene como objetivo resolver problemas transitorios o de liquidez. Se otorga a personas físicas o morales dedicadas a cualquier tipo de actividad productiva, que con su sola firma, suscribiendo un pagaré, garantice el financiamiento concedido.

Este tipo de crédito ofrece la ventaja de dotar a las empre-

sas de recursos líquidos, indispensables para su mejor funcionamiento. Los plazos a que se conceden estos préstamos son de 30, 60 y 90 días aunque ocasionalmente, se pueden otorgar a mayor plazo.

3.3.1.1.3. Préstamo Directo con Garantía Colateral.

Este tipo de financiamiento exige una garantía en forma de títulos de crédito y otros documentos (letras de cambio, pagarés, facturas o contra recibos) propiedad del solicitante, que sirven de amparo colateral al préstamo solicitado.

El monto del financiamiento se establece en relación a la capacidad de pago y de los recursos propios de que disponga el demandante. Generalmente se concede un 70% del valor nominal de la garantía entregada.

Por lo general, el banco otorga a estos financiamientos un plazo máximo de 90 días. La amortización del préstamo es el vencimiento de los documentos.

3.3.1.1.4. Préstamo Prendario.

Operaciones mediante las cuales se aceptan como garantía del préstamo, bienes o mercancías de fácil realización que deberán ser depositadas en Almacenes Generales de Depósito; a cambio de un certificado y un bono de prenda que serán entregados al banco durante el plazo acordado para el financiamiento, que generalmente son de 90 días, siempre y cuando no se trate de bienes perecederos. También pueden ser otorgados como prenda valores

(obligaciones o acciones), operación que es conocida como reporto.

Sus ventajas son contar con recursos que permiten al usuario continuar o intensificar sus actividades productivas, solventar necesidades transitorias de caja contra la pignoración de mercancías, y obtener seguridad con la debida custodia de los bienes entregados en prenda.

A fin de no afectar la garantía, es conveniente liquidar puntualmente los pagos derivados del crédito. Es posible efectuar abonos parciales para liberar parte de las mercancías pignoradas.

3.3.1.1.5. Descuento de Crédito en Libros.

Consiste en la venta de las cuentas por cobrar (como notas o facturas), que esten debidamente registradas en contabilidad con el propósito de agilizar el capital de trabajo.

Recientemente este tipo de financiamiento, originalmente otorgado en exclusiva por la banca nacional, se ha convertido en un novedoso servicio proporcionado también por empresas particulares que en el medio financiero es mejor conocido como FACTORING. Este a su vez proporciona adicionalmente, servicios profesionales de análisis de crédito de clientes, administración y gestión de su cobranza, e importantes beneficios financieros y económicos.

Dentro de las ventajas que ofrece son la disponibilidad inmediata de efectivo, apoyo de cobranza profesional y experimen-

tada, análisis de crédito de clientes nuevos, administración y custodia de cartera. Simplificando con ello considerablemente los controles administrativos y del riesgo de cuentas incobrables.

Otra de las ventajas que ofrece es que es un excelente nivelador de flujos de efectivo, especialmente cuando se tiene ventas con tendencias estacionales y los ingresos no coinciden con las necesidades de recursos. Util también para hacer frente a imprevistos, como por ejemplo, compras de ocasión o egresos extraordinarios como pago de impuestos. Esta alternativa de financiamiento acorta el ciclo económico común de la empresa dándole mayor revolvencia y productividad, ya que permite que se concentre el cien por ciento de su capacidad en actividades más redituables como: producir, vender, atender nuevos mercados, desarrollar nuevos productos, etc., sin distraer recursos y tiempo en áreas que no son centro de utilidades, ya que éstas habrán sido confiadas a profesionales que las realizarán eficientemente y a menor costo.

3.3.1.1.6. Crédito en Cuenta Corriente.

Mediante este crédito, las personas físicas o morales pueden obtener fondos una o más veces durante la vigencia del contrato, mediante la utilización de los recursos puestos a disposición del acreditado, dentro del importe convenido. Préstamos contratados para que los clientes puedan disponer, en el momento que lo deseen, de una suma acordada utilizando cheques (sobregiro auto-

rizado).

Se trata de un Financiamiento que el banco concede para cubrir necesidades de liquidez en forma inmediata, mediante la suscripción o libramiento de cheques a cargo de una cuenta establecida a su nombre y así promover el aumento de las operaciones comerciales del usuario.

Los créditos en cuenta corriente generalmente se conceden a plazos de un año. El banco cobra un porcentaje por la apertura del crédito e intereses únicamente por el saldo deudor diario que registre la cuenta.

3.3.1.1.7. Tarjeta de Crédito Bancaria.

Forma más difundida de crédito bancario, ya que existen diversas tarjetas de crédito para facilitar la adquisición de bienes y servicios que permiten disponer de efectivo al amparo de un financiamiento de cuentacorrente de uso revolvente, que se aplica mediante la presentación de la tarjeta y la firma de un pagaré. Este servicio se proporciona tanto a personas físicas como morales.

3.3.1.1.8. Remesas en Camino.

Se le denomina así al servicio bancario que consiste en la seguridad de depositar en firme los cheques que se reciben a cargo de cualquier institución de crédito del interior del país, de modo que el banco pueda hacerlos efectivos a través de sus sucursales y corresponsales en el país y en el extranjero. Para

ello es indispensable entregar los documentos debidamente requeridos y endosados en propiedad al banco, al mismo tiempo que se autoriza a la Sociedad Nacional de Crédito donde se realiza la operación, a descontar del importe del financiamiento, los costos acostumbrados a este tipo de transacciones.

3.3.1.1.9. Aceptaciones Bancarias

"Son letras de cambio emitidas por empresas a su propia orden y aceptadas por instituciones de Banca Múltiple, con base en créditos que éstos conceden a aquellas. Se entiende por letra de cambio, un título de crédito que es aceptado por una persona física o moral, mediante la firma de quien los suscribe." (4)

Entre sus principales características se pueden citar:

- a) Se documentan como letras de cambio giradas por las empresas usuarias del crédito, a su propia orden, las cuales son aceptadas por instituciones de banca múltiple.
- b) Es un instrumento a un plazo no mayor a 360 días.
- c) Funciona a través de tasas de descuento, al igual que los CETES y el Papel Comercial.
- d) No están sujetos al encaje legal, en el sentido tradicional del mismo; es de capacidad de emisión de las mismas hasta por un 40% del capital neto.

(7) "Instrumentos del Mercado de Dinero". México, 1987.

- e) Su riesgo es menor al de muchos instrumentos de los mercados crediticios (tales como el Papel Comercial, las Obligaciones quirografarias, etc.) ya que este instrumento al haber sido aceptado por el banco emisor, de hecho equivale a estar avalados por este último.

A través de las Aceptaciones Bancarias los bancos pueden, de una manera directa, inmediata y abierta (pública), buscar allegarse de los recursos necesarios (equivale a depósitos) para financiar, parcialmente, las demandas de crédito de las empresas medianas y pequeñas.

Dadas las características de las aceptaciones bancarias y la complejidad que los mercados financieros van experimentando conforme un país se desarrolla, es de esperarse un crecimiento notable de este instrumento en los años futuros.

3.3.1.2. Operaciones a Mediano y Largo Plazo.

Operaciones que se llevan a cabo a plazo de un año o más y sirven para apoyar las actividades productivas de la empresa al aportar capital de trabajo, el cual puede designarse a la adquisición de bienes de capital para la expansión de la producción, ya sea industrial, comercial o agropecuaria. Todos ellos amparados por una garantía real. Cuando dicha garantía es inmobiliaria, queda gravada a favor del banco y se inscribe en el Registro Público de la Propiedad. Esto también es aplicable a ciertas garantías no inmobiliarias.

3.3.1.2.1. Préstamo Refaccionario

Es un financiamiento que se concede principalmente a industriales, agricultores y ganaderos, para ser destinado a la adquisición de bienes de capital tales como maquinaria y equipo, unidades de transporte, pies de cria, desarrollo de árboles frutales, construcción de corrales, pozos, etc.

La formalización de este tipo de crédito se hace por medio de un contrato de apertura de crédito, especificando las condiciones propias de la operación.

El préstamo podrá obtenerse en una o varias administraciones a través de la suscripción de pagarés (al amparo de crédito refaccionario) cuyos importes quedarán abonados en la cuenta de cheques del usuario. La supervisión que ejerce el banco en estas operaciones permite tener la comunicación necesaria para detectar fallas, y en su caso, proceder a los ajustes necesarios.

3.3.1.2.2. Crédito simple con garantía real.

De gran utilidad en cuanto a que resuelve diversas necesidades económicas sin que el deudor tenga que distraer los propios recursos líquidos necesarios en las actividades normales del negocio. Este financiamiento puede concederse también a ganaderos y a agricultores que garanticen el crédito con unidades industriales.

Su versatilidad le permite hacer frente a los grandes imprevistos o a las inversiones fuertes que por oportunidad conviene realizar.

La facilidad en el tratamiento de este crédito está determinado por el plazo que se otorgue; porque se autoriza en función a la generación y disponibilidad de recursos. Se instrumenta a través de un contrato en el que se especifican los requisitos, las condiciones y garantías reales (hipotecarias, fiduciarias y prendarias).

Se ejerce mediante la suscripción de pagarés, pudiendo disponer de el importe total mediante una o varias administraciones, conforme a las necesidades. Cabe aclarar que no se trata de un crédito revolvente, ya que no se puede redisponeer de los abonos anticipados que efectúe el cliente.

3.3.1.2.3. Crédito con garantía en Unidades Industriales.

Financiamiento que se otorga a industriales con la garantía de la unidad industrial de su empresa, incluyendo o no bienes inmuebles, a condición de que su destino no sea la adquisición o construcción de inmuebles.

Este crédito puede ser utilizado para capital de trabajo, consolidación de pasivos, ampliación o renovación de la planta, o bien, para resolver algunos otros problemas de carácter financiero de las empresas, incluyendo responsabilidades fiscales, puesto que permite la utilización de recursos a largo plazo. También ofrece las ventajas de poder contar con un financiamiento que facilita la planificación de la empresa consolidando sus compromisos, o bien para resolver problemas de caja u otros de carácter financiero, así como calendarizar pagos de acuerdo a

las posibilidades de la empresa.

La operación se instrumenta por medio de un contrato de apertura en el que se especifican las condiciones propias de la transacción. Esta queda inscrita y legalizada en el Registro Público de la Propiedad.

3.3.1.2.4. Crédito de Habilitación o Avío.

Es un crédito que se otorga con el fin de apoyar o fomentar el capital de trabajo para la adquisición de materias primas, pago de jornales, salarios y gastos directos indispensables para apoyar el ciclo productivo de una empresa o unidad de producción, ya sea ganadera o industrial.

Las ventajas que ofrece este tipo de financiamiento son la posibilidad de incrementar su capital de trabajo con recursos ajenos, al negocio; obtener plazos adecuados para el proceso de producción, venta y recuperación, sin entorpecer la marcha de la unidad productiva; así como tasas de interés preferenciales, cuando los créditos sean susceptibles de concederse con recursos provenientes de diversos Fondos de Fomento establecidos por el Gobierno Federal.

3.3.1.2.5. Préstamo Hipotecario

También conocido como crédito con garantía inmobiliaria, y está destinado a la adquisición, edificación, obras o mejoras de inmuebles. En cuanto a las garantías, se pueden solicitar adicionales a las del inmueble hipotecado además de demostrar

su capacidad de pago.

Este tipo de crédito requiere contato inscrito en el Registro Público de la Propiedad.

3.3.1.2.6. Certificados de Participación Inmobiliaria Amortizables.

Los Certificados de Participación Amortizables (CPI'S) son títulos de crédito emitidos por Sociedades Nacionales de Crédito a través de sus áreas fiduciarias, con fundamento en un fideicomiso irrevocable constituido por el propietario de un inmueble.

Este instrumento es adecuado para aquellas empresas propietarias de inmuebles con alto valor comercial, que requieran financiamiento de largo plazo, ya sea para el desarrollo, remodelación o adquisición de nuevos bienes inmuebles, o para el financiamiento a proyectos de inversión productiva, que abarque el desarrollo integral del proyecto, desde su construcción hasta su puesta en marcha.

La emisión de los CPI'S está garantizada con los bienes inmuebles y/o derechos afectados en fideicomiso. Así, ante la eventualidad de que la fideicomitente no cumpla con el pago de intereses y/o amortizaciones del financiamiento, la garantía puede ser líquida por el fiduciario para asegurar el pago a los tenedores de CPI'S.

La empresa financiada se obliga a contratar seguros contra cualquier tipo de siniestro, cubriendo la totalidad de los bienes fideicomitados, y a mantener vigentes las pólizas protegiendo al

máximo el patrimonio que garantiza la emisión.

Adicionalmente, el monto total a emitir deber ser inferior al valor comercial de inmueble fideicomitado, otorgándose de esta forma un aforo (de 10% a 20%) entre la garantía y el monto emitido. Las características de los CPI'S son adecuados para emitir a plazos de tres a siete años dependiendo del período de recuperación del proyecto financiado. Por tanto, el plazo de cada emisión debe determinarse a partir del análisis de la rentabilidad y los flujos del proyecto.

El instrumento presenta una gran flexibilidad para el diseño de la mecánica de amortización. Al momento de emitir, se pactan las fechas y proporciones en que será amortizada la emisión. Las alternativas incluyen desde esquemas de pagos trimestrales idénticos a valor nominal, a partir de un cierto período de gracia; hasta un pago único al final del plazo de vigencia, con el fin de beneficiar al máximo el flujo de efectivo de la empresa financiada.

Adicionalmente, en el acta de emisión se incluye la posibilidad de amortizar anticipadamente determinados porcentajes de la emisión, en las fechas designadas para el pago de intereses.

En caso de efectuarse alguna amortización anticipada (parcial o total), ésta debe incluir el pago de una prima de inversionista, previamente definida y asentada en el acta de emisión. El valor de dicha prima variará dependiendo del año en que se amotice anticipadamente la emisión.

La amortización anticipada confiere a la empresa la ventaja

de desendeudarse en caso de recibir flujos mayores a los proyectados, o bien, si las condiciones del mercado varían considerablemente y el costo de financiamiento resulta demasiado elevado.

En caso de que el pago de intereses y/o amortización esté referido de alguna forma al valor comercial del inmueble, dicho valor será actualizado periódicamente. Se cuenta con dos alternativas para actualizar: mediante un avalúo realizado por un perito valuador autorizado por la Comisión Nacional de Valores, o por medio de algún índice de precios publicado por Banco de México.

Los CPI'S se inscriben en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, Sección Valores, y cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. La actualización del valor del inmueble realizada para fines del pago del rendimiento, en caso de aplicar, servirá también como referencia del precio de los CPI'S en el mercado secundario. Para tal efecto, el Representante Común publicará trimestralmente el valor actualizado del inmueble y el valor de referencia de los títulos.

Ventajas de emitir CPI'S:

- No existe máximo de emisión; la única condición es que el valor de los inmuebles afectados como garantía, cubra el monto emitido más un aforo (una proporción razonable sería emitir CPI'S por montos equivalentes a 80% ó 90% del valor de los inmuebles).
- El plazo de la emisión permite a la empresa disponer del tiempo necesario para que el proyecto financiado alcance su fase

productiva, antes de efectuar pagos de amortización.

- El instrumento es adecuado para financiar la expansión de la empresa que los emite, ya que ésta aporta inmuebles al fideicomiso y, con los fondos obtenidos, financia la ampliación proyectada.

- Al momento de diseñar la emisión y estimando los flujos que arrojará el proyecto, se pueden establecer tiempos y proporciones en que la empresa amortizará la emisión de tal manera que dichas erogaciones se adecúen al flujo de efectivo del proyecto financiado.

- Si las condiciones del mercado cambian, haciendo que el costo financiero resulte demasiado oneroso y el crédito resulte menos atractivo para la empresa, o bien, si ésta dispone de fondo, puede amortizar por anticipado la emisión (total o parcialmente).

"Requisitos para una Emisión y Oferta Pública de CPI'S:

1. Solicitud a la Comisión Nacional de Valores (CNV) y a la Bolsa Mexicana de Valores (BMV).
2. Escritura de poderes vigentes de quien firme la solicitud con carta del Secretario del Consejo de Administración certificándolo.
3. Pago a la CNV y BMV por concepto de estudios técnicos.
4. Carta facultando a la Casa de Bolsa para actuar como intermediario.
5. Carta del secretario del Consejo de Administración,

certificando que los libros de actas de Asambleas, sesiones del Consejo y registro de acciones nominativas están al corriente.

6. Proyecto de la Junta del Consejo de Administración que convoca a Asamblea General Extraordinaria de Accionistas.
7. Convocatoria a Asamblea General Extraordinaria de Accionistas.
8. Proyecto de Asamblea General Extraordinaria de Accionistas que resolverá sobre la emisión de CPI'S.
9. Proyecto de la Junta del Consejo de Administración que nombrará delegados para ejecutar los acuerdos de la Asamblea General Extraordinaria de Accionistas.
10. Proyecto de las clausulas de la escritura de emisión.
11. Oficio expedido y aprobado por la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros, al proyecto de contrato de fideicomiso y acta de emisión de CPI'S.
12. Copia certificada de la escritura de poderes de las personas que suscribirán los títulos.
13. Escrituras de propiedad de los bienes que serán fideicomitidos.
14. Avalúos de los activos fijos de la empresa fideicomitente, practicados por BANOBRAS.
15. Certificado reciente de libertad de gravámenes.
16. Informe actualizado sobre créditos de la empresa fideicomitente, tanto bancarios como de otro tipo, indicando

- los gravámenes correspondientes.
17. Lista actualizada de inversiones de la fideicomitente en otra sociedades (para las empresas subsidiarias indicar el porcentaje de tenencia).
 18. Dos copias certificadas de la escritura constitutiva de la empresa fideicomitente y actas de todas las asambleas donde se modificó el capital o los estatutos sociales.
 19. Compulsa de los estatutos sociales vigentes del fideicomitente.
 20. Actas de aprobación de los estados financieros por los últimos tres ejercicios sociales y que éstos estén dictaminados.
 21. Proyecto del título que documentará la emisión.
 22. Proyecto del prospecto de colocación.
 23. Proyecto del aviso de oferta pública.
 24. Proyecto del contrato de colocación y, en su caso de sindicación.
 25. Estudio Técnico-Económico, de la empresa fideicomitente.
 26. Breve información de la situación fiscal de la empresa fideicomitente.
 27. Lista de consejeros y principales funcionarios.
 28. Relación de activos gravados.
 29. Política de dividendos.
 30. Informe comercial.

31. Bases detalladas de presupuestación.
32. Destino de los fondos y en su caso programa de inversiones detallado trimestralmente.
33. Estado de modificaciones al capital social (en caso de haber sufrido modificaciones posteriores al ultimo dictamen)." (8)

3.3.2. INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS.

Además de los intermediarios financieros bancarios contamos también en nuestro sistema con los intermediarios financieros no bancarios que posee un marco jurídico específico dotándolos de derechos que pretenden el logro de una competencia y mayor eficiencia del sistema financiero en su conjunto.

Estos intermediarios financieros cuyas actividades se regulan por diferentes leyes (Ley del Mercado de Valores, Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito, etc.), tiene como denominador común el ser sociedades anónimas concesionadas o autorizadas por el Gobierno Federal, con un objeto social limitado a las actividades que expresamente establecen sus leyes en virtud de lo cual están jurídicamente imposibilitados para realizar funciones ajenas.

Cabe aclarar que los intermediarios financieros bancarios pueden realizar además de sus operaciones otras actividades financieras que no sean propiamente bancarias y que los interme-

(8) cfr "Certificados de Participación Patrimonial (CPI'S)"
Casa de Bolsa Probusa, S.A. de C.V.

diarios financieros no bancarios pueden realizar ademas de su función técnica especializada que la ley les asigne, operaciones financieras, inclusive de crédito activas o pasivas según sea el caso, o ambas juntamente, siempre y cuando la ley que los rija lo prevea y no cierre el circulo a la intermediación bancaria, que la ley conceptúa como servicio público de banca y crédito.

Lo anterior no significa que los intermediarios financieros antes mencionados realizarán sus actividades de una forma paralela o bien duplicándolas, sino que cada una en su especialidad se complementará.

Las instituciones que operan como intermediarios financieros no bancarios que considere importantes para efectos de este seminario son:

- Arrendadoras Financieras
- Almacenadoras
- Empresas de Factoraje
- Casas de Bolsa

Asi mismo, los instrumentos que operan dentro de los intermediarios financieros no bancarios son:

- Papel Comercial.
- Obligaciones.

3.3.2.1. Arrendadoras Financieras.

Son organismos auxiliares de crédito, que mediante un contrato de arrendamiento en el cual el arrendador se obliga a entregar al arrendatario, a cambio de una renta durante un plazo

irrevocable, un bien teniendo las siguientes opciones al finalizar el plazo:

- Trasladar la propiedad;
- Volver a rentar el bien; o
- Enajenar el bien a una tercera persona, distribuyéndose el importe de la enajenación.

La ventaja para el arrendamiento consiste en el hecho de utilizar activos fijos sin necesidad de desembolsar inmediatamente capital.

Las arrendadoras financieras solo podrán realizar las siguientes operaciones:

- a) Celebrar contratos de arrendamiento financiero,
- b) Adquirir bienes de proveedores o futuros arrendatarios para darlos a estos últimos en arrendamiento financiero,
- c) Obtener préstamos de las instituciones de crédito, seguros nacionales y entidades extranjeras para la realización de sus operaciones,
- d) Otorgar créditos a corto plazo relacionados con contratos de arrendamiento y créditos refaccionarios o hipotecarios,
- e) Descontar, dar en prenda o negociar títulos de crédito y afectar los derechos provenientes de los contratos de arrendamiento financiero,
- f) Constituir depósitos a la vista y a plazo en instituciones de crédito y bancos del extranjero, así como ad-

quirir valores aprobados para tal efecto por la Comisión Nacional de Valores.

3.3.2.2. Almacenes Generales de Depósito.

Los almacenes generales de depósito son organizaciones auxiliares de crédito concesionadas por la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros para operar dentro de los lineamientos que señalan tanto en la Ley de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito, como en la Ley de Títulos y Operaciones de Crédito.

Su objetivo fundamental es el de depósito, guarda y conservación de bienes y mercancías a su cuidado y la correspondiente expedición de certificados de depósito y bonos de prenda, siendo estos últimos opcionales, cuando a solicitud del depositante se emitan como no negociables los certificados de depósito.

Estos almacenes podrán realizar las siguientes actividades:

- a) Transformar mercancías depositadas para aumentar su valor, sin variar esencialmente su naturaleza,
- b) Expedir certificados de depósito por mercancías en tránsito si el depositante y acreedor prendario dan su conformidad y corren los riesgos inherentes además de asegurar por conducto del almacén las mercancías.
- c) Transportar mercancías que entren o salgan del almacén, siempre que vayan a ser depositadas en éste.
- d) Certificar la calidad y valorar las mercancías, para hacerlos constar en el certificado o bono.
- e) Anunciar con carácter informativo la venta de bienes

y mercancías depositados.

- f) Empacar y envasar bienes y mercancías por cuenta de depositantes y titulares de certificados.

Estos almacenes pueden ser de dos clases:

- Almacenamiento financiero, destinado a graneros, así como recibir mercancías o efectos nacionales o extranjeros por lo que se hayan pagado ya los impuestos correspondientes.

- Almacenes fiscales, facultados además, para almacenar mercancías sujetas a pago de derechos de importación y solo pueden retirarse al pago de los mismos.

3.3.2.3. Empresas de Factoraje.

Como ya se mencionó en el capítulo anterior son instituciones especializadas en la compra-venta de cuentas por cobrar, proporcionando liquidez y capital de trabajo.

Son empresas que adquieren las cuentas por cobrar que generan las empresas en el transcurso de sus actividades, así como títulos de crédito, realizando una eficiente administración y gestión de cobranza.

Este servicio se puede proporcionar también en el ámbito internacional facilitando a los exportadores e importadores minimizar su riesgo de negocios internacionales, otorgándoles: protección contra malos créditos, investigación de clientes y servicios de administración y cobranza.

Permite al exportador mexicano vender a crédito en el ex--

tranjero con la seguridad total de hacer efectiva la cobranza, siempre y cuando cumpla con lo establecido en su contrato con el importador.

Ventajas del Factoring.

- Disponibilidad inmediata de recursos a través de sus cuentas por cobrar.
- Efectiva liquidez que permite continuar su ciclo productivo.
- Mejorar su posición financiera al evitar la contratación de nuevos pasivos.
- Evitar la saturación de sus líneas de crédito con diversas Instituciones Financieras.
- Planear las necesidades financieras a corto plazo al nivelar su flujo de efectivo.
- Optimizar el manejo de tesorería.
- Reducir costos en las gestiones de cobranza.

Los requisitos para ingresar a Factoring son:

1. Acta Constitutiva
2. Poderes para suscribir Títulos de Crédito.
3. Registro Federal de Contribuyentes.
4. Contrato con Factoring que contiene:
 - Nombre de la empresa, así como el nombre de la persona que la representan; poner a que se dedica la empresa.

- Domicilio fiscal de la empresa.
- Debe llevar el nombre de la(s) persona(s) responsables y firma.

5. Tarjeta muestra de firmas.

Por último cabe señalar que también las casas de bolsa pueden realizar este tipo de operaciones.

3.3.2.4. Casas de Bolsa.

Una Casa de Bolsa es una persona moral constituida como sociedad anónima cuya organización y funcionamiento está regulado y autorizado por la Ley del Mercado de Valores, la Comisión Nacional de Valores, la Bolsa Mexicana de Valores e inscrita en el Registro Nacional de Valores e intermediarios.

A través de las transacciones que llevan a cabo las casa de bolsa, así como los servicios que ofrecen, se benefician tanto las empresas como el público inversionista, en la búsqueda del logro de los objetivos de la intermediación.

Tipos de Mercado.

Dentro del Mercado de Valores podemos hablar de cuatro tipos de Mercados que interactúan en el mismo y son:

a) Mercado de Capitales: formado por los oferentes y demandantes de recursos para el financiamiento o inversión a largo plazo, definiendo las operaciones a largo plazo como aquellas que se realizan con valores cuyo vencimiento es mayor a un año.

b) Mercado de dinero: Formado por oferentes y demandantes de recursos para el financiamiento e inversión a corto plazo, definiendo las operaciones a corto plazo como aquéllas que se realizan con valores cuyo vencimiento es menor a un año.

c) Mercado Primario: formado por oferentes y demandantes de recursos para el financiamiento o inversión, refiriéndose exclusivamente a la colocación de nuevas emisiones de valores.

d) Mercado Secundario: formado por oferentes y demandantes de recursos para el financiamiento o inversión, refiriéndose a las transacciones de valores una vez transcurridas la primera emisión.

Entre las principales ventajas tenemos:

- Prestar asesoría en materia de Mercado Bursátil a empresas y público inversionista.
- Facilitar la obtención de créditos para apoyar la inversión en Bolsa de sus clientes.
- Auxiliar a los inversionistas para la integración de sus carteras de inversión y en la toma de decisiones de inversión en bolsa.
- Proporcionar asesoría a las empresas para la colocación de valores en el Mercado.

3.3.2.5. Emisión de Papel Comercial.

Es un instrumento de financiamiento de empresas mexicanas, documentado mediante un pagaré con vencimiento fijo.

El Papel Comercial, en cualquiera de sus modalidades consti-

tuye una fuente de recursos para empresas con escasez de efectivo que necesitan financiar su capital de trabajo (para financiamiento de inventarios, cuentas por cobrar, anticipos o pagos a proveedores, etc.) y operaciones diarias.

Las tasas de descuento y de rendimiento se determinan libremente aunque son mayores que las tasas de CETE. El Papel Comercial debe cumplir con los requisitos de literalidad que establece el artículo 170 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito y que son los siguientes:

- I. La mención de ser pagaré, inserta en el texto del documento;
- II. La promesa incondicional de pagar una suma determinada de dinero;
- III. El nombre de la persona a quién ha de hacerse el pago;
- IV. La época y el lugar del pago;
- V. La fecha y lugar en que se suscriba el documento; y
- VI. La firma del suscriptor o de la persona que firme a su ruego o en su nombre.

Así mismo, debe cumplir con el requisito que marca el artículo 74, segundo párrafo de la Ley del Mercado de Valores, en la inteligencia de que todos los títulos que integren cada emisión deberán tener un valor nominal de \$ 100,000.00 o sus múltiplos y la misma fecha de vencimiento.

De igual forma el Papel Comercial deberá inscribirse previamente en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores

e Intermediarios y en la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

La inscripción del papel comercial en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios, así como la autorización para su oferta pública, se sujetará al siguiente procedimiento:

- a) Solicitud firmada por la sociedad emisora.
- b) La solicitud deberá acompañarse de copia del dictamen de la institución calificadora de valores autorizada por la Comisión Nacional de Valores para estos efectos, en el que conste su opinión favorable en cuanto a la existencia legal y a la calidad crediticia de la emisora. Si en opinión de la institución calificadora no es previsible que la emisora tenga un grado adecuado de solvencia y liquidez, así deberá hacerlo constar en su dictamen y la emisión no será inscrita en el Registro Nacional de Valores e Intermediación.
- c) Igualmente, deberá presentarse el formato de aviso de oferta pública de suscripción o venta de los títulos.

La inscripción y autorización de oferta pública se otorgarán con vigencia máxima de un año y tendrán carácter global respecto del total de emisiones que se realicen durante ese ejercicio, con la circunstancia consistente en que la inscripción no implicará certificación sobre la bondad del valor o solvencia del emisor.

El registro del papel comercial avalado por instituciones de crédito, se otorgará cuando el Banco de México lo solicite de

acuerdo a la Ley del Mercado de Valores. Simultáneamente se autorizará la oferta pública de los títulos que se registren.

Los pagarés representativos de cada emisión que podrán estar documentados en un solo título, deberán ser depositados en la S.D. Ineval, S.A. de C.V., Institución para el Depósito de Valores, a la que se acreditará el otorgamiento de los poderes de las personas legalmente autorizadas para suscribirlos a nombre de la emisora.

La sociedad emisora podrá determinar libremente el monto, la tasa y el plazo de cada emisión, sin que en ningún caso este último pueda ser mayor a 370 días. El vencimiento no deberá coincidir con un día inhábil.

La sociedad emisora, por conducto de la casa de bolsa encargada de la colocación, deberá comunicar a la Comisión Nacional de Valores por lo menos con tres días hábiles de anticipación a cada emisión, el monto, así como las fechas de suscripción y vencimiento de los títulos. Esta información deberá proporcionarse igualmente a la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. y S.D. Ineval, S.A. de C.V.

Las operaciones con papel comercial exclusivamente podrán ser de compra-venta y de depósito en administración, así como de reporto cuando se trate de papel comercial avalado por Instituciones de Crédito, en cuyo caso deberán observarse las disposiciones de carácter general que dicte el Banco de México.

Las casas de bolsa en ningún caso podrán celebrar operaciones de compra-venta de papel comercial con rendimiento garantiza-

do ni, en general, operaciones con dichos títulos distintas a las antes señaladas.

El Papel Comercial está regido dentro de la Comisión Nacional de Valores con la Circular 10-118 de fecha 2 de mayo de 1989.

3.3.2.6. Emisión de Obligaciones

Una obligación es una deuda pública contraída en forma colectiva por una empresa o dependencia gubernamental. Es una deuda, ya que la empresa, a cuyo cargo están las obligaciones emitidas, han recibido dinero en calidad de préstamo.

El comprador de la obligación (persona física, empresa y demás personas morales) obtienen pagos periódicos de intereses, normalmente trimestrales, y reciben en efectivo el valor nominal de la obligación en la fecha de vencimiento de la misma.

El compromiso de pago y la operación de crédito son públicos, ya que únicamente las empresas registradas en bolsa, pueden emitir obligaciones.

Una empresa emite obligaciones:

1. Porque es más fácil conseguir crédito de varias centenas de millones de pesos por parte de cientos de miles de personas, que conseguirlo de una sola, o bien de un crédito bancario.
2. La contratación de la deuda (emisión de obligaciones) es a largo plazo, situación que puede ser perjudicial en momentos inflacionarios y de incertidumbre.

Algunas empresas tienen acceso al crédito en moneda extran-

jera lo cual a la larga puede ocasionar una gran carga, por devaluaciones que puede sufrir la moneda.

Es por ellos que los recursos a largo plazo que obtiene una empresa por la emisión de obligaciones son pagaderos en pesos. Siendo este punto de excesiva importancia para la empresa colocadora de obligaciones.

3. Si se efectúan los cálculos necesarios para determinar el costo neto real de un crédito vía emisión de obligaciones, y se le compara contra el costo real de un crédito bancario a un plazo típico en donde se deben de considerar el cobro de los intereses por anticipado, la reciprocidad correspondiente, la comisión de apertura, etc., nos encontramos que es más bajo el costo promedio de financiarse, a largo plazo, vía emisión de obligaciones que a través de un crédito bancario.

4. Ausencia de garantías para conseguir recursos a largo plazo. Mientras más largo sea el plazo de un crédito, normalmente aumenta el riesgo de recuperarse los recursos prestados. Por esta razón es costumbre habitual en los créditos bancarios a largo plazo, con algunas excepciones, que se graven los activos del negocio como garantía de pago del crédito.

En el caso de las obligaciones, excepto las hipotecarias, las empresas no enajenan ningún activo. Constituyendo esto un gran atractivo para las empresas, ya que al tener sus activos fijos limpios de gravámenes, están disponibles para utilizarse en un futuro como garantía de algún otro crédito a largo plazo en el cual sea requisito indispensable hacerlo.

Sin embargo, precisamente por la falta de garantías específicas en las obligaciones quirografarias, la práctica común es la imposición de restricciones a la estructura financiera a la liquidez de la empresa emisora y al no gravamen de cierta posición de activos en relación a la deuda son garantía específica.

Las restricciones de estructura financiera se refieren a los límites de apalancamiento máximo permitidos mientras la amortización total no se haya efectuado; los casos típicos de relación máxima de pasivo total a capital contable permitida oscilan alrededor de 1.3 veces a 1.

Las restricciones de liquidez se refieren a la proporción mínima que debe guardar el activo circulante en relación al pasivo circulante.

Por último, la otra restricción, que usualmente se incluye dentro de la mayor parte de las emisiones de obligaciones quirografarias, se refiere a la relación mínima que deberá guardar los activos no dados en garantía contra pasivos no garantizados.

En el caso de incumplimiento de alguna de las restricciones, el representante común de los obligacionistas es el responsable, ante el resto de obligacionistas, de negociar ante el emisor nuevos términos de la propia emisión. En el extremo de los casos, de no regularizarse el cumplimiento de la o las restricciones financieras, se puede, con base en la cláusula típica en todos los prospectos de emisión, exigir el pago total y anticipado de la emisión.

Clases de Obligaciones.

Existen cinco clases de obligaciones:

3.3.2.6.1. Obligaciones Prendarias: son aquellas que tienen como garantía un bien mueble enajenable, para garantizar su cumplimiento y su preferencia en el pago.

Esto otorga una posición privilegiada al obligacionista, ya que si la emisora no cumple con su compromiso, los acreedores prendarios pueden exigir el pago inmediato con el valor de los bienes que garantizan su crédito.

3.3.2.6.2. Obligaciones Quirografarias: Este es el tipo de obligaciones más común en el mercado. Únicamente están respaldadas con la forma de la empresa que las emite. No existe garantía específica para su pago en el caso de liquidación de la empresa emisora.

En el caso supuesto de insolvencia de la empresa emisora los tenedores de este tipo de obligaciones participarán en el proceso de liquidación de activos y pago de pasivos como acreedores comunes, sin ninguna prioridad en particular.

La falta de garantía específica para el pago de obligaciones quirografarias en el caso de liquidación de la empresa emisora es sumamente importante cuando ese caso se presente. Este caso únicamente se presentaría si la empresa emisora empezara a --- incurrir en pérdida y éstas se repitieran año tras año. Aunque difícilmente sería repentino, a no ser que se tratara de un caso

de quiebra fraudulenta o quiebra fortuita.

Mientras una empresa marche bien en sus resultados, la falta de garantías específicas para sus obligaciones pendientes de -amortizar, es prácticamente irrelevante. Además que cuando no se tiene confianza en la marcha correcta de una empresa o en su futuro no se le considera sujeto de un crédito, con o sin garantías específicas de sus créditos.

3.3.2.6.3. Obligaciones Hipotecarias: Tal como su nombre lo indica, están respaldadas con garantías hipotecarias. Como consecuencia de liquidación de la empresa emisora, los tenedores de este tipo de obligaciones tiene alta prioridad en el concurso de acreedores, ya que, el reembolso de su adeudo, provendría, en tal caso de la venta de los activos fijos gravados con tal propósito.

3.3.2.6.4. Obligaciones Convertibles: Hay una gama infinita de tipo de obligaciones convertibles en acciones. Se consideran o entran en juego diversas condiciones para la inversión y el tiempo de ejercicio del derecho.

Sin embargo, y en términos muy generales se puede hacer los siguientes comentarios:

1. Las acciones que se obtienen a cambio de las obligaciones procede del derecho de la conversión de las mismas, y las posibles ventajas financieras que se ejercitan son parte integrante del paquete, al momento de contemplar la decisión de compra-Ven-

ta de obligaciones convertibles.

2. A medida que están próximas a cumplirse las condiciones bajo las cuales las obligaciones se convertirán en acciones, bien sea total o parcialmente, el precio de las mismas tenderá a subir en la proporción necesaria para reflejar el beneficio de la conversión.

3. Al considerar la posibilidad de compra de una obligación convertible el factor vital es el atractivo de las acciones de la misma empresa. Es indispensable analizar la empresa en sí y sus perspectivas. Ya que si uno no compraría la acción de la empresa en cuestión directamente, tampoco se compraría el derecho de, eventualmente adquirir la acción indirectamente.

3.3.2.6.5. Obligaciones Múltiples: Las necesidades de financiamiento de largo plazo que enfrentan las empresas actualmente no son satisfechas plenamente bajo el esquema de obligaciones tradicionales, esto es así debido a los siguientes factores:

- a) Se presenta un efecto de amortización anticipada de la emisión en los primeros trimestres de vigencia de ésta. Así por ejemplo, a las tasas de interés actuales, --- (50%), al primer año de la emisión se amortiza casi el 40% de ésta.
- b) La tenencia promedio de los fondos a lo largo de la emisión tiende a ser reducida, así por ejemplo, el saldo insoluto a valor presente promedio a lo largo de la vida de una emisión es de tan solo 30% , a las tasas

de interés actuales.

- c) Los pagos que se llevan a cabo en los primeros periodos tienden a ser muy abultados, obligando a la empresa a destinar recursos adicionales para liquidar los intereses devengados.
- d) Los esquemas de pago no son compatibles con el periodo de recuperación normal de un proyecto de inversión de largo plazo.
- e) Se fuerza a la empresa a un endeudamiento inicial innecesario que dado el diferencial entre tasas activas y pasivas, tiende a elevar el costo de financiamiento.

Cualquier emisión de obligaciones debe de sujetarse a las siguientes limitantes impuestas por las autoridades financieras:

- a) Monto máximo autorizado por emisión determinado en función de la capacidad de pago de la empresa.
- b) El monto a emitir no puede exceder al valor del capital contable de la emisora.
- c) Los fondos deberán de destinarse en su totalidad a financiar activos fijos.

Conceptos y objetivos de las Obligaciones Múltiples.

Las obligaciones múltiples es un esquema de financiamiento de largo plazo basado en el de las obligaciones tradicionales, que se caracteriza por contar con la alternativa de realizar colocaciones múltiples de fondos, de acuerdo a un calendario de

disposiciones sucesivas determinado previamente y que se apega a los lineamientos dictados por las autoridades financieras.

Los objetivos que persigue este esquema son los siguientes:

1. Permitir que el proyecto en cuestión sea autofinanciable, evitando al máximo posible que la empresa destine otras fuentes de recursos al financiamiento del costo del proyecto en todos los componentes de éste: maquinaria y equipo, mano de obra, costo financiero, instalaciones, etc.
2. Minimizar el efecto negativo del pago de altos flujos de efectivo netos en las primeras etapas del proyecto.
3. Adecuar el calendario de flujos de financiamiento al programa de inversión para evitar el impacto en un endeudamiento innecesario.
4. Sujetar la emisión a los lineamientos establecidos por las autoridades financieras.

Aspectos Operativos.

- a) Se determina un programa de financiamiento a la empresa, que considere todos los componentes del flujo de efectivo que requiere el desarrollo del proyecto de inversión.
- b) Se solicita la autorización de una emisión de obligaciones (hipotecarias o quirografarias), por el monto total que requiera el proyecto a financiar, con un plazo definido y un período de gracia máximo.

- c) Se lleva a cabo una primera colocación cuyo monto se determinará en función de las necesidades del proyecto.
- d) El programa de desembolsos de las colocaciones sucesivas buscara minimizar el efecto de la amortización anticipada, considerando:
- El programa de requerimientos de financiamiento en el tiempo;
 - Los flujos esperados de recuperación de la inversión;
 - Parámetros adecuados de endeudamiento y cobertura de intereses de la empresa durante la vida de la emisión, y;
 - Montos máximos en relación al interés devengado del periodo.
- e) Las colocaciones realizadas están sujetas a un tratamiento operativo idéntico al de las obligaciones tradicionales.
- f) Las colocaciones subsecuentes se realizarán trimestralmente por un monto previamente definido, en la fecha de pago de los intereses devengados, y cuyos títulos tendrán cortados previamente los cupones vencidos que no hayan devengado intereses.
- g) Todas las colocaciones posteriores se realizan bajo esta misma mecánica, hasta que se coloque la totalidad del monto autorizado en la emisión.

- h) Una vez alcanzado el monto definido en el inciso anterior, la emisión de obligaciones múltiples se comporta como una emisión tradicional.

Ventajas del Instrumento.

- El esquema permite una mayor estabilidad en los flujos derivados del financiamiento, al programar los desembolsos de acuerdo con el calendario y monto de las erogaciones relacionadas con el proyecto en cuestión.
- Lo anterior contribuye a que el proyecto a desarrollar alcance su fase de maduración y sea autofinanciable.
- Los desembolsos netos por concepto del pago de intereses tienden a reducirse en el corto plazo, evitando así el efecto de la amortización anticipada; ello a su vez eleva la tendencia promedio de los fondos colocados, en relación a las obligaciones tradicionales.
- El costo de emisión tiende a ser menor, en virtud de que no se requiere incurrir en los costos fijos de emisión de las colocaciones subsecuentes.
- En virtud de que el monto y las disposiciones de la emisión se determinan de acuerdo a las necesidades -- totales del proyecto, el emisor adquiere la certidumbre de contar con el financiamiento, aun en periodos de restricción crediticia generalizada.
- Por la naturaleza del instrumento, el emisor podrá decidir de común acuerdo con el intermediario, la coloca-

ción de los nuevos tramos de la emisión en función de sus propios requerimientos de fondos, ello implica que la empresa podría optar por suprimir parcial o totalmente la siguiente o siguientes colocaciones en el caso de que no lo requiera.

Principales requerimientos de información para emitir obligaciones:

- Acta constitutiva.
- Poder otorgado a personas diversas.
- Estados Financieros Auditados.
- Compulsa estatutaria.
- Solicitud por escrito a la Comisión Nacional de Valores.
- Autorización de junta de Gobierno de la Comisión Nacional de Valores.
- Autorización de la Bolsa Mexicana de Valores y de S.D. Ineval.
- Proyecto de acta de emisión.
- Título que ampara la emisión.
- Aviso de oferta pública.

A continuación mostrare un cuadro sinoptico que contiene las principales Fuentes de Financiamiento Bancarias y no Bancarias, a corto y largo plazo que se presentaron en el capítulo 2 y el presente.

FUENTES DE FINANCIAMIENTO.

INTERNAS	EXTERNAS			
	BANCARIAS		NO BANCARIAS	
	CORTO PLAZO	MEDIANO Y LARGO PLAZO	CORTO PLAZO	LARGO PLAZO
1. Depreciación, amortización, fondos de reserva y provisiones.	1. Descuentos.	1. Prestamo Refaccionario.	1. Arrendadoras Financieras	1. Arrendadoras Financieras
2. Aceleración de cobranza.	2. Prestamo quirografario o directo.	2. Credito simple con garantia real.	2. Almacenes Generales de Deposito	2. Almacenes Generales de Deposito
3. Utilidades netas.	3. Prestamo directo con garantia colateral.	3. Credito con garantia en unidades industriales.	3. Casas de Bolsa	3. Casas de Bolsa
4. Utilidades retenidas.	4. Prestamo prendario.	4. Credito de habilitación o avlo.	4. Emision de Papel Comercial	4. Emisión de obligaciones.
5. Emisión de acciones.	5. Descuento de credito en libros.	5. Prestamo Hipotecario.		
	6. Credito en cuenta corriente	6. Certificados de Participacion Inmobiliaria Amortizables		
	7. Tarjeta de credito bancaria.	7. Obligaciones Multiples		
	8. Remesas en camino.			
	9. Aceptaciones Bancarias.			

CAPITULO 4

"COSTO DE CAPITAL, ESTRUCTURA DEL CAPITAL Y DIVIDENDOS"

CAPITULO 4

"COSTO DE CAPITAL, ESTRUCTURA DEL CAPITAL Y DIVIDENDOS"

4.1. COSTO DE CAPITAL.

Uno de los conceptos más importantes para determinar la estabilidad de una empresa y por el cual nace este tema es el Costo de Capital que lo definire como:

La cantidad de dinero que un ente económico debe absorber o desembolsar por el uso o disposición de bienes de capital; comprendiendo entre estos recursos, tanto monetarios como materiales, cuyo valor relativo se mantiene durante períodos largos.

La trascendencia de este concepto reside en la medición del potencial de eficiencia o deficiencia con respecto a la utilización de los recursos de la empresa. Para efectos prácticos este potencial se puede definir como:

1. La tasa de rendimiento que esperan obtener los accionistas por tener invertido su dinero en una empresa.
2. La tasa global mínima de rendimiento que debe obtener la empresa para no descapitalizarse y, por lo tanto, perder el valor de mercado de sus acciones.
3. La tasa mínima de rendimiento que la empresa debe obtener en los proyectos de inversión.

Los factores determinantes del costo de capital para una empresa son el grado de riesgo relacionado con la misma, los impuestos que debe tributar y la oferta y la demanda de varios tipos de financiamiento. Existen dos tipos básicos de riesgo relacionados con una empresa: el riesgo comercial y el financiero. Al evaluar el costo de capital se ha supuesto que:

1. Las empresas adquieren activos que no modifican su -- riesgo comercial, y
2. Estas adquisiciones son financiadas de manera que no alteran el riesgo financiero.

Como las oportunidades de inversión se evalúan después de impuestos, la empresa, por conveniencia, debe medir su costo de capital según estas premisas. El costo de capital se utiliza para descontar los flujos de efectivo del proyecto al determinar los valores presentes netos, o al calcular los índices de redituabilidad, así como la tasa límite, cuando se evalúan las tasas internas de rendimiento. Dado que se supone que el riesgo comercial y el financiero son flujos, el factor esencial que diferencia el costo de varios tipos de financiamiento, es la oferta y la demanda de cada tipo de fondos. Debido a la interrelación de las fuentes de financiamiento a largo plazo, una empresa debe emplear un costo de capital promedio ponderado o combinado, en vez del costo de una fuente específica a fin de evaluar sus oportunidades de inversión.

Las cuatro fuentes básicas de fondos a largo plazo son:

1. Pasivo a Largo Plazo,

2. Acciones Preferentes,
3. Acciones Comunes y
4. Utilidades Prefentes.

Las empresas no necesariamente emplearán estas cuatro fuentes de financiamiento, pero si es posible que disponga de alguna de éstas en su estructura de capital. A continuación se presentarán técnicas que ayuden a determinar los costos específicos de cada una de éstas.

4.1.1. EL COSTO DE CAPITAL CON DEUDA.

En una corporación, el rubro de pasivo a largo plazo por lo regular lo integra la venta de obligaciones. El costo de este pasivo está compuesto por dos elementos básicos que son el interés anual y el otro surge de la amortización de descuento otorgado o primas percibidas cuando se emite inicialmente. Las utilidades netas que se obtienen son los fondos que redevienen de la venta de obligaciones después de haberse pagado todos los gastos de cuotas, corretajes, garantías, etc. asociados a ésta. En ocasiones la utilidad neta será la que se obtenga de la diferencia entre los rendimientos de la venta de las obligaciones y los intereses ganados asociados a otros instrumentos de deuda con riesgo semejante. El costo del pasivo con deuda puede aproximarse, determinando la salida promedio anual, que será la suma del interés anual más la amortización de cualquier prima de descuento, y dividiendo ésta entre la cantidad promedio prestada:

$$K_i = I + \frac{\$1\,000 - N_b}{\frac{N_b + \$1\,000}{2}}$$

En donde:

K_i = Costo del Pasivo

I = Pagos de intereses anual

N_b = Utilidad Neta proveniente de la venta de obligación

n = Vigencia de la Obligación en años" (9).

En donde el valor nominal de la obligación es de \$ 1 000.

En la ecuación anterior el numerador representa el interés anual y la amortización anual de cualquier prima o descuento, y el denominador la cantidad promedio emprastada.

4.1.2. COSTO DE LAS ACCIONES PREFERENTES.

Las acciones preferentes representan la posesión de una parte de la empresa que se mantendrá por tiempo indefinido, es por ello que los poseedores de este tipo de acciones tendrán prioridad sobre los poseedores de acciones comunes al momento de recibir dividendos. El costo de las acciones preferentes se determinará al dividir el dividendo anual de las acciones preferentes, dp entre la utilidad neta proveniente de la venta de acciones preferentes, Np. La utilidad neta que se menciona, será el resultado que se obtenga de resta a la utilidad prove-

(9) GITMAN, LAWRENCE. "Fundamentos de Administración Financiera"
Edit. HARLA. P.C. 450.

niente de la venta de acciones preferentes, todos los gastos por la venta o garantía de la misma.

$$"K_p = \frac{d_p}{N_p} \quad (10)$$

4.1.3. EL COSTO DE LAS ACCIONES COMUNES

El costo de las acciones comunes se define como la tasa a la que los inversionistas descuentan los dividendos previstos de la empresa, a fin de determinar el precio de mercado del interés de participación en la empresa. La tasa de descuento es función del costo libre de riesgo de los fondos ajustados para el riesgo comercial y financiero relacionado con la empresa. El costo de las acciones comunes se puede medir de acuerdo a estas dos técnicas:

4.1.3.1. Modelo de Evaluación del Crecimiento Constante.

Este modelo también llamado Gordon, se basa en la premisa de que el valor de la acción es el valor presente de todos los dividendos previstos que dicho valor proporciona respecto a un lapso de tiempo.

La fórmula de la cual se obtiene la expresión que indica el costo de las acciones comunes es la siguiente:

$$" P_o = \frac{D_1}{K_s - g}$$

(10) *ibidem*. P.C. 452

En donde:

Po = Valor actual de las acciones comunes

D1 = Dividendo por acción previsto al final del primer año

Ks = Tasa de rendimiento requerido de las acciones comunes.

g = Tasa anual constante de crecimiento en dividendos y utilidades.

De la cual se despejara Ks quedando como sigue:

$$Ks = \frac{D1}{Po} + g \quad (11)$$

El término D1/Po, representa el rendimiento del dividendo de la acción.

4.1.3.2. Modelo de Asignación de Precios de Activo de Capital (MAPAC)

Es otra técnica para determinar el costo de las acciones comunes; ésta se basa en la relación del rendimiento requerido y los riesgos no importantes o diversificables. En esta técnica, se utiliza a beta (b) para asociar el riesgo de un activo inherente al mercado con su rendimiento requerido.

$$Ks = Rf + b (Km - Rf)$$

En donde:

Rf = tasa de rendimiento requerida sobre un activo libre de riesgo, que comúnmente se mide por el rendimiento sobre valores del gobierno.

(11) ibidem. P.C. 453 y 454

- K_m = tasa de rendimiento requerida sobre la cartera de mercado de activos que puede considerarse como la tasa promedio de rendimiento sobre todos los activos.
- K_s = tasa de rendimiento requerido sobre la acción común.
- b = riesgo no diversificable o importe de la empresa según lo refleja su índice de riesgo no diversificable." (12).

Comparando estas dos técnicas o métodos podemos concluir que el más apropiado es el Método de Evaluación del Crecimiento -- Constante debido a que los datos para obtenerlo son más accesibles.

4.1.4. EL COSTO DE LAS UTILIDADES RETENIDAS.

El costo de las utilidades retenidas se relaciona al costo de las acciones comunes, dado que las utilidades retenidas suelen considerarse como una emisión totalmente suscrita de acciones comunes adicional, puesto que éstas, al no repartirse, aumentan la participación de los accionistas comunes. Así pues ésta debe considerarse, como el costo de oportunidad de los dividendos prescindidos por los accionistas actuales poseedores de acciones comunes.

(12) idem.

Puede suponerse entonces que el costo de las utilidades retenidas de la empresa es igual al costo de las acciones comunes.

4.1.5. COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO (CCPP).

Es una técnica que nos sirve para determinar el costo total de capital que habrá de emplearse para evaluar las inversiones en perspectiva. El CCPP se determina ponderando el costo de cada tipo específico de capital (mencionados anteriormente) por su proporción en la estructura de capital de la empresa. Los tipos de ponderación pueden determinarse como de valor contable o de mercado y como cronológicas o prospectivas. Las ponderaciones de valor contable se basan en el empleo de valores contables para determinar la proporción de cada tipo de capital en la estructura de la empresa. Las ponderaciones del valor de mercado miden la proporción de cada tipo de financiamiento a su valor de mercado, resultando teóricamente más adecuada, dado que los valores de mercado de las obligaciones se aproximan estrechamente a la cantidad real que habrá de recibirse a partir de su venta. Es lógico utilizar las ponderaciones de valor de mercado, dado que los costos de los diversos tipos de capital se calculan utilizando los precios prevalecientes en el mercado, pero cabe hacer la aclaración que es menos fácil calcular los valores de mercado de las fuentes de financiamiento del capital de una empresa, que emplear valores contables, dando este último como consecuencia un costo de capital promedio ponderado menor que el

que se obtendría utilizando valores de mercado, debido a que no es raro que las acciones preferentes y comunes tengan valores de mercado superiores a sus valores contables.

Las ponderaciones de valores de mercado son de uso mas general que las ponderaciones de los valores contables.

Otro tipo, el de las ponderaciones cronológicas que pueden ser ponderaciones contables o de mercado basadas en datos reales. Por ejemplo, las proporciones contables pasadas, al igual que las actuales, serían una forma de ponderación cronológica. De la misma manera, las proporciones de mercado pasadas y actuales representarían un esquema de ponderación, así estaría basado pues, en proporciones reales más que planeadas. Las ponderaciones prospectivas también pueden basarse en valores contables o de mercado, que igualmente, reflejan las proporciones de estructura de capital planeada. Las empresas que utilizan ponderaciones prospectivas establecen estas proporciones con base en la "estructura óptima" de capital que planea alcanzar.

Ecuación:

$$K_a = W_i K_i + W_p K_p + W_s K_r \text{ ó } K_n$$

En donde:

K_a = costo de capital promedio ponderado

W_i = proporción del pasivo a largo plazo en la estructura del capital

K_i = costo de pasivo a largo plazo

W_p = proporción de las acciones preferentes en la estructura del capital

Kp = costo de las acciones preferentes

Ws = proporción de las acciones comunes en la estructura de capital

Kr = costo de las acciones comunes

Kn = costo de nuevas acciones comunes." (13)

Derivado de lo anterior, debemos tomar en cuenta las siguientes situaciones:

- a. La suma de las ponderaciones debe ser igual a 1.
- b. La ponderación de las acciones comunes de la empresa (Ws) se multiplicará por el costo de las utilidades retenidas (Kr) o por el costo de nuevas acciones (Kn), dependiendo si el financiamiento de las acciones comunes se obtuvieron mediante utilidades retenidas o nuevas acciones.

4.1.6. COSTO DE CAPITAL MARGINAL PONDERADO (CCMP).

Una función del costo de capital marginal ponderado de una empresa puede desarrollarse determinando el costo de capital promedio ponderado, para diversos niveles de nuevo financiamiento total. La función relaciona el costo de capital promedio ponderado con cada nivel de nuevo financiamiento total. El costo de capital marginal ponderado es bastante útil, ya que reconoce que conforme la empresa obtiene más capital nuevo, aumentará el

(13) ibidem. P.C. 459

costo de las diversas fuentes, elevando el costo de capital promedio ponderado. La empresa puede emplear esta función para seleccionar el grupo de oportunidades de inversión aceptable, en tanto que reconoce que el costo de capital promedio ponderado, no es independiente del nivel de financiamiento. Mediante este cuadro de oportunidades de inversión que se elabora, la empresa deberá aceptar todos los proyectos para los cuales la tasa interna de rendimiento es superior al costo de capital marginal ponderado.

4.2. ESTRUCTURA DEL CAPITAL

La estructura del capital es un área importante en la toma de decisiones, ya que ésta se determina mediante la combinación del pasivo a largo plazo y el capital social que una empresa utiliza al financiar sus operaciones.

Debido también a la estrecha vinculación con el precio de las acciones, se debe verificar el funcionamiento de la estructura, para proporcionar el máximo beneficio a la empresa y sus accionistas.

Hay que estar alertas en la toma de decisiones, ya que la acertada puede reducir el costo de capital, lo cual propicia oportunidades de inversión para la empresa. Pero por el contrario, si se toman decisiones inadecuadas podría provocar un efecto contrario.

Antes de tomar cualquier decisión es requisito indispensable evaluarla y entender su relación con el riesgo, el rendimiento

y el valor.

Como ya se mencionó anteriormente, los dos tipos principales de capital son el de adeudo (ajeno) y el de aportación (o patrimonio), aunque ambas representan fuentes de fondos para la empresa, la diferencia de ellas es notable. A continuación se muestra un cuadro comparativo entre estos dos:

Características	Tipos de Capital	
	Adeudo	Aportación
Intervención en la Administración	No	Si
Derecho sobre ingresos y Activos	Según Antigüedad	Subordinado al adeudo.
Vencimiento	Establecido	Ninguno

El capital de adeudo comprende cualquier tipo de fondo a largo plazo obtenido en empréstito, mientras que, el capital de aportación consiste en los fondos a largo plazo proporcionados por los propietarios de la empresa, el cual se espera permanezca indefinidamente en manos de la empresa. Las fuentes básicas del capital de aportación son las acciones preferentes, las acciones comunes y las utilidades retenidas.

Una evaluación externa de la estructura del capital se realizará mediante índices o razones que indican directa e indirectamente

tamente el grado de apalancamiento financiero que la empresa posee. Las medidas directas relacionadas con el grado de endeudamiento, incluyen la razón de adeudo y la razón de pasivo-capital; cuanto mayores sean estas razones, tanto mayor será el apalancamiento financiero de la empresa. Las medidas de solvencia que comprenden las veces que se han ganado intereses, así como la razón de cobertura de pago fija, proporcionan información indirecta acerca del apalancamiento; cuanto mayores sean estas razones tanto más reducida se verá la solvencia de la empresa.

En términos generales, cuando se presentan bajas razones de servicio al adeudo suele asociarse a grados altos de apalancamiento financiero. Cabe aclarar que estas razones variarán dependiendo de la industria o línea empresarial de que se trate.

Otro factor que no debe perderse de vista al analizar la estructura de capital, es el riesgo.

El riesgo entra en juego de dos formas:

1. La estructura del capital debe coincidir con el riesgo de la empresa, y
2. La estructura del capital resulta en cierto nivel de riesgo financiero.

El riesgo actúa como un elemento importante en el proceso de toma de decisiones de estructura del capital, de lo cual resulta un cierto nivel de riesgo financiero.

Los tipos de riesgo al cual nos enfrentaremos serán dos: el riesgo comercial y el riesgo financiero. El riesgo comercial se

define como resultado del apalancamiento operativo, el cual describe la relación entre las ventas de la empresa y sus utilidades antes de intereses e impuestos (UAI). En general, cuanto mayor sea el costo de operación fijo de la empresa, tanto mayor será su riesgo comercial, por lo cual la empresa deberá ser más cauta al establecer su estructura del capital. Las empresas con alto riesgo comercial tenderán entonces hacia una estructura de capital con un grado menos alto de apalancamiento, y viceversa.

La estructura de capital de la empresa afecta directamente su riesgo financiero el cual se describe como el riesgo resultante del uso del apalancamiento financiero. Este último trata acerca de la relación entre las utilidades antes de impuesto e intereses (UAI), y las utilidades por acción (upa). Cuanto más financiamiento de costo fijo-adeudo y acciones preferentes tenga una empresa en su estructura de capital, tanto mayor será su riesgo financiero.

4.2.1. TEORIA DE LA ESTRUCTURA DEL CAPITAL

La controversia acerca de la existencia de una estructura óptima de capital para las empresas no se ha resuelto aún, pero para efectos de este seminario, me he inclinado por el método tradicional, ya que este método es el más generalizado, además de que se basa en supuestos restrictivos, y sugiere que la estructura de capital óptima para una empresa, es aquella para la que el costo total del capital es minimizado. El costo de aportación es función creciente de apalancamiento. El costo de

la deuda normalmente aumenta sólo más allá de cierto nivel de apalancamiento.

A continuación se describirá cada uno de los supuestos básicos que subyacen el método tradicional de la estructura de capital:

- "- Las fuentes de financiamiento de que dispone la empresa son las obligaciones y las acciones. Las utilidades retenidas son una fuente de financiamiento, sin embargo, deja de serlo al decretar dividendos y pagarlos.
- Desembolso de dividendos del 100% : se debe desembolsar todas las utilidades en la forma de dividendos.
- Ningún impuesto sobre ingresos: los impuestos sobre ingresos no se tomarán en cuenta para simplificar el análisis; si bien la ausencia de impuestos no puede descartarse. Sin impuestos, el costo de la deuda después de impuestos y el costo de la deuda antes de impuestos son iguales.
- Utilidades constantes antes de intereses e impuestos (UAI). Se conocen las distribuciones de las UAI, y el valor esperado de cada distribución anual de las UAI es constante. Ello permitiendo la determinación de una estructura de capital óptima.
- Riesgo comercial constante : se mantiene constante al suponer que todos los activos adquiridos son tales que la línea comercial de la empresa permanece inalterada.

- Cambios en el apalancamiento financiero: el mantener constante el financiamiento total facilita el aislamiento de los efectos de una estructura de capital cambiante sobre el valor de la empresa. " (14)

El valor de mercado del adeudo es simplemente el valor monetario del adeudo pendiente. A medida que aumenta esta cantidad, también lo hará finalmente el costo de la deuda.

Mientras tanto el valor de mercado de las aportaciones de la empresa se calcula capitalizando (descontando al costo de las aportaciones de la empresa) las utilidades disponibles para las acciones comunes que se espera recibirán anualmente en un periodo ilimitado.

"El costo total de capital o tasa de capitalización total, K_a , se encuentra al determinarse primero el valor total de la empresa, V , la cual es igual a la suma de los valores de mercado de adeudo de la empresa, D , y las aportaciones, P .

$$V = D + P$$

La expresión para la tasa de capitalización total de la empresa es:

$$K_a = \frac{UATK}{V} \quad (15)$$

(14) cfr ibidem. P.C. 485 y 486

(15) ibidem. P.C. 488

En el punto donde el costo de capital promedio ponderado de la empresa (tasa de capitalización total, K_a) alcanza un mínimo, el valor de la empresa alcanza un máximo. Dado que las UAI se mantienen constantes, cuando menor sea el valor de K_a , tanto mayor será el valor de la empresa. Por lo tanto la estructura "óptima" de capital es, aquella en la que el costo de capital total se minimiza.

El método UAI-upa se puede emplear para evaluar diversas estructuras de capital a la luz del grado de riesgo financiero que entrarán y los rendimientos que proporcionan a los dueños de la empresa. Este método no considera directamente las consecuencias financieras a largo plazo de ciertas estructuras de capital. Al emplear el método UAI-upa, la estructura de capital preferida sería la que hubiera de proporcionar la upa máxima por encima de las UAI que la empresa espera obtener. Las razones de deuda-obligación y la de veces que se obtuvo intereses, pueden usarse para evaluar aún más el riesgo comprendido cuando se emplea este método. Dado que el método UAI-upa se concentra en la maximización de las utilidades más que en la maximización del precio de las acciones, se encuentra sujeto a críticas.

La mejor estructura de capital se puede seleccionar a partir de las alternativas disponibles mediante el uso de un modelo de evaluación. Para relacionar los factores de riesgo y rendimiento, la vinculación clave al mercado proporcionado por este método

se centra en la determinación del rendimiento requerido asociado al riesgo de cada estructura de capital. El rendimiento requerido se puede calcular usando beta, b_j , con índice del riesgo no diversificable (relevante) como se presenta en la siguiente -- ecuación:

$$K_j = R_f + b_j \times (K_m - R_f)$$

En donde:

K_j = el rendimiento requerido (o esperado) sobre el activo j .

R_f = tasa de rendimiento requerida en un activo libre de riesgo, que comunmente se mide por el rendimiento ~~de~~ los valores del gobierno, como el CETE.

b_j = coeficiente o índice beta del riesgo no diversificable (relevante) para el activo j .

K_m = tasa de rendimiento requerida en la cartera de mercado de activos que puede considerarse como la tasa promedio de rendimiento sobre todos los activos." (16)

Emplear el rendimiento requerido y las ~~upa~~ esperadas que se asocian a cada estructura de capital permite estimar los valores correspondientes de las acciones. La estructura de capital preferida sería la que resulta en el máximo valor estimado de --- acciones. Por ello, la meta de administrador financiero es ma-

(16) ibidem. P.C. 123

ximizar el valor (precio de la acción) y no las utilidades (upa). Además de estas valoraciones cuantitativas, la decisión de la estructura del capital debe ser moderada por otras consideraciones igualmente importantes, como la de flujo de efectivo, estabilidad de los ingresos, control, obligaciones contractuales, preferencias de administración, evaluación del riesgo externo y la programación en el tiempo, lo cual se ejemplifica en el caso práctico.

4.3. DIVIDENDOS.

La mayoría de las empresas se han formado con el fin de ganar dinero, (excepto cuando su fin es social) tras haber encontrado el momento en que cierta actividad, en cierto lugar y costo, se presenta como una oportunidad atractiva para generar utilidades.

Siendo lo anterior uno de los rasgos que motiva a formar una empresa, debe existir un cien por ciento de compatibilidad entre los intereses de los socios de un negocio y el negocio mismo.

En otras palabras, un cierto número de personas, desde una sola sin límite hacia arriba, (no en el monto de su aportación inicial, ni en su número) decide comprometer parte de su dinero, tiempo, preparación y experiencia para destinarlo a la o a las actividades que llevan a cumplir los objetos de la empresa. Con el fin de lograrlos se irán incorporando adicionalmente recursos prestados de proveedores, bancos, sistema bursátil, factoraje, etc.

En condiciones normales, ninguno de los socios o accionistas de la empresa esperará utilidades desde el primer día de operaciones.

Alcanzar utilidades puede tomar desde días, hasta años. -- Lógicamente , tampoco, si se trata de años, el lapso normal para empezar a generar utilidades, no superará los tres a cinco años, en condiciones medias. Existen empresas que al formarse no contemplan lograr utilidades antes de cinco años; éstas son más bien excepcionales.

Además, es natural pensar que todas las personas que se -- aventuran a formar una empresa estén plenamente conscientes de que al hacerlo tiene que ser con dinero excedente, el cual no anticipen necesitarlo durante algunos años.

Pero suele suceder que los socios o accionistas necesiten disponer de la inversión que han efectuado, cuando la empresa está en pleno desarrollo o cuando la misma necesita mas que nunca dichos recursos.

En tales condiciones, la empresa podrá requerir o no inversión adicional. Lo que si es seguro, es que la empresa no estará en la posibilidad de soportar un retiro de fondos (via dividendos o reducción de capital) sin afectar seriamente su capacidad de crecimiento.

Si en las circunstancias descritas, un accionista o todos necesitan dinero para fines personales, se presenta una situación de incompatibilidad de necesidades de la empresa con sus dueños. Si la necesidad de efectivo de los accionistas para fi-

nes personales, no va a ser resuelta de otra manera que no sea disponer de su participación en la propiedad de la empresa. Sólo quedan tres caminos:

- a. Retirar fondos de la empresa a través de dividendos o reducción de capital, reembolsando parcialmente a los actuales propietarios; siendo esto totalmente contrario a las necesidades de la empresa, y por demás inoportuno y perjudicial al crecimiento de la misma.
- b. Vender parte o todas las acciones propiedad de la empresa.
- c. Una combinación de los dos puntos anteriores.

Como se concluyó previamente, retirar fondos de la empresa, tanto vía dividendos como reducción de capital, se descarta como alternativa por el perjuicio que representaría dichas medidas en las circunstancias descritas. Por tanto sólo resta la alternativa de vender parte o todas las acciones a terceras personas, existiendo dentro de esta posibilidad dos alternativas; que la empresa se cotice o no en bolsa.

En caso de no cotizar en bolsa, las posibilidades se reducen enormemente, ya que en caso de que otro accionista no pudiera comprar las acciones pagándolas de inmediato, se tendría que recurrir a personas totalmente ajenas a la empresa, lo cual podría traer como consecuencia tardar semanas, meses o tal vez hasta años. Además de que si se negociara de esta manera, pondría en evidencia la urgencia en la venta de las acciones lo cual le -

restaría fuerza de negociación y muy probablemente el precio al que se vendieran dichas acciones, sería sustancialmente por debajo de los niveles a los que normalmente obtendría, de no estar tan urgido de dinero.

Si las acciones de la empresa están cotizadas en bolsa, se encontrarían en una situación mas ventajosa. Una de las ventajas de una empresa con activo mercado secundario, es precisamente que existen en prácticamente cualquier día hábil, muchas personas interesadas en comprar dichas acciones. Esta situación será - equivalente a que el precio que el mercado fije, tenderá a ser más representativo de la realidad que el precio al que se llegaría en una negociación privada.

Lo anterior representa la ventaja de que una persona posea acciones que coticen en bolsa o que tengan un mercado secundario activo.

Considerando que el objetivo básico de un inversionista es adquirir una acción con excelentes posibilidades de apreciación (pagando dividendos atractivos) derivada de un notable crecimiento en tamaño y utilidades de la empresa.

Por otra parte, se debe tener en cuenta que la inversión debe ser hecha con excedentes de efectivo que, previamente se sabe, no se necesitará en tal vez dos o tres años.

Ahora bien si lo vemos desde el punto de vista empresa, cuando las finanzas de la misma están razonablemente conducidas, los dividendos en efectivo vienen a ser una "válvula de escape" que, a discreción y dependiendo del momento económico por el que

atraviesa la empresa, se abre, según se requiera.

Como se mencionó al principio de este tema el objetivo básico es producir utilidades. Para lograrlo requiere de fondos, siendo parte de estos propios, es decir el capital que han aportado los accionistas; y el adeudo.

Estos últimos se han logrado con el respaldo que representa el capital de los accionistas y, por supuesto, la confianza que proyecta una empresa sería con varios años de operación y que ha cumplido oportuna y cabalmente con todos sus pasivos (deudas). Los dividendos en efectivo, desde el punto de vista empresa, analizados a fondo y en estricto apego a la esencia de las finanzas, deben surgir como una decisión residual de la propia empresa. Es decir, cuando las circunstancias de la economía y del mercado de la empresa así lo sugieran, y se decida reducir el monto de recursos del capital, un reparto de dividendos en efectivo es una excelente alternativa.

Existe la creencia de que una empresa que paga mejores dividendos en efectivo es más solvente y rentable, sin embargo se puede comentar lo siguiente: en algunos casos si ocurre así. Sin embargo, si el principal objetivo de un inversionista es ganar dinero, está comprobado estadísticamente que en el largo plazo las acciones que experimentan una mejor plusvalía, son aquellas empresas en crecimiento y justamente las empresas en crecimiento son quienes, por razones obvias no pagan dividendos en efectivo, ya que todas sus utilidades las reinvierten en su brillante y prometedor giro.

Otro aspecto que comentaré es el referente a los dividendos en acciones:

A medida que pasa el tiempo, usualmente la empresa va generando utilidades. Mientras estas no se repartan a través de dividendos en efectivo o reembolsos por reducción de capital o no se incorporen al capital social, las utilidades generadas se van acumulando dentro de la propia empresa y son reflejadas en la contabilidad dentro del capital contable como "utilidades de ejercicios anteriores".

Por otro lado la inflación que se vive en nuestro país, la cual resta consistencia como unidad de medida a nuestra moneda, ha obligado a las empresas a ajustar el valor monetario de sus activos a pesos corrientes de la fecha en que se publican los estados financieros. Además de incorporarse en sí a los activos que se están revaluando, también se aplica a la cuenta de los accionistas (capital contable) como superávit por revaluación.

Hay que recordar que cuando se realiza una oferta pública de acciones (o sea a través de bolsa), normalmente el precio venta de la acción contiene un sobreprecio en relación al que la contabilidad de la empresa refleja a esa fecha. Dicho sobreprecio se denomina prima en venta de acciones y representa una utilidad para la compañía emisora de las acciones que se registra en la contabilidad de la misma como una reserva de capital.

Tanto las utilidades acumuladas de ejercicios anteriores como el superávit por revaluación y la prima en venta de accio-

nes, entre otros, forman parte de las reservas de capital.

El capital de la empresa es importante puesto que apoyándose en él, la empresa puede conseguir créditos entre otros beneficios, por ende, entre mayor sea su capital mayores podrán ser los créditos a los que habrá o tendrá acceso.

Mientras las reservas de capital existan, de hecho, significa que son parte del capital, al igual que el capital social. Es decir, el capital contable de la empresa es la suma del capital social más las reservas de capital.

Es una práctica común entre las empresas, reclasificar las reservas de capital conservándolas dentro del capital social. Este asiento contable no significa gran cosa desde el punto de vista financiero, puesto que simplemente constituye una reclasificación interna dentro del capital contable. Parte de las reservas de capital, a partir del momento de la reclasificación, se transfiere al capital social, aumentando éste último.

Así pues, a nivel de capital contable no ha pasado nada, ya que tanto el capital social como las reservas de capital forman parte del mismo capital contable.

Por lo mismo, financieramente y en términos generales, no existe mayor diferencia en la composición interna del capital contable de la empresa.

Sin embargo, desde el punto de vista legal, y particularmente desde el punto de vista formal, tiene cierta relevancia. En condiciones normales, es bastante difícil, notorio y objeto de muchos comentarios cuando una empresa reduce su capital so-

cial, ya que parte del capital que está respondiendo por el riesgo del negocio se retira y por lo mismo el respaldo disminuye.

El mismo efecto de reducción de capital sucede cuando se reparten dividendos a los accionistas. La gran diferencia es que repartir dividendos en efectivo es considerado como un proceso natural y normal en una empresa. Dichos dividendos se discuten y aprueban en Asamblea de Accionistas. La relevancia de la capitalización de las reservas es comprometer dichos recursos. Dicho compromiso no significa que toda la vida vayan a estar allí. Sin embargo, en igualdad de circunstancias es mucho más difícil retirar recursos, que ya forman parte del capital social, que retirar recursos que están como reservas de capital.

Cuando una empresa capitaliza reservas, requiere aumentar el número de acciones para reflejar ese aumento en el capital social, puesto que dichas reservas son propiedad íntegra de los accionistas (aunque ya lo eran desde antes de que se transfieran por tal movimiento al capital social). Las nuevas acciones que representarán la capitalización de reservas, deben ser entregadas a los accionistas de la empresa libres de costo.

Por último, un dividendo en acciones equivale a capitalización de reservas. Lógicamente, sólo se pueden capitalizar reservas en el caso de que existan. Las reservas de capital son utilidades en la empresa.

Por tanto, si una empresa decreta dividendos en acciones año con año y dichas reservas repartidas en acciones son de origen reciente, sin duda alguna la empresa está generando utilidades,

lo cual es una muy buena señal de que la empresa consistentemente genera utilidades.

Así pues, desde este punto de vista, y en términos generales, es positivo que una empresa reparta dividendos en acciones.

4.3.1. MARCO FISCAL.

Desde el punto de vista fiscal, cuando una sociedad mercantil realiza pagos de dividendos están obligadas a:

1. Pagar con cheque nominativo,
2. Efectuar las retenciones correspondientes a las personas físicas o morales dependiendo de donde provenga dichos dividendos (Cuenta Utilidad Fiscal Neta).
3. Enterar el impuesto retenido con base al punto anterior en el mes siguiente a la fecha en que se hizo el pago de dividendos.
4. Presentar ante las oficinas autorizadas declaración informativa en la cual se contenga las personas a las cuales se les retuvo, el monto de dicha retención y el de los dividendos percibidos.

CAPITULO 5

"CASO PRACTICO"

CAPITULO 5

"CASO PRACTICO"

En el presente caso práctico, quiero ejemplificar a una compañía que necesita allegarse de recursos, ya que pretende llevar a cabo la edificación de una planta en el Estado de Veracruz, y tiene que analizar cual es la alternativa mas adecuada que le ofrece el sistema financiero mexicano para obtener dichos recursos, tomando en consideración lo siguiente:

- Análisis previo de los costos,
- Los compromisos pendientes de la empresa, y
- Los flujos de efectivo esperados.

Al presente caso práctico lo integra el siguiente material:

- Antecedentes y descripción del negocio.
- Estados financieros comparativos:
 - Balances generales o Estados de Situación Financiera.
 - Estado de resultados
 - Estado de variaciones en las cuentas del capital contable
 - Estado de cambios en la situación financiera en base a efectivo
- Análisis financiero.
- Determinación del Costo Promedio Ponderado de Capital

PAPEL DE MEXICO, S.A. DE C.V.

a) ANTECEDENTES Y DESCRIPCION DEL NEGOCIO.

La empresa Papel de México, S.A. fué constituida el 3 de septiembre de 1955 con un capital social de \$ 5,000,000 representado por 5,000 acciones nominativas de \$ 100.00 cada una. Mas tarde en 1959 se transforma juridicamente como "Sociedad Anónima de Capital Variable". Mediante Asambleas de Accionistas se han decretado aumentos de capital social cada año. En el año de 1961 se inscribe en la Bolsa Mexicana de Valores, permaneciendo en ella hasta la fecha. Su buena bursatilidad ha sido determinante para que sea una de las emisoras que siempre forma parte de la muestra que a diario mueve el índice de precios y cotizaciones en el mercado.

Actualmente Papel de México, S.A. de C.V. esta constituido por un capital social de \$ 8,200 millones representado por --- 100,029,006 acciones comunes, ordinarias, nominativas sin expresión nominal.

b) GIRO DE LA EMPRESA.

La empresa se dedica a la fabricación y venta de papel, ocupando un sitio prominente entre las compañías mas importantes del país.

c) ORGANIZACION.

Su organización está constituida por mas de 5,000 personas

agrupadas en cinco áreas: una de operaciones, dos de comercialización y tres de servicios. Conformando las diferentes áreas que son: Mercadotecnia, Finanzas, Relaciones Industriales y Administración. Siendo 1,500 empleados de confianza y 3,500 empleados sindicalizados; los cuales están afiliados al Sindicato de Trabajadores de la Industria Papelera, Maderera, Celulosa y Materiales Conexos de la República Mexicana.

Las relación entre el Sindicato y la empresa es armónica y sin discrepancias.

Dirigiendo las funciones de los grupos mencionados y unificando los esfuerzos del grupo humano se encuentran el Sr. Roberto Garza quien es el Director General y el Sr. Gustavo Montejo que funje como Presidente del Consejo de Administración ambos personas honorables y respetadas dentro de la sociedad mexicana.

d) MERCADO.

Los productos con los que Papel de México, S.A. de C.V. satisface los requerimientos específicos del mercado conforman dos grandes grupos:

1. Productos Industriales que son papeles para impresión y escritura y se fabrica una gran gama de papeles especiales, abasteciendo a oficinas, instituciones educativas y a las industrias editoriales y de las artes gráficas.

2. Productos al consumidor, destinados al cuidado, higiene y comodidad personal, que se utilizan dentro y fuera del hogar, igualmente los de protección femenina y del bebé.

Por sus características, su calidad, distribución y prestigio, todos sus productos participan en sus respectivos mercados con un alto grado de aceptación, llegando la mayoría de ellos a la posición de productos líderes.

Papel de México, S.A. de C.V. lleva a cabo, permanentemente labores de investigación en áreas cómo es la producción de celulosa a partir del bagazo de caña, que le ha permitido desarrollar su propia tecnología lo cual la ha convertido en una organización exportadora de tecnología mexicana.

e) DEUDA A LARGO PLAZO.

La compañía tiene contratado un crédito refaccionario con el Banco Nacional de México a 5 años por \$13,027 millones, a una tasa de interés fija que es 51%, dicho crédito se pagará capital e intereses en 5 pagos anuales.

Una vez transcurridos los 5 años el banco nos puede dar otro crédito por \$26,000 millones y el interés puede ser de 48%.

f) REQUERIMIENTOS DE LA COMPAÑIA.

La compañía Papel de México, S.A. de C.V. necesita obtener recursos para la construcción de una nueva planta que sera edificada en el Estado de Veracruz. Lo anterior atiende a que la demanda de sus productos es superior a la producción de los mismos, lo cual requiere construir otra planta que satisfaga las necesidades actuales.

El costo del proyecto está estimado en \$ 720,000 millones

de pesos. La duración aproximada es de 10 años. Durante dicho período se calcula que los flujos o entradas que generará dicho proyecto serán los siguientes:

AÑO	\$ (Millones)
0	(720,000)
1	47,000
2	50,000
3	55,000
4	59,000
5	66,000
6	72,000
7	79,000
8	88,000
9	98,000
10	106,000

ESTADOS FINANCIEROS COMPARATIVOS.

Los Estados Financieros Comparativos por los años de 1988 y 1989 adjuntos, presentan el reconocimiento de los efectos de la inflación en la información financiera, Boletín B-10 del Instituto Mexicano de Contadores Públicos, determinados de la siguiente manera:

Inventarios - A su valor de reposición, el cual no excede a su valor de mercado.

Costo de Ventas - Conforme al método de últimas-entradas, primeras-salidas.

Inmuebles, maquinaria y equipo - A su valor neto de reposición, determinado con base en avalúos practicados por expertos

independientes.

Depreciación - La depreciación de inmuebles, maquinaria y equipo se calcula conforme al método de línea recta y con base en las vidas estimadas de los activos.

Capital contable - Los conceptos incluidos en este rubro se actualizan utilizando el Índice Nacional de Precios al Consumidor, publicado por el Banco de México.

PAPEL DE MEXICO, S. A. DE C. V.
 BALANCES GENERALES AL 31 DE DICIEMBRE DE 1988 Y 1989
 (Millones de Pesos)

ACTIVO	1988		1989		PASIVO	1988		1989	
	(\$)	(%)	(\$)	(%)		(\$)	(%)	(\$)	(%)
ACTIVO CIRCULANTE					PASIVO CIRCULANTE				
Efectivo e inversiones temporales de efectivo	231,540	19.13%	345,790	21.20%	Porción circulante de la deuda a L.P.	9,234	0.76%	9,482	0.58%
Cuentas y documentos por cobrar:					Préstamos bancarios y papel comercial	36,387	3.01%	115,437	7.08%
Clientes	147,113	12.15%	192,686	11.82%	Cuentas y documentos por pagar	59,380	4.91%	58,393	3.58%
Otras	19,385	1.60%	43,389	2.63%	Pasivos acumulados	24,066	1.99%	33,539	2.06%
Total	166,498	13.75%	236,075	14.48%	Impuesto sobre la renta	29,176	2.41%	40,226	2.47%
					P.T.U.	15,377	1.27%	33,361	2.05%
					Total de pasivo circulante	173,620	14.34%	290,438	17.81%
Inventarios (incluye actualización): 1989 \$144,954; 1988 \$85,017)	94,676	7.82%	158,421	9.71%	DEUDA A L.P. - Menos porción circulante	81,621	6.74%	13,027	0.80%
Total de Activo Circulante	492,714	40.70%	740,286	45.40%	IMPUESTOS DIFERIDOS	18,487	1.52%	17,839	1.09%
					ESTIMACION PARA PRIMAS DE ANTIGUEDAD	2,518	0.21%	4,647	0.28%
					TOTAL DE PASIVOS	276,245	22.82%	325,951	19.99%
INMUEBLES, MAQUINARIA Y EQUIPO					CAPITAL CONTABLE				
Al costo - neto	49,469	4.09%	76,482	4.69%	Capital Social	8,200	0.68%	8,200	0.50%
Actualización - neto	668,328	55.21%	813,973	49.91%	Utilidades Retenidas	123,251	10.18%	215,922	13.24%
Inmuebles, maquinaria y equipo - neto	717,797	59.30%	890,455	54.60%	Actualización del capital social y de utilidades retenidas	978,663	80.85%	1,545,172	94.75%
					Insuficiencia en la actualización del capital contable	175,849	14.52%	464,504	28.48%
					Capital Contable - neto	934,265	77.18%	1,304,790	80.01%
TOTAL	\$1,210,511	100.00%	\$1,630,741	100.00%	TOTAL	\$1,210,511	100.00%	\$1,630,741	100.00%

PAPEL DE MEXICO, S.A. DE C.V.

ESTADOS DE RESULTADOS
(Millones de Pesos)

POR LOS AÑOS QUE TERMINARON EL 31 DE DICIEMBRE DE 1988 Y 1989

	1988		1989	
	(\$)	(%)	(\$)	(%)
VENTAS NETAS	685,326	100.00%	1,356,715	100.00%
COSTO DE VENTAS	394,290	57.53%	780,984	57.56%
UTILIDAD BRUTA	291,036	42.47%	575,731	42.44%
GASTOS DE OPERACION	91,211	13.31%	222,977	16.44%
UTILIDAD DE OPERACION	199,825	29.16%	352,754	26.00%
COSTO INTEGRAL DE FINANCIAMIENTO - NETO	33,825	4.94%	44,731	3.30%
UTILIDAD ANTES DE PROVS. PARA ISR Y PTU	166,000	24.22%	308,023	22.70%
PROVISIONES PARA -				
I.S.R.	39,717	5.80%	70,074	5.16%
P.T.U.	18,881	2.76%	37,845	2.79%
Total de Provisiones	58,598	8.55%	107,919	7.95%
UTILIDAD NETA	\$107,402	15.67%	\$200,104	14.75%

PAPEL DE MEXICO, S.A. DE C.V.

ESTADO DE VARIACIONES EN EL CAPITAL CONTABLE
(Millones de Pesos)

POR LOS AÑOS QUE TERMINARON EL 31 DE DICIEMBRE DE 1988 Y 1989

	CAPITAL SOCIAL	APLICADAS A LA RESERVA LEGAL	UTILIDADES RETENIDAS NO APLICADAS	TOTAL	ACTUALIZACIÓN DEL CAPITAL SOCIAL Y DE UTILIDADES RETENIDAS	INSUFICIENCIA EN LA ACTUALIZACIÓN DEL CAPITAL CONTABLE	CAPITAL CONTABLE NETO
SALDOS AL 1o. DE ENERO DE 1988	8,200	1,640	42,217	43,857	359,256	73,897	317,416
VARIACIONES:							
Dividendos decretados en efectivo -9290 por acción			(28,008)	(28,008)			(28,008)
Utilidad neta del año			107,402	107,402			107,402
Reconocimiento de los efectos de la inflación en la información financiera					639,407	101,952	537,455
SALDOS AL 31 DE DICIEMBRE DE 1988	8,200	1,640	121,611	123,251	978,663	175,849	934,265
VARIACIONES:							
Dividendos decretados en efectivo - \$1,074 por acción			(107,433)	(107,433)			(107,433)
Utilidad neta del año			200,104	200,104			200,104
Reconocimiento de los efectos de la inflación en la información financiera					566,509	288,655	277,854
SALDOS AL 31 DE DICIEMBRE DE 1989	\$8,200	\$1,640	\$214,282	\$215,922	\$1,545,172	\$464,504	\$1,304,790

PAPEL DE MEXICO, S.A. DE C.V.

ESTADO DE CAMBIOS EN LA SITUACION FINANCIERA
EN BASE A EFECTIVO
(Millones de Pesos)

POR LOS AÑOS QUE TERMINARON EL 31 DE DICIEMBRE DE 1988 Y 1989

	1988 (\$)	1989 (\$)
FUENTES DE EFECTIVO		
Flujo de efectivo proveniente de las operaciones:		
Utilidad Neta	107,402	200,104
Mas:		
Depreciación y amortización	18,583	41,611
Pasivos acumulados	65,977	40,459
Efecto monetario desfavorable	18,984	33,034
Otras	45,590	16,190
Total de efectivo proveniente de las operaciones	256,536	331,398
EFFECTIVO OBTENIDO DE ACTIVIDADES FINANCIERAS:		
Cuentas y documentos por pagar	47,304	1,729
Préstamos bancarios y papel comercial	30,324	79,010
Total de efectivo obtenido de actividades financieras	77,628	80,739
TOTAL DE FUENTES DE EFECTIVO	334,164	412,137
APLICACIONES DE EFECTIVO:		
PROGRAMA DE INVERSIONES EN INMUEBLES, MAQUINARIA Y EQUIPO		
	22,777	31,274
DIVIDENDOS DISTRIBUIDOS A ACCIONISTAS		
	27,987	107,385
OTRAS APLICACIONES:		
Deuda a largo plazo	20,397	84,496
Cuentas y documentos por cobrar	94,037	48,736
Inventarios	4,829	3,808
Otras	8,701	22,188
Total de otras aplicaciones	127,964	159,228
TOTAL DE APLICACIONES DE EFECTIVO	178,728	297,887
AUMENTO NETO EN EFECTIVO E INVERSIONES TEMPORALES DE EFECTIVO		
	155,436	114,250
EFFECTIVO E INVERSIONES TEMPORALES DE EFECTIVO:		
	76,104	231,540
Al principio del año		
Al fin del año	\$231,540	\$345,790

PAPEL DE MEXICO, S.A. DE C.V.

ANALISIS FINANCIERO
(CUADRO I)

RAZONES FINANCIERAS	1988	1989	
RAZONES DE LIQUIDEZ			
a) Razón Circulante	2.8378	2.5488	a 1
b) Prueba del ácido	2.2925	2.0034	a 1
c) Prueba rápida	1.3336	1.1905	a 1
RAZONES DE ENDEUDAMIENTO			
a) Pasivo a activo total	0.2282	0.1998	%
b) Apalancamiento	0.2282	0.1998	%
c) Veces que ha ganado interes	5.9076	7.8861	veces
RAZONES DE ACTIVIDAD			
a) Período medio de cobro	272.00	376.00	días
b) Rotación de inventarios	6.1163	6.1713	veces
c) Rotación del activo total	0.5661	0.8319	veces
d) Rotación de la inversión permanente	0.95	1.52	veces
e) Período medio de pago	215	363	días
f) Margen de utilidad bruta	0.4246	0.4243	%
g) Gastos de operación	0.133	0.1643	%
RAZONES DE RENTABILIDAD			
a) Margen de utilidad	0.1500	0.1400	%
b) Rentabilidad de la inversión permanente	0.3365	0.4448	%
c) Rentabilidad del capital propio	0.1100	0.1500	%
RAZONES DE MERCADO			
a) Utilidad por acción	1,073.70	2,000.46	\$
b) Múltiplo	3.5700	7.9000	veces
c) Precio a fondos de operación	6.1500	4.6000	\$
d) Precio a valor en libros	9,339.94	13,044.11	\$
e) Dividendos a utilidad	0.2600	0.5300	%
RAZONES PREDICTORIAS DE QUIEBRA			
a) Capital de trabajo a total de activo	0.2636	0.2758	a 3
b) Utilidades acumuladas a total de activo	0.1018	0.1324	a 3
c) Utilidad antes de intereses e impuesto a total activo	0.165	0.2163	a 3
d) Valor de mercado de acciones comunes a total pasivo			
e) Ventas a total activos	0.5661	0.8319	a 3

RAZONES FINANCIERAS DE EMPRESAS DEL RAMO EN EL PAIS
(CUADRO II)

RAZONES FINANCIERAS	1988	1989	
RAZONES DE LIQUIDEZ			
a) Razón Circulante	1.5965	1.6504	a 1
b) Prueba del ácido	1.1714	1.0017	a 1
c) Prueba rápida	1.0718	1.0040	a 1
RAZONES DE ENDEUDAMIENTO			
a) Pasivo a activo total	0.2908	0.1915	%
b) Apalancamiento	0.4780	0.5507	%
c) Veces que ha ganado interes	3.3518	4.1824	veces
RAZONES DE ACTIVIDAD			
a) Período medio de cobro	295	245	días
b) Rotación de inventarios	6.5564	6.2850	veces
c) Rotación del activo total	0.4407	0.6348	veces
d) Rotación de la inversión permanente	1.0800	1.5900	veces
e) Período medio de pago	115	137	días
f) Margen de utilidad bruta	0.2597	0.2950	%
g) Gastos de operación	0.1516	0.1824	%
RAZONES DE RENTABILIDAD			
a) Margen de utilidad	0.0940	0.1042	%
b) Rentabilidad de la inversión permanente	0.2528	0.3727	%
c) Rentabilidad del capital propio	0.0009	0.0012	%
RAZONES DE MERCADO			
a) Utilidad por acción	428.00	650.01	\$
b) Múltiplo	4.8400	5.6300	veces
c) Precio a fondos de operación	5.4200	3.3300	\$
d) Precio a valor en libros	4,177.00	4,198.00	\$
e) Dividendos a utilidad	0.1000	0.2100	%
RAZONES PREDICTORIAS DE QUIEBRA			
a) Capital de trabajo a total de activo	0.2704	0.2898	a 3
b) Utilidades acumuladas a total de activo	0.1114	0.1218	a 3
c) Utilidad antes de intereses e impuesto a total activo	0.1707	0.2528	a 3
d) Valor de mercado de acciones comunes a total pasivo			
e) Ventas a total activos	0.4518	0.6526	a 3

PAPEL DE MEXICO, S.A. DE C.V.

ANALISIS FINANCIERO.

POR LOS AÑOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 1988 Y 1989.

En los cuadros anteriores (I y II) se presentan, los resultados de las razones financieras, comparativas por los años de 1988 y 1989 de la compañía Papel de México, S.A. de C.V. y las del ramo que a continuación se interpretaran.

Razones de liquidez:

Podemos decir que Papel de México tiene una liquidez muy buena aunque para 1989 disminuyeron un poco, lo cual se considera normal, debido a la situación existente en el país (falta de liquidez e inflación). Podemos decir que la empresa puede cumplir con sus compromisos a corto y mediano plazo.

Al comparar contra las razones del ramo (promedio de la industria) Papel de México, S.A. de C.V. tiene una liquidez por encima de la industria.

Razones de Endeudamiento:

La compañía en 1988, el 28.15% de sus activos totales estaba financiado por pasivos, razón que disminuyó en 1989 a 4.7% lo cual indica que la empresa es autosuficiente. Comparado contra el ramo éste en 1988 era de 29.08% y en 1989 bajo a 19.16%. La compañía presentó un comportamiento similar al de la industria

aunque para 1989 es mínima la cantidad de activos totales financiada por pasivos.

Razones de Apalancamiento:

En lo referente a éste, disminuyó de 22.82% en 1988 a 19.98% en 1989 es una diferencia de 2.84 puntos. Consideramos que Papel de México, S.A. de C.V. mantiene un nivel de apalancamiento conservador.

Si vemos el apalancamiento del ramo, este aumento de 47.80 en 1988 a 55.07% en 1989 lo cual pone en un poco de riesgo a la rama de que si no se cumple sus compromisos quedará en manos de los acreedores.

En nuestra opinión Papel de México, S.A. de C.V. puede todavía apalancarse un 20% más, guardando una relación de 40% - 60% que no lo coloca en riesgo.

En cuanto a cumplir con el costo de financiamiento la empresa puede cumplir sobradamente con este compromiso lo cual la puede hacer un buen sujeto de crédito y cumplir con sus obligaciones puntualmente.

En relación con las empresas del ramo, supera casi por el doble en la capacidad para pagar intereses.

Razones de Actividad:

Para la época actual en que todo es a corto plazo, la compañía incremento su plazo medio de cobro que en 1988 era de 272 a 376 días. Que comparado con el del ramo el incremento es ma-

yor. El período de cobro del ramo disminuyó de 295 días en 1988 a 245 días en 1989 Papel de México, S.A. de C.V. puede darse este lujo debido a que tiene una excelente liquidez, aunque no hay que perder de vista que el período medio de pago también se incrementó de 215 días en 1988 a 363 días en 1989. Esto indica que no tiene financiamiento de proveedores, ya que paga antes de cobrar.

La rotación de inventarios es normal comparándola con las industrias del ramo.

Dentro de su margen de utilidad bruta podemos observar que la empresa posee uno muy bueno, el cual se ha mantenido constante y mismo que supera a la rama industrial.

Razones de Rentabilidad:

Podemos observar que la compañía es rentable ya que presenta un margen de utilidad neta de 14% el cual se podría decir se ha mantenido constante con respecto al del año anterior que fue de un 15% lo cual no muestra una gran variación y que comparando con las empresas del ramo es buena con 9.40% en 1988 y 10.42% en 1989, aunque aquí si vale la pena señalar que de un año a otro bajo en 1% este margen pero en las empresas del ramo subió en ese mismo porcentaje.

La empresa ha sabido mantener una buena rentabilidad de su inversión permanente y capital propio el cual ha aumentado y mantenido por arriba del promedio de las industrias del ramo.

Razones de Mercado:

Aquí podemos observar que la empresa Papel de México, S.A. de C.V. en los últimos 12 meses ha ganado \$ 2,000.49 por acción que comparado contra los \$ 650.01 de las empresas del ramo podemos decir que triplica esta ganancia, lo cual demuestra que es una empresa que obtiene buenas utilidades por acción.

El múltiplo que está pagando por la acción de 3.57 y 7.90 en 1988 y 1989 respectivamente ha aumentado de un año a otro, y que comparándolas con las de la empresa del ramo 4.84 y 5.63 respectivamente, podemos decir que en 1989 fue buen año para la compañía, ya que sobrepaso el múltiplo de las empresas del ramo en 1989.

En relación a su razón precio a fondos de operación observamos que supera a las del ramo en los dos ejercicios comparados.

En el caso de que llegase a liquidar la empresa Papel de México, S.A. de C.V. cada acción equivaldría a \$ 13,044 que es el valor que a sus accionistas, recibirían por acción de la liquidación de sus edificios, mercancías, etc. después de pagar a sus acreedores.

Dentro de las razones de dividendo a utilidad, podemos decir que se pagarón el 26% y 53% en 1988 y 1989 respectivamente de las utilidades como dividendos en efectivo lo que significa que paga en un porcentaje mayor a las empresas del ramo, lo cual es bueno observando que las utilidades que ha obtenido en los últimos dos ejercicios han aumentado, además que es una empresa que ha tenido buen comportamiento en la Bolsa respecto a las empresas del ramo.

Razones Predictorias de Quiebra:

Estas razones nos indican que la empresa Papel de México, S.A. de C.V. está lejos de poder tener una quiebra en los años que se muestran, ya que estas razones se miden como si fuera una campana en donde el 3 se situa en la cresta de la misma y entre mas cerca se encuentre de esta cifra, esta también muy cercana la posibilidad de una quiebra, lo cual no es factible observando los resultados que arroja este análisis. Observando las razones predictorias de quiebra de las empresas del ramo vemos que éstas también están lejos de una posibilidad de la misma.

Podemos concluir que la industria papelera en México es muy sólida y por lo tanto un giro es prometedor en nuestro país.

A continuación presento la determinación del costo de capital de acuerdo a la fuente de que provienen:

COSTO DE CAPITAL DE ACUERDO A LA FUENTE

1. COSTO DE CAPITAL ACTUAL

FUENTE	MONTO MILLONES DE \$	PROPORCION	COSTO INDIVIDUAL	COSTO PONDERADO
Préstamo Bancario	13,027	5.49%	51.00%	2.80%
Capital Social	8,200	3.46%	41.50%	1.43%
Util. Ret.	215,922	91.05%	41.50%	37.79%
	-----	-----	-----	-----
	237,149	100.00%		42.02%
	-----	-----		-----

2. COSTO CON EMISION DE OBLIGACIONES

FUENTE	MONTO MILLONES DE \$	PROPORCION	COSTO INDIVIDUAL	COSTO PONDERADO
Préstamo Bancario	13,027	1.31%	51.00%	0.67%
Emisión de Oblig.	756,000	76.12%	48.12%	36.63%
Capital Social	8,200	0.83%	41.50%	0.34%
Util. Ret.	215,922	21.74%	41.50%	9.02%
	-----	-----	-----	-----
	993,149	100.00%		46.66%
	-----	-----		-----

3. COSTO CON EMISION DE ACCIONES

FUENTE	MONTO MILLONES DE \$	PROPORCION	COSTO INDIVIDUAL	COSTO PONDERADO
Préstamo Bancario	13,027	1.31%	51.00%	0.67%
Emisión de Acciones	756,000	76.12%	41.50%	31.59%
Capital Social	8,200	0.83%	41.50%	0.34%
Util. Ret.	215,922	21.74%	41.50%	9.02%
	-----	-----	-----	-----
	993,149	100.00%		41.62%
	-----	-----		-----

4. COSTO CON 50% DE EMISION DE ACCIONES Y 50% EMISION DE OBLIGACIONES

FUENTE	MONTO MILLONES DE \$	PROPORCION	COSTO INDIVIDUAL	COSTO PONDERADO
Préstamo Bancario	13,027	1.31%	51.00%	0.67%
Emisión de Oblig.	378,000	38.06%	48.12%	18.31%
Emisión de Acciones	378,000	38.06%	41.50%	15.80%
Capital Social	8,200	0.83%	41.50%	0.34%
Util. Ret.	215,922	21.74%	41.50%	9.02%
	993,149	100.00%		44.14%

5. COSTO CON EMISION DE CPI'S.

FUENTE	MONTO MILLONES DE \$	PROPORCION	COSTO INDIVIDUAL	COSTO PONDERADO
Préstamo Bancario	13,027	1.31%	51.00%	0.67%
Emisión de CPI'S	378,000	76.12%	52.14%	39.69%
Capital Social	8,200	0.83%	41.50%	0.34%
Util. Ret.	215,922	21.74%	41.50%	9.02%
	993,149	100.00%		49.72%

6. COSTO CON 50% DE OBLIGACIONES Y 50% DE EMISION DE CPI'S

FUENTE	MONTO MILLONES DE \$	PROPORCION	COSTO INDIVIDUAL	COSTO PONDERADO
Préstamo Bancario	13,027	1.31%	51.00%	0.67%
Emisión de Oblig.	378,000	38.06%	48.12%	18.31%
Emisión de CPI'S	378,000	38.06%	52.14%	19.84%
Capital Social	8,200	0.83%	41.50%	0.34%
Util. Ret.	215,922	21.74%	41.50%	9.02%
	993,149	100.00%		48.19%

7. COSTO CON 50% DE EMISION DE CPI'S Y 50% EMISION DE ACCIONES

FUENTE	MONTO MILLONES DE \$	PROPORCION DE \$	COSTO INDIVIDUAL	COSTO PONDERADO
Préstamo Bancario	13,027	1.31%	51.00%	0.67%
Emisión de CPI'S	378,000	38.06%	52.14%	19.84%
Emisión de Acciones	378,000	38.06%	41.50%	15.80%
Capital Social	8,200	0.83%	41.50%	0.34%
Util. Ret.	215,922	21.74%	41.50%	9.02%
	-----	-----	-----	-----
	993,149	100.00%		45.67%
	-----	-----		-----

8. COSTO CON 33.33% DE EMISION DE CPI'S, 33.33% DE EMISION DE OBLIGACIONES Y 33.33% DE EMISION DE ACCIONES.

FUENTE	MONTO MILLONES DE \$	PROPORCION	COSTO INDIVIDUAL	COSTO PONDERADO
Préstamo Bancario	13,027	1.31%	51.00%	0.67%
Emisión de CPI'S	252,000	25.37%	52.14%	13.23%
Emisión de Oblig.	252,000	25.37%	48.12%	12.21%
Emisión de Acciones	252,000	25.37%	41.50%	10.53%
Capital Social	8,200	0.83%	41.50%	0.34%
Util. Ret.	215,922	21.74%	41.50%	9.02%
	-----	-----	-----	-----
	993,149	100.00%		46.00%
	-----	-----		-----

DETERMINACION DEL COSTO DE CADA FUENTE

1) Costo de Capital Actual:

- Préstamo Bancario: tasa de interes fija del 51%.

- Capital Social:

$$Ks = \frac{d1}{Po} + g$$

Ks = Tasa de rendimiento requerida de las acciones comunes

D1 = Dividendos por acción

Po = Valor actual de las acciones comunes

g = Tasa anual constante de crecimiento en dividendos y utilidades

Sustituyendo:

$$Ks = \frac{1,074}{9,339} + .30 = 41.50\%$$

2) Costo con Emisión de Obligaciones:

Se planea emitir \$756,000 millones de pesos en obligaciones convertibles a 10 años. Se va a pagar una tasa del 46.50%.

Monto de la Emisión: \$ 756,000 millones

Valor nominal de cada título \$ 100,000 pesos

Número de títulos 7,560

Interés 46.50 %

Pago de Intereses *\$ 46,500 pesos

$$*756,000 \times 46.50\% = 351,540/7560 = 46,500$$

Utilidad Neta proveniente de la venta de obligaciones:

Emisión	\$ 756,000 millones
Costos y gastos de colocación	36,000 millones
Ut. neta proveniente Vta. Oblig.	\$ 720,000 millones

$$K1 = 46,500 + ((100,000 - 95,238/10) / (95,238 + 100,000/2)) = 48.12\%$$

- 3) Costo con Emisión de Acciones. Es el actual.
- 4) El costo con emisión de CPI'S es una tasa pactada entre el emisor y el banco, la cual se determina con base a la tasa de CETES mas ciertos puntos.

CONCLUSIONES

Actualmente nuestro país atraviesa por un período de recuperación económica, que aunado a una apertura comercial, obliga a las empresas a producir mejores artículos y/o prestar mejores servicios.

En ocasiones las empresas necesitan allegarse de recursos que las ayuden a solventar problemas de liquidez, costo de capital y en otros proyectos de mejora y ampliación de su planta productiva.

La elaboración de este seminario tuvo como finalidad presentar las alternativas de financiamiento con las que cuenta una empresa en el mercado financiero mexicano.

De acuerdo a lo expuesto en el transcurso de este seminario, principalmente encontramos dos fuentes principales de financiamiento:

- Los bancarios y
- Los no bancarios.

Debido a la gran escasez de recursos que ha sufrido el país en los últimos años, el financiamiento de la Banca Comercial ha decrecido considerablemente de tal manera que esta forma tradicional de obtener recursos ha dejado de ser una alternativa para las empresas, las cuales habrán de recurrir a otras instituciones. Ahora, la intención es permitir que además de la banca, los intermediarios financieros no bancarios participen en forma

mucho mas activa. De esta manera, se ha propiciado la diversificación en el uso de instrumentos financieros, dando mejores posibilidades y continuidad a la inversión nacional a corto, mediano y largo plazo ofreciendo así a las empresas una mayor gama de alternativas que financien su formación, desarrollo y permanencia en el tiempo.

Dentro de las fuentes de financiamiento no bancarias encontramos que las compañías factorizadas, así como las arrendadoras financieras han cobrado gran importancia en la actualidad al representar una fuente de recursos, la primera en forma líquida y la segunda proporcionando tecnología sin requerir de garantías.

Así mismo el sector bursátil da cabida a las empresas al permitir colocar papel comercial, obligaciones y acciones.

Cabe aclarar que los Certificados de Participación Patrimonial (CPI'S), a pesar que es una fuente de financiamiento para aquellas empresas que necesitan recursos por un periodo largo de tiempo, no han tenido muy buena aceptación, debido a que los posibles adquirentes no desean invertir su dinero en instrumentos de tan largo plazo.

Sea cual fuere el tipo de financiamiento por el cual se decida la empresa, este debiera estar respaldado por un estudio completo que abarque desde los estados financieros, hasta la preparación, evaluación y análisis de las diferentes alternativas de-

biendo considerar un factor muy importantes que es el costo.

Quiero destacar ademas, la importancia que tiene el estar actualizado al respecto de los instrumentos e instituciones de financiamiento, ya que éstos se modifican según las necesidades en mercado para ir acordes al desarrollo del país.

El caso práctico de este trabajo, tiene la finalidad de mostrar que alternativa de las que ofrece nuestro sistema financiero es la mas conveniente tomando en cuenta lo siguiente:

- El importe del proyecto,
- El destino que se le va a dar al dinero,
- La situación financiera de la empresa,
- La duración de la operación,
- Los flujos de efectivo esperados, y
- El costo.

Una vez analizadas todas las alternativas propongo que las mejores y aquellas que van de acuerdo a los objetivos de la empresa son:

- La emisión de obligaciones,
- La emisión de acciones, y
- La emisión de Certificados de Participación Patrimonial (CPI'S).

Ahora bien de las anteriormente enunciadas podemos concluir

que la mas conveniente, es la emisión de acciones comunes, ya que su costo es menor y tiene otras ventajas como son:

- Impone un mínimo de restricciones a la empresa,
- El hecho de que las acciones comunes no tienen vencimiento elimina cualquier obligación futura de cancelación.
- Otra ventaja sobre otras formas de financiamiento a largo plazo es su habilidad para incrementar la capacidad de préstamos de la empresa. Mientras más acciones comunes venda una empresa es mayor la base de capital contable, y en consecuencia puede obtenerse financiamiento de deuda a largo plazo más fácilmente y a menor costo.

BIBLIOGRAFIA

- Aguirre, Octavio Dr.
El Manual del Financiero
Edit. EFE
Primera Edición
México, 1985.
- Alternativas de Financiamiento
Casa de Bolsa Inverlat, S.A. de C.V.
- Bolten, Steven E.
Administración Financiera
Edit. Limusa .
Título original: Managerial Finance
Traducción realizada por: Ricardo Calvet Perez
México, 1983.
- Calvo Langarica, Cesar
Análisis e Interpretación de Estados Financieros
Edit. PAC
6a. Edición.
México, 1986.
- Certificados de Aportación Patrimonial (CPI'S)
Casa de Bolsa Probrusa, S.A. de C.V.
México, 1990.
- Cortina Ortega, Gonzalo
Prontuario Bursátil y Financiero
Edit. Trillas
Primera edición
México, 1986
- Diario Oficial de la Federación
2 de mayo de 1989
- Diccionario de la Real Academia Española

- **Financiamiento Corporativo**
Casa de Bolsa Probursa, S.A. de C.V.+
México, 1990.
- **Factoring**
Casa de Bolsa Inverlat, S.A. de C.V.
México, 1990.
- **Gitman, Lawrence.**
Fundamentos de Administración Financiera
Edit.

México, .
- **Johnson, Robert W.**
Administración Financiera
Edit. CECSA
Décima Impresión.
México, 1987.
- **Hunt, Williams y Donaldson**
Financiación Básica de los Negocios
Tomo I
Edit. UTHEA
México, 1964.
- **Instrumentos del Mercado de Dinero**
Instituto Mexicano del Mercado de Capitales
México, 1987.
- **Koontz, O'Donnell y Weihrich**
Elementos de Administración
Tercera Edición
Mc. Graw Hill.
- **Ley del Mercado de Valores.**
- **Ley del Impuesto Sobre la Renta**
Dofiscal Editores
México, 1990.

- Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito
Edit. Teocalli
México, 1989.

- Preliminary Analytical Review
Financial Analysis Series
September, 1986.
Touche Ross International.

- Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados
Instituto Mexicano de Contadores Públicos
México, 1988.

- Revista Veritas
El Mercado de Dinero, como Alternativas de
Financiamiento.
No. 1419, Octubre 1989.
México, 1989.

- Sapag Chain, Nassir/Reinaldo
Fundamentos de Preparación y Evaluación de
Proyectos de Inversión.
Edit. Mc. Graw Hill
1983.

- Tesis ULSA
Principales Alternativas de Inversión para la
Mediana Empresa en México.
México, 1989.

- Van Horne, James C.
Fundamentos de Administración Financiera.
Edit. Prentice Hall / International.

- Villegas, Eduardo H. y Ortega, Rosa María.
El Sistema Financiero Mexicano
Edit. PAC.
México, 1988.