

27
29

UNIVERSIDAD AUTONOMA DE GUADALAJARA

INCORPORADA A LA UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

ESCUELA DE ADMINISTRACION, CONTABILIDAD
Y ECONOMIA



TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

METODOS ALTERNATIVOS EN LOS MERCADOS DE CAPITALES.

SEMINARIO DE INVESTIGACION
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:
LICENCIADO EN CONTADURIA
P R E S E N T A
HERNAN MONTOYA VELASCO

GUADALAJARA, JAL.

1986



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis 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.

I N D I C E

	PAGINA
* INTRODUCCION.	1
* CAPITULO I.- FINANCIAMIENTO DEL PASIVO; CORTO, MEDIANO Y LARGO PLAZO.	
-CORTO PLAZO.	3
Crédito de proveedores	3
Línea de Crédito	5
Cuentas por Cobrar	7
-MEDIANO PLAZO.	8
A través de compañías de seguros	10
A través de Bancos	11
A través de Instituciones Financieras.	13
-LARGO PLAZO.	14
Arrendamientos	15
Hipotecas	18
* CAPITULO II.- FINANCIAMIENTO POR UTILIDADES RETENIDAS, ACCIONES Y OBLIGACIONES.	
-UTILIDADES NETAS	20
Factores que rigen la política de dividendos.. . . .	20
Política de Dividendos	22
-EMISION DE ACCIONES	24
-EMISION DE OBLIGACIONES	37

	PAGINA
*CAPITULO III.- FONDOS DE FOMENTO (NAFINSA).	46
-FOGAIN	50
-FOHEP	51
-FIDCIN	53
-FOMIN	55
-FOHATUR	57
-PAI	59
*CAPITULO IV.- COSTO DE LA DEUDA (Costo componente). .	63
-COSTO DE LA DEUDA ANTES Y DESPUES DE IMPUESTOS. . . .	68
COSTO COMPONENTE DE LAS NUEVAS EMISIONES (Acciones - comunes)	69
-COSTO COMPONENTE DE ACCIONES PREFERENTES	70
-COSTO COMPONENTE DE LAS UTILIDADES RETENIDAS	71
-COSTO COMPONENTE GENERAL DE CAPITAL	71
*CONCLUSIONES	72
*BIBLIOGRAFIA.	74

I N T R O D U C C I O N

Indudablemente una de las funciones más importantes dentro de la empresa y a la que se le debe tener más atención, es la de "Financiamiento", ya que mediante una atinada política del mismo es posible que la administración logre y alcance sus propósitos, pudiendo así asegurar el desarrollo favorable de la empresa dentro del ámbito de los negocios, trátase de una persona o gran empresa de reciente creación o ya establecida.

En busca de un financiamiento, los resultados que se deben obtener, son un rendimiento satisfactorio y la certeza de que se ha fincado las bases para proyectar actividades subsecuentes, así como el que se le proporcione a la dirección elementos y recursos necesarios para afianzar el desarrollo de la misma, colocándola de tal forma en un ambiente de solidez económico-financiero consistente y digno de considerarla solvente y con bastante liquidez, factores todos ellos que contribuyen a fortalecerla para no declinar ante circunstancias ocasionadas tanto por factores internos derivados de la deficiencia en la integración, organización, planeación, dirección y control; así como también por los factores externos económico-financieros, políticos, naturales.

Para ello se requiere un amplio conocimiento de los mercados financieros que provean fondos, de las estrategias que aplican las decisiones acertadas de inversión y de los cursos de acción que deben se-

guirse para estimular las operaciones y así alcanzar la eficiencia de la empresa.

El administrador financiero debe de estudiar gran número de alternativas, en cuanto al origen y aplicación de los fondos antes de tomar sus decisiones; por ejemplo, si es de fuentes internas o externas, proyecto a corto o a largo plazo.

Aquí se trata de presentar un análisis objetivo y conceptual, no intento aplicar un análisis profundo y concienzudo, ya que sólo un erudito en la materia podría desarrollarlo, pero sí se presenta un marco teórico conceptual de lo que es la alternativa en los mercados de capitales.

CAPITULO I
FINANCIAMIENTO DEL PASIVO CORTO, MEDIANO
Y LARGO PLAZO.

CORTO PLAZO.

Crédito de Proveedores.

El financiamiento más común dentro de las empresas, es el crédito de proveedores o crédito comercial y estos más bien, financian la compra de materia prima. El crédito comercial se puede definir como ---- "aqueel crédito a corto plazo concedido por un proveedor relacionado -- con la compra de artículo para su reventa final".

El crédito comercial constituye una fuente de financiamiento espontánea, ya que de la naturaleza del negocio se desprende el otorgamiento de más o menores créditos con el fin de activar las operaciones del negocio en la compra-venta.

A las empresas no será muy difícil obtener un crédito comercial, cuando éstas ofrezcan ciertas normas de seguridad para la recuperación del crédito otorgado, algunas de las normas podrán ser:

- a) Que los administradores de la empresa muestren suficiente habilidad para llevar a cabo con éxito las actividades de la empresa.
- b) Que la reputación crediticia de la empresa se vea favorecida por -- una limpia trayectoria en el cumplimiento oportuno de sus obligaciones.
- c) Que la empresa muestre suficiente poder de liquidez. Una de las --- principales ventajas que ofrece está clase de financiamientos, es - la referente a los descuentos por pronto pago ofrecido por los otorgadores del crédito, eliminando así los gastos de financiamiento -- por aprovechar el descuento.

En estas condiciones se debe estudiar si es conveniente utilizar el crédito durante el tiempo pactado o anticipar el pago con el fin de aprovechar el descuento.

Veamos un ejemplo para mostrar matemáticamente el procedimiento:

Si las condiciones del crédito son 2/10 neto 30. Si la factura -- fuera por \$100.00, el costo real de los artículos será de \$98.00 y --- \$2.00 se añaden al costo como un cargo financiero si pagamos antes del día 10, puesto que la factura vence a los 30 días, si no pagamos a los 10 días adicionales (del décimo al 30 día), la tasa efectiva para esos 20 días sería de 2/98 y como existen 365/20 intervalos de 20 días durante el año.

De ahí podemos decir que el costo anual por desaprovechar el descuento será de $2/98 \times 365/20 \approx .3724$ o sea un 37.24%.

Lo anterior nos indica que al aprovechar los descuentos por pronto pago, siempre que éstos nos sean ofrecidos y al realizar los pagos de las obligaciones contraídas con oportunidad, la empresa se está haciendo merecedora de nuevos y más amplios créditos, pudiendo así competir ventajosamente con otras empresas que no cumplen oportunamente con sus obligaciones; para tal efecto, es conveniente vigilar constantemente el aspecto referente al nivel de cuentas por pagar, mediante una -- comparación de índices que nos señalen el recordamiento en el pago de las obligaciones contraídas respecto a las compras en periodos similares y subsecuentes en condiciones normales y los cuales se pueden obtener dividiendo el importe de las compras entre las cuentas por pagar,-

procurando además llevar una estadística o cuadro que clasifique las edades de las mismas con el fin de formular oportunamente los pronósticos de salidas de efectivo, con base en las fechas de vencimiento y estar así preparados a cubrir las a su debido tiempo.

Así pues, es necesario que la empresa compare su política de créditos con su política de pagos, para efectos de determinar el intervalo de tiempo que existe entre las dos políticas, procurando que el lapso de la política de pagos sea siempre mayor que la de créditos, para efectos de un financiamiento espontáneo.

Línea de Crédito.

Las empresas industriales y comerciales dependen también de fuentes de financiamiento de los bancos comerciales, para ayudarse a hacer frente a las demandas de variaciones del flujo de caja.

Pero no solo es el hecho de ir a pedir un préstamo al banco, ya que el prestamista (el banco) también tratará de obtener información acerca de nuestra empresa, por ejemplo:

- Información concerniente al negocio.
- Información de los principales ejecutivos de la empresa.
- Uso y destino del préstamo, forma y plazo de pago.

Depende de nosotros qué tan rápido nos den el préstamo, ya que informando correcta y oportunamente, el préstamo será otorgado en un breve lapso.

Cuando se tiene contacto con un banco, ya sea por inversiones, -

cuenta de depósito, etc. es muy probable que se le pida al banco una línea de crédito.

El banco establecerá una línea de crédito hasta la cantidad que siente poder otorgar con seguridad a la empresa, con base en el conocimiento de los negocios y fuerza de la empresa. Una línea de crédito es un compromiso por adelantado del banquero para prestar hasta el máximo indicado para los propósitos convenidos y es muy importante considerar que la línea de crédito se otorga sin garantía alguna.

Sin embargo, el compromiso del banco no es una obligación, ya -- que éste puede cambiar de opinión en cualquier momento acerca de la -- porción no utilizada de la línea. Si el banco nos proporciona una línea de crédito abierta, la empresa deberá de tenerlo informado sobre todo en lo concerniente a sus operaciones y su situación financiera; -- generalmente cuando nos proporcionan una línea de crédito abierta, el -- banquero nos obliga a seguir manteniendo nuestra cuenta en depósito. -- Para seguir manteniendo la línea de crédito, la empresa deberá hacer -- uso de ella ya que el banco no puede permitirse mantener indefinida -- mente sin uso los compromisos de préstamos.

El banco generalmente requiere que todos los préstamos hechos -- dentro de la línea de crédito se liquiden dentro del período de un -- año y que el prestatario permanezca libre de deudas cuando menos por -- un período de un mes. Al final o cerca del final del año del crédito, -- la empresa negocia otra vez con el banco otra nueva línea de crédito -- para el año subsecuente.

Para ejemplificar, una compañía podría convenir con el banco en el mes de enero por \$100,000.00 para que corra por un año. Esto es, -- que la empresa puede pedir prestado cuantas veces sea necesario durante el año, en tanto el saldo del préstamo no exceda de la línea de --- crédito, es decir de los \$100,000.00; la empresa puede pedir toda la cantidad en febrero, pagarla en mayo, pedir \$50,000.00 en junio y pagarlos en septiembre; pedir nuevamente \$100,000.00 en octubre y pagarlos en noviembre.

Para que quede mejor comprendido, esta línea de crédito es como -- la que otorgan las casas comerciales a sus clientes, la denominada --- tarjeta de crédito.

Financiamiento por cuentas por cobrar.

Otra forma de financiarse a corto plazo, es vender o pignorar las cuentas por cobrar. Existen instituciones que se dedican a esta actividad. La mayoría de las compañías financieras, comerciales e instituciones que profesionalmente se dedican a esta actividad, otorgan tanto -- préstamos con garantía de las cuentas por cobrar como también compran las cuentas por cobrar, realizando además otras operaciones financieras.

Los bancos comerciales y las casas de bolsa han ingresado a este tipo de negocios.

En la actualidad ha tenido gran auge este sistema de financiamiento y hoy, con el sistema llamado factoring que actualmente trabaja las-

casas de bolsa, que consiste en vender las facturas de nuestros clientes a una casa de bolsa, ésta se encargará de evaluarlos el riesgo de nuestros clientes y determinará qué porcentaje de comisión nos cobre; esta comisión puede variar y eso depende del prestigio de nuestros -- clientes, al adquirir las facturas la casa de bolsa adquiere el riesgo de cobrarlas o no.

El hecho de llevar las facturas de nuestros clientes, no es un compromiso de la casa de bolsa en comprarnos el total de la cartera, ellos mediante la evaluación de nuestros clientes sabrán qué facturas nos compran; la ventaja que adquiere el vendedor de las facturas es que el efectivo lo tendrá en un tiempo razonablemente corto, puede -- ser entre 48 y 72 horas.

En los negocios altamente estacionales, con frecuencia resulta - antieconómico mantener un departamento de crédito que trabaje horas - extras durante parte del año, permaneciendo ociosos el resto del tiempo.

En estos casos sería recomendable que las facturas se vendan a - una institución financiera así la empresa disminuye sus gastos de mantener un departamento de crédito y disminuir los riesgos de incobrabilidad.

MEDIANO PLAZO.

Los préstamos a mediano plazo facilitan capitales por periodos de 1 a 10 años y generalmente son amortizados.

Se han establecido los préstamos a mediano plazo para satisfacer un requerimiento financiero para las empresas; facilitan capitales -- por necesidades temporarias sin obligar al propietario a ceder el control de la empresa.

Los préstamos a mediano plazo se utilizan también para facilitar la adquisición de comercios ya instalados, para el establecimiento de negocios nuevos y para suministrar más capital circulante a las empresas en crecimiento.

Al otorgar los préstamos a mediano plazo, los bancos e instituciones financieras frecuentemente imponen condiciones al prestatario, diciéndole qué debe o no puede hacer hasta la total cancelación de la deuda.

La mayoría de los préstamos a mediano plazo están avalados por -- una garantía sobre bienes de activo fijo, pero el prestamista debe -- confiar primordialmente en la habilidad del prestatario para reembolsar la deuda con lo producido por el negocio durante la vigencia del acuerdo.

Cuando se tramita un pasivo a mediano plazo, muchas personas --- piensan en porqué no mejor recurrir a un préstamo a corto plazo; la -- razón es que posiblemente no podamos generar el efectivo suficientemente rápido para poder pagar nuestro adeudo en un plazo menor a un -- año.

La naturaleza de los activos que se hayan de financiar habrá de -- ser la pauta, necesitamos seguridad que los fondos que obtengamos los-

podamos utilizar por un período definido y que este sea superior a un año.

Además, puede ser posible que ya no podamos incrementar nuestro pasivo circulante por su efecto adverso sobre nuestra razón circulante; el pasivo a mediano plazo se clasifica en el rubro de pasivo a largo plazo dentro del balance general, salvo aquella porción del pasivo a mediano plazo que haya de vencer a menos de un año, se clasifica dentro del pasivo circulante.

Financiamiento a través de compañías de seguros.

Los préstamos de uno a diez años de plazo, no se pueden obtener con tanta facilidad de las compañías de seguros como de los bancos comerciales. Un convenio más común es aquél en que un banco y una compañía de seguros se unen para financiar a un negocio otorgándole un préstamo a plazo, conforme este convenio el banco podrá tomar los documentos relacionados con el préstamo a mediano plazo y que venzan en los primeros cinco o diez años, en tanto las compañías de seguros tomarían el resto de los documentos cuyo vencimiento puede extenderse hasta 15 o 20 años.

En realidad, consideráramos la parte del préstamo que otorga la compañía de seguros como un crédito a largo plazo.

Además de estos préstamos; las compañías de seguros efectúan pocos préstamos a los negocios pequeños. Generalmente no están preparadas como para manejar la minuciosa y costosa investigación necesaria pa

ra efectuar préstamos a plazos a gran escala a los negocios pequeños.

Además, una porción muy elevada de los pequeños negocios no están organizados como sociedades anónimas; muchas legislaciones de los esta dos, relacionadas con los seguros, prohíben este tipo de préstamos a las empresas que no están constituidas como sociedades anónimas.

Las compañías de seguros están capacitadas para desempeñar un papel más importante en el otorgamiento de préstamos de grandes sumas y plazos muy largos; aún cuando pueda exigir que estos préstamos sean li quidados mediante plazos periódicos, los términos mediante las compa ñías de seguros efectúan préstamos generalmente similares a los que im ponen los bancos comerciales.

A veces estas compañías exigen que el prestatario posea una línea de crédito que les haya extendido un banco comercial para asegurarse de que alguien esté vigilante de la situación a corto plazo del presta tario.

También es bastante común que el prestatario se mantenga libre de deudas respecto a las líneas de crédito que otorgan los bancos durante 30 a 60 días por cada periodo de 12 a 15 meses. Este requisito se considera a veces bastante gravoso, tanto para los prestamistas como para el prestatario.

Financiamiento a través de los Bancos Comerciales.

Al considerar el papel que desempeñan los bancos comerciales en el financiamiento a mediano plazo de los negocios; debemos recordar --

que los bancos tradicionalmente han favorecido los préstamos a corto plazo debido a la naturaleza exigible de sus pasivos, relacionados con los depósitos a la vista.

Sin embargo, las necesidades de sus prestatarios conjuntamente -- con su propio deseo de que el dinero produzca durante varios periodos de depresión y recesión, ha conducido a los bancos a conceder un mayor número de préstamos a plazos.

Los Inspectores Bancarios han reconocido los aspectos favorables de la característica de la amortización en los préstamos a plazos, --- puesto que el prestamista está haciendo pagos periódicos que reducen el capital insoluto paulatinamente, el banco está cobrando su dinero -- dos veces más rápido que si esperara un pago global a la fecha de vencimiento.

Los préstamos a plazos involucran la existencia de gravámenes sobre los activos para garantizarlos, con mayor frecuencia que en los -- préstamos a corto plazo concedidos para resolver necesidades estacionales. Los bancos exigen mayores garantías en los préstamos a las compañías pequeñas, casi todos los préstamos que se otorgan a los pequeños negocios y con vencimiento a más de 5 años, están garantizados.

Es lógico tener medida, si consideramos el riesgo que puede tener al conceder el crédito durante este lapso de tiempo a los negocios, -- frecuentemente son menos estables y menos protegidos contra la competencia en contraste con los grandes negocios.

Otra razón para que exijan garantías en los préstamos a plazos a

los pequeños negocios, radica en la falta de capacidad en la administración; a menudo muchas empresas están dirigidas por una sola persona.

Los bancos están dispuestos a aceptar garantías sobre una diversidad de activos fijos como mobiliario, equipo de oficina, transporte y hasta un momento dado, inventarios y cuentas por cobrar; los préstamos que han de liquidarse con fondos provenientes de utilidades, podrán ampliarse por períodos hasta por 10 años aún cuando la existencia de recesión en los mercados de capitales los bancos frecuentemente reducen el plazo máximo de vencimiento.

Financiamiento de Instituciones Financieras.

La gran tendencia a la automatización de las empresas ha originado un incremento acelerado en el financiamiento a mediano plazo, el cual es otorgado por instituciones financieras para la adquisición de equipo.

Después de determinar nuestras necesidades de financiamiento, recurriremos a una institución financiera. La desventaja que puede acarreararnos un préstamo con estas instituciones es que los intereses que nos cobran son más altos que los de un banco comercial, el que haya o no de proporcionarnos fondos una institución financiera, dependerá en gran parte de lo que se espera de la capacidad generadora de utilidades.

Aún cuando nuestro capital contable sea mínimo en relación con --

los pasivos incurridos, podremos conseguir el financiamiento del equipo si este se paga por sí mismo y aumenta el capital contable, puesto que las instituciones financieras descansan más en la capacidad generadora de utilidades del equipo, muestran menos interés en nuestra situación financiera y resultados de operación en general.

Por lo tanto, tendrán menos necesidad de controlar nuestras operaciones generales celebrando contratos detallados como ocurre en los préstamos que celebramos con un banco.

Existen dos métodos principales para financiar el equipo por medio de una institución financiera; una es comprarlo en abonos o bien arrendarlo (el arrendamiento lo trataremos por separado en préstamos a largo plazo).

La compra en abonos de un equipo es muy similar cuando una persona compra un automóvil, con la única condición de que el equipo tenga una vida económica relativamente larga y pueda ser removido. Generalmente en la adquisición de equipo por la compra en abonos es dar un anticipo y celebrar un contrato de garantía que estipule que el título de propiedad sobre el equipo lo conserva el que nos está financiando hasta en tanto liquidemos nuestra deuda, si no llegáramos a pagar el prestamista tiene todo el derecho de reclamar su bien.

LARGO PLAZO.

Uno de los elementos característicos del pasivo a largo plazo, es

que tiene una fecha de vencimiento, esta fecha comúnmente es mayor de un año.

Uno de los aspectos más desfavorables de incurrir en un pasivo -- tan largo, es el riesgo inherente a que llegue a vencer en una época -- en que sea sumamente difícil de pagar. A nosotros nos agradaría posponer los pagos del crédito, pero los prestamistas no estarían de acuerdo, ya que ellos lo que quieren es recuperar su inversión y mucho les agradaría que les regresáramos pronto su dinero.

Arrendamientos.

Si bien estamos hablando de financiamiento, el arrendamiento es -- también una fuente para obtener fondos a largo plazo, solo que en este financiamiento no se adquiere dinero pero si un activo fijo.

Lo podemos considerar como financiamiento porque lo regular cuando se adquiere un crédito a largo plazo, casi siempre se destina a la ampliación de la capacidad instalada (activos fijos).

Sin embargo, solo necesitamos los servicios de estos activos; por lo general no adquirimos planta y equipo con la finalidad de revenderla con utilidad. Si no nos interesa el título de propiedad sobre los -- activos, sino los servicios que pudieran ofrecer, debemos considerar -- la posibilidad de arrendarlos.

Gerstenberg, en su obra titulada "Financiamiento y Administración de Empresas", define el arrendamiento como un instrumento que da derecho a la posesión de la propiedad a un teniente o arrendatario o inquil

lino, a cambio de una renta que ha de pagarse al casateniente o arrendador.

Se acostumbra que el arrendatario continúe utilizando la propiedad después del período inicial del arrendamiento, pagando una renta menor según se especifique en el contrato; algunas veces se dará opción de que se compre la propiedad. El arrendamiento es un compromiso fijo para con el arrendador y estamos obligados a cumplirlo, pues ya que de lo contrario perdemos el derecho de utilizar los servicios de los activos arrendados.

El arrendar es muy similar a pedir prestado y por lo tanto, el arrendamiento proporciona una palanca financiera, el arrendamiento adquiere varias formas, las más importantes son la venta y arrendamiento, el arrendamiento de servicios y el arrendamiento directo.

- a) Venta y arrendamiento.- Una empresa posee un terreno, edificios o equipo, vende la propiedad durante un período en condiciones especificadas. Si se trata de bienes y raíces, la institución financiera es generalmente una compañía de seguros de vida; si la propiedad consiste en equipo y maquinaria, el arrendador podría ser una compañía de seguros, un banco comercial o una compañía especializada en arrendamientos.
- b) Arrendamiento de servicios.- Estos arrendamientos comprenden servicios de financiamiento y mantenimiento; computadoras, copiadoras, automóviles, camiones, son los principales tipos de arrendamiento de servicios. Casi siempre exigen que el arrendador mantenga y ---

preste servicio al equipo arrendado y los costos de este mantenimiento están, ya sea incluidos en los pagos de arrendamiento o contratados por separado. Otra característica es que con frecuencia no se amortizan totalmente, o sea que los pagos exigidos en el contrato no son suficientes para recuperar el costo total del equipo. Sin embargo, es evidente que el contrato de arrendamiento se redacta -- por una duración considerablemente menor que la vida esperada del equipo arrendado y el arrendador espera recuperar su costo en pagos subsiguientes de renovación por la venta del equipo arrendado. Una característica importante es que con frecuencia el contrato tiene una cláusula de cancelación que concede al arrendatario el derecho de cancelar el arriendo y devolver el equipo antes de que expire el convenio de arrendamiento.

c) Arrendamientos financieros.- Es aquel que no proporciona servicios de mantenimiento, no es cancelable y se amortiza totalmente, es decir, que el arrendador recibe pagos de renta iguales al precio total del equipo arrendado.

El convenio comúnmente comprende los siguientes pasos:

1. La empresa que usará el equipo escoge las piezas que desea y negocia el precio y las condiciones de entrega con el fabricante o con el que lo distribuye.
2. Se conviene con un banco o una compañía especializada en arrendamiento, en adquirir el equipo del fabricante o distribuidor y -- ejecuta simultáneamente un convenio para arrendar el equipo a la

institución financiera.

Los arrendamientos financieros son casi iguales que los convenios de venta y rearrendamiento, la única diferencia es que el equipo es -- nuevo y el arrendador lo adquiere de un fabricante o distribuidor, en vez de obtenerlo del usuario-arrendatario. El contrato de venta y re-- arrendamiento puede considerarse entonces como un tipo especial de --- arrendamiento financiero.

Hipotecas.

Otra fuente de financiamiento a largo plazo. En este tipo de préstamo el prestamista nos pide una garantía colateral de bienes muebles o bienes inmuebles.

Los bancos de depósito muy frecuentemente hacen préstamos a los - negocios con base en un colateral, éste puede consistir en valores, -- cuentas de ahorro, hipotecas sobre propiedades. Cuando se otorgan préstamos sobre hipotecas, generalmente se extienden por más de un año, -- sin embargo cabe hacer notar que este préstamo oscilará entre un 50 y - un 80% sobre el valor del bien, esto lo determinará la institución que nos esté financiando.

La hipoteca sería una garantía típica de las industrias que tengan grandes cantidades de activos fijos; para las empresas sería muy -- conveniente gravar los activos fijos, una o dos veces el mismo activo, pero las instituciones financieras no ven muy bien que una empresa de - activos a gravar por segunda hipoteca y es muy raro que una institu---

ción financiera nos preste sobre activos gravados de segunda o tercera hipoteca.

CAPITULO II

FINANCIAMIENTO POR UTILIDADES NETAS
RETENIDAS, ACCIONES Y OBLIGACIONES.

UTILIDADES NETAS RETENIDAS.

La política de los dividendos determina la línea divisoria de las ganancias entre pagos a los accionistas y utilidades retenidas. Las -- utilidades retenidas son una de las fuentes más importantes de fondos-- para financiar el crecimiento de la empresa, pero los dividendos cons-- tituyen los flujos de efectivo que perciben los accionistas, los facto-- res que rigen la distribución de ganancias en dividendos o en utilida-- des retenidas son el tema de este capítulo.

Factores que rigen la Política de Dividendos.

Aunque las leyes que contemplan los aspectos de utilidades netas-- retenidas son cada vez más complicadas, podemos definir sencillamente-- que los dividendos se pagan de las utilidades obtenidas en el año en -- curso o en años anteriores, reflejadas en la partida de utilidades re-- tenidas en el balance general.

Las utilidades mantenidas como utilidades retenidas, generalmente -- se invierten en activos fijos necesarios para el negocio; las utilida-- des retenidas que corresponden a años anteriores ya han sido investi-- dos en planta y equipo, inventarios y otros activos, es decir, no exis-- ten en efectivo.

Así, aunque la empresa haya batido una marca de utilidades, qui-- zás le sea imposible pagar dividendos en efectivo a causas de su posi-- ción de liquidez.

En realidad una empresa en crecimiento, aún una muy lucrativa, --

tiene urgente necesidad de fondos, ante esta situación puede decidir - no pagar dividendos en efectivo.

Cuando una empresa vende las deudas para financiar su expansión o para sustituir otras formas de financiamiento, se halla ante dos alternativas: pagar las deudas al vencimiento o reemplazarlas con otro tipo de acciones o tomar medidas para liquidarla; si opta por eliminar las deudas, tendrá que retener las utilidades.

Las empresas financian una porción bastante elevada de sus necesidades con recursos propios, o sea, de las utilidades retenidas y de -- los cargos a resultados que no implique una salida de efectivo, tales como los gastos por depreciación, condicionado a que hayan ingresos -- suficientes para soportar dichos cargos.

Una de las grandes interrogantes que pasa por las mentes de los accionistas es si dejar sus utilidades retenidas o retirar sus dividendos, muchas veces pensarán que al retirar sus utilidades se enfrentarán al problema de los altos impuestos que se pagan y por otra parte, si dejaran sus utilidades cuando menos su rendimiento tiene que ser -- bastante atractivo.

Los accionistas o propietarios de la empresa es muy probable que comparen el rendimiento que obtendrán si reinvirtieran las utilidades dentro del negocio, con el que obtendrán al hacer alguna otra inversión con riesgos similares, puesto que los accionistas no participan directamente en la formulación de las políticas de los dividendos en -- las grandes empresas.

La ausencia de una prueba directa de mercado para las utilidades retenidas, preocupa algo a los inversionistas puesto que existe el peligro inherente que los recursos no se asignen de la manera más productiva, las políticas de dividendos deben de ir encaminadas a canalizar fondos de operaciones a negocios poco productivos, las empresas deberían de considerar como si sus activos estuvieran sujetos a agotamiento, como ocurre con las minas, entonces ellos podrían devolver tales fondos en la medida que justificará el potencial de utilidades de la empresa.

Política de Dividendos.

Otra dificultad para establecer una política de dividendos, es -- que los intereses de los propietarios no pueden ser uniformes. Las decisiones respecto al pago de dividendos a los dueños puede verse afectada por la situación fiscal de éstos.

Tratándose de propietarios y de socios en sociedades de personas, la utilidad grabable para los dueños es la misma, independientemente de si retiran o no las utilidades, las utilidades del negocio se incluyen como parte de los ingresos personales del propietario.

Sin embargo, a los acreedores y a los accionistas también les interesa las utilidades que se reparten, puesto que el capital contable sirve como colchón para absorber bajas en el valor de los activos.

De igual manera podemos decir que los propietarios han financiado activos, cuyos rendimientos proporcionan un margen de seguridad para

satisfacer los pagos sobre las inversiones que han hecho los acreedores y los accionistas preferentes, las aportaciones de los dueños para la creación de una sociedad y el respaldo de los acreedores se considera como un fondo de fideicomiso, puesto que los acreedores tienen el derecho de esperar que la inversión original de los accionistas no se retiren.

Debemos aclarar que las utilidades retenidas o superávit ganado, representan solo una parte del derecho que tienen los propietarios residuales sobre los activos de la empresa, tan sólo representan un derecho no existe efectivo disponible en las utilidades retenidas. Por ejemplo, podríamos tener un superávit ganado por \$1'000,000.00 y no tener un solo centavo en nuestra cuenta bancaria, puesto que el superávit representa un derecho sobre los activos (generalmente efectivo), se devuelve a los accionistas en forma de dividendos.

EMISION DE ACCIONES.

Acciones Preferentes.

Hemos tratado algunas fuentes de financiamiento provenientes del pasivo, pero también existen fondos provenientes del capital.

El capital social preferente son Accionistas que participan en -- las utilidades y los activos, hasta cierto grado los accionistas preferentes constituyen un tipo poco común ya que no es completamente un valor representativo del capital, ni tampoco del pasivo.

Si en los estatutos de una sociedad anónima o el convenio con los accionistas preferentes tienen casi los mismos derechos que los accio--nistas comunes, la única excepción es que los accionistas preferentes--tienen derecho a que se les acumule su dividendo hasta cierta cantidad específica y que se les pague antes que se les reparta utilidades a -- los accionistas comunes.

Desde el punto de vista financiero, las acciones preferentes se - consideran como si fueran un pasivo, un aspecto en lo que se asemeja - de las acciones preferentes a un pasivo es lo que podemos negociar con ellos, en contraste con los accionistas comunes que la compañía no puede negociar con ellos.

En el convenio entre una compañía y los accionistas preferentes, -- todas aquellas cláusulas de mayor beneficio para los accionistas preferentes van a ser perjudiciales para los accionistas comunes y vicever--sa, los accionistas comunes tratarán de que los accionistas preferen--tes sacrifiquen algunos de los derechos que usualmente se les atribu--yen.

Las acciones preferentes no tienen una fecha de vencimiento, ordinariamente la inversión de los dueños se consiera permanente hasta -- que la empresa quiebre o se liquide debido a que los accionistas preferentes son considerados como una clase especial de propietarios; algunas veces se estipula la obligación por parte de la sociedad, de devolver las aportaciones de estos accionistas o bien, se podrá pactar que la sociedad tenga la libertad de retirar dichas acciones de la circulación voluntariamente.

Para poder identificar el derecho que tienen los accionistas preferentes sobre las utilidades, debemos entender primero que existen -- acciones preferentes con valor nominal y sin valor nominal; las del valor nominal o la par, se indica en la escritura constitutiva, aparecen en el convenio del certificado de la acción y por lo general, aparecen dentro del balance general y sin valor nominal, el dividendo que se paga una cantidad fija.

La seguridad es muy importante en las acciones preferentes, ya -- que generalmente son acumulativas o sea que se acumula el derecho de recibir los dividendos no pagados de uno a otro año; por ejemplo, si los dividendos por acción es de \$100,000.00 y la empresa no paga dividendos por dos años, existieran dividendos acumulados por \$200,000 sobre las acciones preferentes, por lo tanto, la empresa estará obligada a pagar dividendos por \$300,000 por acción en favor de los accionistas preferentes en el tercer año, antes de que pueda pagar dividendos a -- los accionistas comunes.

Debe aclararse que los accionistas preferentes son distintos al pasivo, el no poder pagar dividendos preferentes no implica que éstos tengan derecho a proceder legalmente para exigir dividendos que no se hayan liquidado. El único compromiso que tiene la empresa hacia los accionistas preferentes es el de pagar las sumas convenidas antes de que se paguen dividendos a los accionistas comunes.

Uno de los aspectos más importantes de nuestro convenio con los accionistas preferentes, es el relativo a la cantidad de dividendos -- que se les va a pagar. Puesto que los dividendos se deducen de las utilidades después de impuestos y generalmente el porcentaje que se les paga a los accionistas preferentes es superior al que se paga a los obligacionistas, pero los accionistas preferentes no tienen ninguna -- forma para exigir el cumplimiento de su derecho, se encuentran en una situación más desfavorable que la de los obligacionistas.

Dentro de las acciones preferentes existe el concepto de convertibles y éstas son, aquellas acciones preferentes que se convierten en acciones comunes y el portador de las acciones pasa de ser un accedor-preferente a ser un dueño. Las acciones preferentes pueden venderse -- con ciertas opciones para compra de acciones comunes o bien un paquete de acciones comunes.

Aún cuando los accionistas preferentes tienen un derecho anterior a los accionistas comunes sobre los activos generales de la empresa, -- no se grava ningún activo para garantizar a los accionistas preferentes. Por lo general, la cantidad a la cual tiene derecho en caso de --

una liquidación, será igual al valor nominal de las acciones o bien, un poco más del valor a la par (más dividendos acumulados) - recordemos que el valor a la par es el valor nominal que aparece en certificados de las acciones y generalmente es la cantidad reflejada en el balance general-.

En algunos casos los accionistas preferentes tendrán derecho a recibir una prima adicional al valor a la par, en caso de una liquidación voluntaria, no así en una liquidación involuntaria para protegerse a sí mismos; los accionistas preferentes tratarán de que los activos mantengan su valor en relación con la cantidad de acciones preferentes que están en circulación y a su vez, lucharán por impedir que otros inversionistas reciban un derecho igual o mejor sobre los activos. En otras palabras, los accionistas preferentes tratarán de mantener un margen de seguridad entre su inversión y los activos, de tal forma que alcancen a recibir algo en caso de una liquidación.

Si en el acta constitutiva de la sociedad no se establece una disposición específica respecto a los accionistas preferentes, éstos también tienen derecho a voto; sin embargo, la política generalizada es restringir a los accionistas preferentes en la voz de la administración. Aún cuando los dividendos que se pagan a los accionistas preferentes no son deducibles de impuestos, las acciones preferentes de todas formas pueden proporcionar una palanca financiera favorable, puesto que el pasivo en realidad proporciona una palanca financiera con costo más bajo; podríamos denominar a la palanca financiera que propor

ciona el capital social preferente como una palanca financiera secundaria, adicionalmente, el capital social preferente contribuye a la palanca financiera primaria pues aumenta el capital contable que sirve de base para poder aumentar aún más el pasivo a largo plazo; de ahí que sea posible que a nosotros no nos agrade el capital social preferente por sí mismo, sino más bien como medio para poder conseguir mayor pasivo.

ACCIONES COMUNES.

Otra importante fuente de financiamiento son las acciones comunes. El problema básico de este tipo de propiedad consiste en una distribución de ciertos derechos y responsabilidades entre los que han proporcionado los fondos necesarios para la operación del negocio. Los derechos y responsabilidades que corresponden a la aportación del capital contable consiste en consideraciones positivas -potencial de utilidades y control de la empresa - y consideraciones negativas: potencial de pérdidas, responsabilidad legal y responsabilidad personal.

Los derechos de los tenedores de acciones comunes de una empresa comercial son establecidos por las leyes, mediante las autorizaciones de las escrituras constitutivas; aquí se especifican los derechos que tienen los poseedores de las acciones comunes, ciertos derechos colectivos se conceden generalmente a tenedores de acciones comunes, algunos de los más importantes son:

- 1) Enmendar el Acta Constitutiva con la autorización y aprobación de los funcionarios.
- 2) Adoptar y enmendar los estatutos.
- 3) Elegir directores de la empresa.
- 4) Autorizar la venta de activos fijos.
- 5) Participar en funciones.
- 6) Cambiar la cantidad de acciones comunes autorizadas.
- 7) Emitir acciones preferentes, bonos y otros valores.

Así también, existen derechos específicos para estos accionistas:

- 1) Tienen derecho a voto en la forma prescrita por el acta.
- 2) El derecho a vender sus certificados de acción. (sus pruebas de propiedad) y de este modo transferir sus intereses de propiedad a ---- otras personas.
- 3) Tienen derecho a inspeccionar los libros de registros de la empresa.
- 4) Tienen derecho a participar en los activos residuales de la empresa al disolverse ésta; sin embargo, los tenedores de acciones comunes son los últimos entre los reclamantes de los activos de la corporación.

Mediante el derecho de voto, los tenedores de acciones comunes -- tienen el control legal de la empresa. Sin embargo, como asunto práctico, en muchas corporaciones (compañías) los principales dirigentes --- constituyen los accionistas comunes y también la Junta de Directores o Consejo de Administración. En estas circunstancias puede ser controlada por la gerencia, más que por los propietarios, no obstante muchos - ejemplos demuestran que los accionistas pueden recuperar el control de la empresa cuando se muestran insatisfechos.

Antes de emprender una valoración del financiamiento mediante acciones comunes, se tratarán unas características importantes:

- 1) La naturaleza de los derechos de voto.
- 2) La naturaleza del derecho de prioridad.
- 3) Variaciones en las formas de acciones comunes.

La naturaleza de los derechos de voto.- Por cada acción poseída, el --

tenedor tiene derecho a emitir un voto en las reuniones de accionistas de la empresa, el derecho de voto también se puede definir como poder. Votación acumulativa es un método de votación en donde el poseedor de más acciones puede emitir tantos votos como acciones tenga, es decir, existe una proporción en cuanto a acciones - votos.

El derecho de prioridad.- Este derecho concede a los tenedores la primera opción para adquirir más emisiones de acciones comunes. Puede darse en el acta constitutiva. El objeto del derecho de prioridad tiene doble función:

- a) Proteger el poder de control y
- b) Este derecho ofrece a los accionistas la dilución del valor.

Formas de acciones comunes.- Las formas de acciones comunes son varias y con diversas clasificaciones. Por ejemplo: en 2, 3 o más emisiones y a cada una de ellas se le otorgan sus derechos, poder, etc. o -- que las acciones tienen derecho a voto sin dividendos durante cierto número de años, todas las modalidades de las acciones comunes deben estar asentadas en el acta constitutiva.

Al igual que las acciones preferentes, estas acciones comunes no tienen fecha de vencimiento; las acciones comunes se encuentran en una situación bastante similar a la de los preferentes en lo que se refiere a derechos sobre las utilidades. No tienen derecho a recibir dividendos hasta en tanto sean decretados por el Consejo de Administración conforme a los términos del contrato de la sociedad, los accionistas han delegado autoridad en esta área a los directores. Esta situación -

es bastante distinta en la práctica en el caso de negocios de propietarios individuales, o en las sociedades de personas en que los propietarios participan directamente en la determinación de utilidades que se deban distribuir.

Si bien un accionista común no tiene derecho a exigir que se le paguen dividendos, si tiene conforme al derecho común el de seguir participando en las utilidades y en los activos de la sociedad, en la misma proporción que antes de que se aumente el capital social, teniendo derecho de adquirir proporcionalmente las acciones que se emitan en el futuro. El derecho del tanto da origen al ofrecimiento de derecho de suscripción a favor de los accionistas comunes, al ejercitar estas prerrogativas el accionista puede evitar que se diluya el valor de su derecho a participar en las utilidades y en los activos; o sea, puede evitar que terceros obtengan nuevas emisiones a un precio inferior al valor de mercado actual. También se les permite conservar la misma participación en la votación, en relación con los demás accionistas.

El derecho residual que tienen los accionistas comunes sobre los activos se encuentra representado en el valor contable total de las acciones comunes; o sea, la suma del capital social común y el superávit, el valor económico de las acciones comunes está en función de la corriente de futuros dividendos pagaderos en efectivo y del riesgo que tengan los accionistas comunes relacionado con la recepción de dichos dividendos. Dicho valor económico no dependerá del valor total de los activos que se presentan en el balance general, los precios del merca-

do tienden a reflejar este valor económico, de ahí que no sería correcto suponer que a medida que una sociedad acumule riqueza y por ende -- aumente el valor contable de sus acciones, el precio de mercado de las acciones comunes haya de aumentar también; debemos de indagar qué flujos de efectivo generan estos activos totales, esta medida tiene validez cuando queremos juzgar el valor de un negocio en marcha o cuando - deseamos fusionar una empresa en marcha con otra.

Si una empresa se liquida, el valor contable de las acciones comunes cobra vital importancia como medida de que los accionistas comunes esperan recibir, una vez que se han satisfecho los derechos de los --- acreedores y de los accionistas preferentes.

Los socios en las sociedades de personas y de los propietarios individuales, generalmente tienen un control directo sobre la administra ción de los activos; sin embargo, los accionistas comunes confían en - buena parte en el criterio de los directores que dirigen administrati vamente la empresa, en algunos casos los directores deberán obtener -- autorización de los accionistas para hipotecar o vender una parte im-- portante de los activos, ésto podrá requerirse si en el acta constitu tiva o en los estatutos de la sociedad así lo marcan. Aún más importan te es que los directores son los que tienen derecho a escoger los di-- versos activos que habrá de poseer la sociedad, salvo en aquellas em-- presas pequeñas en donde los accionistas sean pocos y desempeñan car-- gos como funcionarios o directores, rara vez se les consulta a los ac cionistas comunes respecto a cuáles activos se hayan de comprar o de -

vender, solamente si la adquisición implicara la emisión de nuevas acciones o el canje de acciones de una empresa por otra, tendrán los directores la necesidad de obtener la aprobación de los accionistas comunes.

Hasta ahora hemos tratado las principales características de las acciones comunes y vamos a evaluar este financiamiento desde el punto de vista del emisor de acciones comunes y desde el punto de vista social.

Desde el punto de vista del emisor:

Ventajas.- El emisor de acciones comunes que los utiliza como medio de financiamiento obtiene varias ventajas:

1. Las acciones comunes no tienen cargos fijos. Si la compañía obtiene utilidades, puede pagar dividendos en acciones comunes, sin embargo, a diferencia del interés sobre bonos u obligaciones, no hay obligación legal de pagarlos.
2. Los accionistas comunes no tienen fecha de vencimiento.
3. Funcionan como amortiguador contra pérdidas para los acreedores, su venta aumenta el valor crediticio de la empresa.
4. Las acciones comunes pueden venderse en ocasiones, con mayor facilidad que los instrumentos de deuda. Pueden atraer a inversionistas por dos razones:
 - a) Generalmente obtienen un rendimiento esperado más alto que los accionistas preferentes a la deuda.
 - b) Le proporcionan mejor protección contra la inflación que las ac-

ciones preferentes y que los bonos, porque representan la propiedad de la empresa.

Desventajas.- Las desventajas del que emite acciones comunes son:

1. Las ventas de acciones comunes extiende los derechos de voto o de control a los accionistas que han entrado a la empresa mediante la compra de ellas. Por esta razón, entre otras, las empresas medianas y las nuevas evitan a menudo el financiamiento por medio de nueva aportación. Los propietarios gerentes puede que no se muestres dispuestos a competir el control de sus empresas a gentes extrañas.
2. Los accionistas comunes confieren a más propietarios el derecho de compartir las utilidades. El uso de deuda puede permitir a la empresa utilizar fondos a un costo fijo bajo, en tanto las acciones comunes confieren iguales derechos a los nuevos accionistas a compartir las utilidades.
3. Los costos de asegurar y distribuir las acciones comunes suelen ser más elevados que los de asegurar y distribuir acciones preferentes o deuda.
4. El costo componente de las acciones comunes suele ser mayor que el de la deuda. En consecuencia, si la empresa tiene menos que la que se requiere para la estructura óptima de capital, el costo promedio de capital será mayor que el necesario.
5. Los dividendos en acciones comunes no son deducibles como un gasto para calcular el ingreso a la empresa, a comparación de los bonos, que si es deducible. El impacto de este factor se refleja en el cos

to relativo de capital aportación con el capital por deuda.

Desde el punto de vista social, las acciones comunes son una forma conveniente de financiamiento porque hacen que las empresas sean -- menos vulnerables a las consecuencias de las bajas en las ventas y -- las utilidades. Si éstas declinan, el financiamiento por acciones no tiene cargos fijos, cuyo pago podría obligarlos a emprender una reorganización o ir a la quiebra.

Pero hay otro aspecto del financiamiento mediante las acciones -- comunes que puede tener consecuencias sociales menos convenientes, -- los precios de las acciones comunes bajan en las recesiones y esto -- provoca un alza en el costo del capital por aportación. El creciente -- costo de la aportación aumenta el costo general del capital, lo que a -- su vez reduce la inversión. Esta reducción agrava aún más la recesión. No obstante, una economía en expansión va acompañada con la elevación de los precios de las acciones y con esta elevación se produce una baja en el costo del capital. Podemos concluir que las acciones comunes tienden a estabilizar la economía.

EMISION DE OBLIGACIONES.

Una obligación es una deuda pública contraída en forma colectiva por una empresa. El comprador de la obligación obtiene pagos periódicos de interés, normalmente trimestrales y recibe en efectivo el valor nominal de la obligación a la fecha del vencimiento.

Es una deuda, ya que la empresa a cuyo cargo están las obligaciones emitidas, han recibido dinero en calidad de préstamo; le empresa se ha comprometido a regresar el importe recibido como crédito en alguna fecha determinada y pagar cierta tasa de interés por el uso de ese dinero.

El compromiso de pago y la operación de crédito son públicos, ya que la empresa emisora de las obligaciones está registrada en bolsa y por lo tanto una buena parte de las acciones de la empresa se encuentran en muchas manos; precisamente por estar registradas en bolsa, la empresa tiene acceso a este mercado de crédito. Unicamente las empresas registradas en bolsa pueden emitir obligaciones, pudiera existir algunas excepciones siempre y cuando se cumplan algunos requisitos.

En una operación de crédito colectiva, si bien el deudor es uno solo (la empresa) los acreedores son cientos, tanto personas físicas como personas morales.

Existen una serie de razones que hacen atractiva para una empresa la posibilidad de financiarse a largo plazo por medio de las obligaciones.

Bajo condiciones normales, es mucho más fácil conseguir un crédito

to de varias centenas de millones de pesos por parte de cientos y miles de personas, que conseguirlo de una sola persona aún tratándose de un banco.

Nunca ha sido fácil conseguir créditos a largo plazo para las empresas, la razón es simple, ya que a medida de que un crédito se alargue el riesgo de no pagarlo es mayor.

Es más o menos fácil para un buen financiero, evaluar las condiciones bajo las cuales una empresa está operando en cierto momento. De igual forma, se pueden prever en el corto plazo con un alto grado de certeza, los resultados que puede obtener la empresa en consideración. Esta evaluación se basa, principalmente, en las características del mercado dentro del que se desenvuelve, análisis de la competencia, evaluación de la capacidad administrativa y de la toma de decisiones de sus directivos.

Sin embargo, en la medida que nos alejemos a través del tiempo de la situación actual de la empresa, la incertidumbre es mayor. Nadie conoce con certeza las condiciones bajo las cuales la empresa se desenvolverá en los próximos años. Por lo mismo, los créditos a mayor plazo normalmente causarán mayor interés. La diferencia que habitualmente existe entre las tasas de interés de corto y larzo plazo, se considera como una prima adicional para compensar el sacrificio de congelar el dinero a más largo plazo. En una época como en la que actualmente vivimos, caracterizada por los altos índices de inflación, cada día ha sido más difícil captar depósitos a largo plazo, automáticamente al esca

sear las captaciones bancarias a largo plazo, la disponibilidad de los créditos a los mismos plazos disminuye en forma proporcional a la captación.

En el mercado público y colectivo de créditos o sea a través de bolsa, estas limitaciones mencionadas pueden ser grandemente superadas a través del mercado secundario.

Un elemento que es excesivamente importante en nuestra economía es la denominación de créditos. Las empresas medianas y grandes tienen acceso, dentro de las circunstancias, a créditos a largo plazo en moneda extranjera principalmente en dólares americanos, no obstante en igualdad de circunstancias, la mayor parte de las empresas preferirían un crédito a largo plazo en pesos. En el corto plazo puede suceder lo contrario particularmente cuando el diferencial de tasas de pesos/dólares es muy grande y el riesgo de devaluación del peso frente al dolar no se considere ni grande, ni sustancial en caso de presentarse.

Los recursos a largo plazo que obtiene una empresa a través de la emisión de obligaciones, son pagaderos en pesos.

Como mencioné anteriormente, mientras más largo sea el plazo de un crédito normalmente aumenta el riesgo de recuperar los recursos prestados. Por esta razón es costumbre habitual en los créditos bancarios a largo plazo, con algunas excepciones, que se graven activos fijos del negocio como garantía del pago del crédito. Esta práctica es muy sana desde el punto de vista del banco, naturalmente el banco-

otorga un crédito sobre la base en que el beneficiario del mismo posea la capacidad de pago suficiente para cubrir el crédito contemplado, -- aunque el cumplimiento del compromiso sea a algunos años a futuro. Por lo tanto, el aspecto de garantía solo entraría como un último recurso en caso de insolvencia del deudor.

En el caso de las obligaciones, excepto hipotecarias, las empresas no enajenan ningún activo. Esto constituye un atractivo muy fuerte para las empresas, de esta forma al tener sus activos fijos "limpios" de gravámenes, están disponibles los mismos para utilizarse a futuro como garantía de algún otro crédito a largo plazo, en el cual sea requisito 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 proporción de activos en relación a la deuda sin 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 del 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 obligaciones quirografarias, se refiere a la relación mínima que deberán guardar los activos no dados en garantía -

contra pasivos no garantizados.

En caso de incumplimiento de algunas de las restricciones, el representante común de los obligacionistas es el responsable, ante el resto de los obligacionistas, de negociar ante el emisor nuevos términos de la propia emisión. Por ejemplo, requerir una tasa de interés mayor como penalización por incumplimiento de algunas de las restricciones, en el extremo de los casos, de no regularizarse el cumplimiento de 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.

Obligaciones Quirografarias.

Es el tipo más común en el mercado. El nombre es muy descriptivo, la principal característica de este tipo de obligaciones únicamente es la de estar respaldadas con la firma de la empresa que las emite; no existe garantía específica para su pago en caso de liquidación de la empresa emisora, en supuesto caso de insolvencia de la empresa, -- los tenedores de este tipo de obligaciones participarán en el proceso de liquidación de activos y pagos de pasivos como acreedores comunes, sin ninguna prioridad en particular.

En el poco común caso de liquidación de una sociedad con obligaciones quirografarias sin amortizar, los tenedores de éstas muy probablemente no rescatarían el total de su inversión.

La falta de garantías específicas para el pago de obligaciones -- quirografarias en caso de liquidación, es sumamente importante cuando en este caso se presente. Este caso únicamente se presentaría si la em presa emisora empezara a incurrir en pérdidas y éstas se repitieran -- año tras año; muy difícilmente sería un caso que se presentara repentinamente, a no ser que se tratara de un caso de quiebra fraudulenta o de quiebra fortuita.

Mientras una empresa marche bien en sus resultados, la falta de garantías específicas para sus obligaciones quirografarias pendientes de amortizarse, es prácticamente irrelevante. Como ya se mencionó previamente, cuando no se tiene confianza en la buena marcha de la empresa y/o en su futuro no se debe considerar como sujeto de crédito, con o sin garantías específicas en sus créditos.

Obligaciones Hipotecarias.

Este tipo de obligaciones, tal como su nombre lo indica, están -- respaldadas con garantía hipotecaria; en consecuencia, en caso de liquidación de la empresa emisora, los tenedores de este tipo de obligaciones tienen alta prioridad en el concurso de acreedores; ya que el reembolso de su adeudo provendría de la venta de los activos fijos gra vados con tal propósito.

Con el fin de obtener un amplio margen de protección para los --- obligacionistas, una práctica común es que el valor de los activos hipo tecados a favor de los obligacionistas no sea inferior al 120 o al 125% del valor total de las obligaciones pendientes de amortizar en el mo--

mento específico.

Obligaciones Convertibles.

En el año de 1980 se lanzó públicamente en México, la primera emisión de obligaciones convertibles en acciones. Existen infinidad de tipos de obligaciones convertibles en acciones. Calculando todas las combinaciones posibles entre condiciones para la conversión y el tiempo de ejercicio del derecho, se obtiene un número prácticamente ilimitado de diferentes tipos de obligaciones convertibles, por lo mismo; con el fin de evaluar las ventajas y desventajas de una obligación convertible en acciones, únicamente puede hacerse caso por caso.

Es falso considerar de "gratis" las acciones que se obtienen a cambio de las obligaciones, cuando se ejercita el derecho de la conversión. En el mundo de los negocios casi nunca se obtiene algo a cambio de nada, la posible ventaja financiera al ejercitar el derecho de la conversión de las obligaciones en acciones debe considerarse parte integrante del paquete al momento de contemplar una decisión de compra-venta de obligaciones convertibles.

Es igualmente falso considerar que con las obligaciones convertibles se tiene la mejor combinación posible de seguridad y apreciación de capital, ninguno de los dos factores se dan en una época de alta inflación y con tendencia al alza (como se viene experimentando desde 1982 hasta la fecha).

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. Esto lógicamente sólo ocurrirá cuando haya un beneficio evidente en la conversión. - En el peor de los casos la cercanía a las condiciones de conversión dará firmeza a los precios y a una fuerte protección contra presiones a la baja, en caso de existir aquellas en ese momento, en el precio de las obligaciones.

Al considerar la posibilidad de compra de una obligación convertible, el factor vital es el atractivo de la acción de la misma empresa. Es indispensable analizar la empresa en sí y sus perspectivas.

Algunas consideraciones adicionales.

La base para el pago de las obligaciones es el valor nominal de las mismas. En pocas ocasiones las obligaciones se negocian en el mercado secundario al valor nominal. Una obligación cuyo precio en el mercado se encuentre a un precio mayor que el nominal, se dice que se está negociando arriba de la par o con prima; por el contrario, una obligación cuyo precio sea inferior al valor nominal, se dice que está bajo la par o se está negociando con descuento. El precio de mercado de una obligación puede ser diferente del valor nominal por muchas razones. El rendimiento de una obligación es el que el mercado fija a través del precio de la misma en el mercado. Puesto que normalmente el valor nominal y el valor en pesos de los pagos trimestrales de intereses son fijos, el valor de mercado de la obligación se ajusta al precio necesario (hacia arriba o hacia abajo) para producir el rendimiento

to requerido. Por ello, una obligación se vende sobre la par cuando su tasa de interés (sobre el valor nominal) es mayor que la tasa del interés del mercado de obligaciones (y de dinero) en ese momento.

Existe la creencia popular de que invertir en obligaciones con --rendimiento fijo, es decir no revisable periódicamente, es una deci---sión conservadora. Probablemente la creencia tenga sus bases en la épo--ca, ya un tanto lejana, en que la inflación era muy moderada y las ta--sas de interés experimentaban cambios poco frecuentes. En esas condi--ciones, había una alta probabilidad de vender las obligaciones en el -mercado secundario, cuando hubiera necesidad de rescatar la inversión--sin grandes cambios en relación al precio de adquisición; por lo mis--mo, era altamente improbable incurrir en pérdidas importantes en la --venta de obligaciones, adicionalmente, durante el tiempo que se mante--nía la posición de las obligaciones, se obtenía el beneficio de ganar--intereses superiores tanto a los bancarios como a los del mercado de -dinero.

CAPITULO III

FONDOS DE FOMENTO

(NAFINSA)

Nacional Financiera juega un papel decisivo para la realización de la actual política de desarrollo del Gobierno Federal, que implica la capitalización masiva de la inversión y crédito público. No solo - en el Banco de Fomento Industrial más grande del país en cuanto a los recursos que opera y a la trascendencia de su actividad como agente -- financiero en el extranjero del Gobierno Federal, sino que también --- participa en el capital de muchas empresas más importante de la Repú-- blica en las que se tiene ingerencia decisiva por ser el accionista -- mayoritario. Posee, además, participaciones minoritarias en otra se--- rie de empresas que alcanzan una cifra considerable.

En el campo de la siderúrgica participa en algunas de las más --- grandes unidades industriales del país. Su presencia es también decisj va en la extracción, refinación y transformación de cobre y contribuye de manera significativa a la producción forestal, maderera y de celulo sa de papel.

Sus inversiones han coadyuvado al desarrollo de industrias funda- mentales para la economía del país, como la automotríz, la petroquími- ca secundaria y de fertilizantes. En la producción de bienes de capi-- tal, para los diversos sectores industriales la presencia de NAFINSA - reviste singular importancia.

Contribuye también en la industria química, en la función y forja en la textil, en la minera y en muchas otras ramas.

Con el establecimiento de sucursales regionales y de manera direc- ta, a través del grupo financiero internacional, del cual es accionis-

ta mayoritario, ha sido factible colocar a nivel nacional sus valores de renta fija. Es fiduciaria de gobiernos locales, de empresas públicas y privadas y del público en general. Como fiduciaria del sector -- público, su labor más importante ha consistido en la administración de fideicomisos constituidos por el Gobierno Federal por apoyo de actividades específicas. En el manejo de fideicomisos de fomento, la institución ha subrayado la necesidad de crear obras de infraestructura: comunicaciones, inversiones agrícolas, viviendas, puertos, centros turísticos, parques industriales, etc. Entre otros fideicomisos, debe destacar el FOGAIN, el FOMIN, creados para atender a la pequeña y mediana industria; FONATUR, que impulsa la formación de infraestructura, construcción y ampliación de la industria turística; el FUNEP que financia estudios de preinversión y el FIDEIN, orientados al establecimiento de parques y conjuntos industriales.

Durante su vida institucional, NAFINSA ha concertado el financiamiento concedido en la infraestructura económica y social del país y en el desarrollo industrial, contribuyendo en forma significativa a la modernización, ampliación y mejoramiento de los ferrocarriles, carreteras, generación de energía eléctrica, minera, etc.

El apoyo a la mediana y pequeña industria es objeto de particular atención. La importancia de las empresas medianas y pequeñas ha hecho evidente, debido entre otros factores, a su capacidad para generar empleos, a su flexibilidad para aumentar a corto plazo la oferta de satisfactores y a su habilidad para adaptarse a regiones que es necesaa-

rio promover dentro de un programa que tome en cuenta el desarrollo geográfico equilibrado. La creación del P.A.I. (Programa de Apoyo Integral a la Industria Mediana y Pequeña) patentiza el interés de ---- NAFINSA en enfatizar los esfuerzos emprendidos en este renglón.

Además del fomento a la industria, es necesario destacar la contribución de Nacional Financiera a la política de mexicanización de la misma. El respaldo que ha podido brindar la institución al proceso de nacionalización, ha sido tanto más importante cuanto más ha habido necesidad de llevarlo a cabo y de efectuar labores previas de negociación, de estudio y llegado el caso, de modalidades especiales de financiamiento de operación. En todo esto, NAFINSA ha ofrecido un apoyo calificado, dada su experiencia y sus múltiples ramificaciones a través de la industria.

Funge como agente financiero del Gobierno Federal, lo que significa obtener las mejores condiciones en las operaciones que se llevan a cabo con organizaciones internacionales y negocia préstamos con instituciones extranjeras oficiales y multilaterales de financiamiento y garantizar el uso productivo de los fondos. Se encarga también de ejecutar operaciones bursátiles en el mercado internacional de valores, emite bonos, concerta sindicaciones y efectúa operaciones a tasa flotante y plazos más largos, en apoyo a la política nacional en materia de deuda externa.

En apoyo a estas importantes funciones, NAFINSA dispone de Oficinas en Londres, Washington, Nueva York y Tokio y es accionista de ---

Intermex Holding, S. A., con filiales en Inglaterra y Nassau.

Uno de los factores negativos que más afectan en el presente la dinámica de nuestra economía, es, sin duda, la dependencia tecnológica con el extranjero. De ahí que Nacional Financiera dedique también sus esfuerzos a lograr para el futuro un amplio desarrollo de la industria de Bienes de Capital, habiéndose indicado ya la construcción de varias empresas y una amplia labor de difusión a estudios de inversión en este campo.

NAFINSA se interesa en dar prioridad a estudio con posibilidades de crear industrias para atender el sector de petroquímica secundaria y de alimentación. La primera para el aprovechamiento de nuestras materias primas y la segunda, para el desarrollo social del país.

México atraviesa por una de las etapas más difíciles y al mismo tiempo más prometedoras de su vida como Nación Independiente. La tarea histórica de Nacional Financiera consiste en poner su vasta experiencia y sus amplios recursos (humanos, técnicos y económicos) al servicio de los grandes intereses nacionales.

FOGAIN.- Fondo de Garantía y Fomento a la Industria Mediana y Pequeña.

Creado por el Gobierno Federal por conducto de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, para apoyar financieramente a las industrias pequeñas y medianas.

Sus objetivos son:

- Atender las necesidades de crédito y garantías a los empresarios de la pequeña y mediana industrias.
- Ofrecer asistencia técnica a los empresarios de las pequeñas y medianas industrias.

Se consideran sujetos de créditos:

- a) Industria pequeña, con capital contable de \$50,000 hasta -----
\$ 15'000,000.
- b) Industria mediana, con capital contable de \$15'000,000 hasta ----
\$ 90'000,000 o de \$120'000,000, si se encuentran revaluados los --
activos fijos.

Siempre que se trate de industria de transformación, con capital 100% mexicano y las empresas industriales que se dediquen además a la compra-venta, siempre y cuando sus ingresos derivados de su actividad productiva hayan representado cuando menos el 60% del total durante el último ejercicio de operación.

El Fondo otorga crédito de habilitación y avío para la adquisición de materia prima y materiales, que requieran para la fabricación de sus productos, para el pago de salarios y en general, para el capital de trabajo.

Además concede crédito refaccionario para la compra e instalación de maquinaria y equipo, para la adquisición, construcción, ampliación y modificaciones de naves industriales (siempre que se encuentren en parques industriales autorizados) y para pago y consolidación de pasivos, convirtiendo éstos en créditos hipotecarios industriales.

El plazo que se concede para la liquidación de los préstamos es de 36 meses para los créditos de habilitación y avío; 48 meses para los créditos refaccionarios y 60 meses para los créditos hipotecarios industriales.

FOGAIN concede un monto máximo de \$30'000,000 para cualquier tipo de crédito, no pudiendo exceder de \$70'000,000 por empresa, la suma de los montos autorizados con recursos del Fondo en los tres tipos de crédito.

Es importante enfatizar que el Fondo garantiza a las instituciones y uniones de crédito el pago de créditos que concedan a la pequeña y mediana industria; garantiza la amortización y pago de interés de obligaciones que emitan los industriales citados y promueven la realización de programas crediticios especiales en beneficio de las pequeñas y medianas industrias.

FÓNEP.- Fondo Nacional de Estudios y Proyectos.

Es un fideicomiso de fomento económico para la solución especializada de problemas a que se enfrentan los inversionistas mexicanos.

quienes arriesgan sus capitales en inversiones cuyo éxito es frecuentemente dejado al azar.

El objetivo principal del Fondo es financiar los estudios que -- aceleren y mejoren la preparación de proyectos o estudios generales - necesarios para cumplir con los programas de desarrollo económico y - social del país.

El FONEP actúa a través de cuatro líneas de operación:

1. Financiamiento de estudios y proyectos.- Destinada a financiar todo tipo de estudios y proyectos de inversión que contribuyen a consolidar y acelerar el desarrollo nacional.
2. Programa de estudios de fomento económico.- Que tiene como objetivo principal la identificación de proyectos específicos de inversión a través del análisis de sectores y/o regiones prioritarias - que permitan una movilización más dinámica y eficiente de los recursos financieros disponibles para la inversión.
3. Programa de apoyo directo a la Contaduría.- Diseñado para apoyar - financieramente a firmas consultoras que tienen contratos de prestación de servicios profesionales con el Sector Público, para que puedan hacer frente a compromisos de liquidez para concluir adecuadamente los estudios encomendados.
4. Programa de Capacitación y Adiestramiento para Proyectos de Desarrollo.- Que tiene como finalidad contribuir a fortalecer la infraestructura técnica del país, ofreciendo cursos, seminarios para capacitar y adiestrar al personal técnico y administrativo.

Los recursos del Fondo se utilizan para financiar estudios de: -- prefactibilidad técnica y económica; complementarios, previos a la etapa de ejecución cuya factibilidad técnica y económica haya sido demostrada; preliminares, destinados a evaluar alternativas viables desde el punto de vista técnico y económico; generales de prefactibilidad, de carácter regional, sectorial y subsectorial; destinados al mejoramiento de la capacitación administrativa, operacional, productiva o de mercado de empresas privadas y del sector paraestatal.

Son sujetos del crédito el sector público en general, el sector privado y las instituciones docentes y de investigación.

Los plazos de amortización varían de 2 a 8 años, fijados en cada caso de acuerdo a las características de los estudios.

Los sujetos del crédito del sector privado deberán hacer una aportación en efectivo de cuando menos el 5% del costo del estudio de pre-inversión.

Todos los estudios financiados por el fondo, así como la documentación relativa a los mismos serán estrictamente confidenciales y la concesión de un préstamo no supone compromiso alguno para participar en el financiamiento de los proyectos de inversión resultantes. Todas las operaciones que realice el fondo se harán a través de préstamos recuperables.

FIDEIN.- Fideicomiso para el Desarrollo de Conjuntos, Parques, Ciudades Industriales y Centros Comerciales.

FIDEIN nace como respuesta a las necesidades de descentralización industrial y de un desarrollo armónico del país, con la participación de seis entidades, principalmente: Nacional Financiera, S. A., Secretaría de Asentamientos Humanos, S.H.C.P., Secretaría de Programación y Presupuesto, Secretaría de Patrimonio y Fomento Industrial y Secretaría de Comercio.

Los fines del fideicomiso son la habitación integral de terrenos para el alojamiento de industrias, la creación de zonas habitacionales, la construcción de zonas cívicas, centros comerciales, áreas recreativas y cinturones verdes que embellezcan y protejan ecológicamente el desarrollo de la región.

Los objetivos del Fondo son:

- Fomentar la industria y promover su localización en las proximidades de los centros de población, de recursos naturales y de los puertos.
- Descentralizar la industria a través de un fondo regional equilibrado y propiciar un crecimiento urbano ordenado.
- Evitar la contaminación ambiental a través de una adecuada integración de áreas habitacionales, industriales, cívico-comerciales, recreativas, asistenciales y educativas.
- Agrupar a las empresas en conjuntos, parques y ciudades industriales para contribuir a proporcionar ayuda en los aspectos de organización, complementación y funcionamiento, así como el suministro de servicios.

FIDEIN presta los siguientes servicios:

- a) Otorga financiamientos para estimular la construcción de nuevos conjuntos industriales, centros comerciales y naves industriales.
- b) Promueve la creación de conjuntos, parques, ciudades industriales, en diversas entidades de la República.
- c) Promueve la participación de los gobiernos y de las asociaciones de empresarios.
- d) Promueve ante el Ejecutivo Federal y de los Estados las obras de -- infraestructura requeridas o el complemento de las ya existentes.
- e) Promueve en los conjuntos industriales, tecnología, asesoramiento y financiamiento, así como el auxilio y servicios comunes.
- f) Estudia y sugiere operaciones de compra-venta de terrenos y ejecución de obras de diversos tipos.

Para los financiamientos que otorga el Fondo, se conceden plazos hasta de 5 años para pagar los sitios industriales; además de que se ofrecen incentivos fiscales para promover y estimular las inversiones que el Fideicomiso desea estimular.

FIDEIN apoya frecuentemente el financiamiento para la construcción de edificios y adquisición de maquinaria, con lo que libera recursos aplicables a capital de trabajo.

FOMIN.- Fondo Nacional de Fomento Industrial.

Tiene como fin el promover la creación de nueva capacidad productiva industrial y la ampliación y mejoramiento de la ya existente, -

mediante aportaciones temporales de capital social, en acciones comunes o preferentes y con créditos subordinados convertibles en acciones, nunca en una proporción mayor al 49% de su capital.

El Fondo apoya preferentemente a empresas pequeñas y medianas, pero no excluye la facultad de apoyar a empresas mayores.

FOMIN apoya a los empresarios mexicanos que deseen instalar nuevas industrias o ampliar las ya existentes, por medio de aportaciones de capital; con esta operación FOMIN corre el riesgo del empresario y su permanencia en la compañía es temporal, ya que cuando esta funciona normalmente o cuando lo solicitan los socios originales, el Fondo ofrece en venta sus acciones; además, el Fondo no demanda privilegio alguno, ni en la administración ni en los resultados de la empresa, sino que se comporta como cualquier socio minoritario, a través de su representante en el Consejo de Administración.

FOMIN ofrece además, los servicios de asistencia técnica, administrativa, legal y financiera de que dispone.

El Fondo puede dar apoyo a empresarios privados, mexicanos y del exterior, a campesinos productores de materias primas, a instituciones de crédito y a gobiernos estatales.

Cuando el monto de la aportación del Fondo es mayor a un millón, se requerirá de un estudio de factibilidad técnica, económica y financiera del proyecto, que demuestre que la empresa tiene asegurado el abastecimiento de materia prima, existencia del mercado, disponibilidad de tecnología apropiada y adecuada administración.

FONATUR.- Fondo Nacional de Fomento al Turismo.

Tiene la finalidad de realizar programas de apoyo financiero para el desarrollo integral de proyectos turísticos en México, que permitan incrementar la oferta hotelera.

Sus objetivos son fomentar la inversión en instalación y actividades turísticas, a través de financiamientos preferenciales y establecer instrumentos de financiamiento acordes con las necesidades del Sector Turismo.

Son sujetos de crédito del Fondo todas las personas físicas o morales dedicadas al Turismo en las siguientes actividades: construcción de nuevos hoteles, ampliación y remodelación de hoteles, condominios hoteleros, empresas de tiempo compartido, establecimientos de alimentos y bebidas y otros proyectos.

El Fondo otorga tres tipos de créditos:

- a) Refaccionario.
- b) Apertura de crédito con garantía de la unidad hotelera; y
- c) Avfo.

En los dos primeros, el crédito puede ser destinado a la construcción, ampliación y remodelación de hoteles, condominios hoteleros y empresa de tiempo compartido; realización de estudios y proyectos relacionados con actividades turísticas y construcción de restaurantes y bárs que estén en centros turísticos.

En el crédito de Avfo se puede utilizar para capital de trabajo, inventarios y nóminas.

El fideicomiso presta entre otros, los siguientes servicios:

- a) Adquiere, urbaniza, fracciona, vende y administra bienes inmuebles para proyectos turísticos.
- b) Garantiza la recuperación de los créditos que las instalaciones financieras concedan a personas dedicadas a la actividad turística.
- c) Garantiza la amortización y el pago de intereses de obligaciones - que emita para el fomento del turismo.
- d) Suscribe acciones de sociedades dedicadas al turismo hasta por el 33% del capital social.
- e) Adquiere obligaciones y valores emitidos por las instituciones de crédito para el fomento del turismo.
- f) Descuenta a instituciones de crédito títulos provenientes de créditos otorgados para actividades turísticas.
- g) Otorga créditos directos para uso del turismo social interior.
- h) Abre créditos y otorga préstamos a instituciones de crédito para - que éstas a su vez, los concedan a personas dedicadas al turismo.
- i) Contribuye a la realización de actividades culturales, artísticas - o cualquier naturaleza, en el país o en el extranjero, que puedan significar propaganda para promover la afluencia del turismo.
- j) Otorga asistencia técnica en la planeación de inversiones y en la elaboración de solicitudes de crédito.

Sin embargo, la operación típica de FONATUR es el financiamiento a la hotelería, a través de tres actividades principales:

1. Garantías.

2. Créditos con recursos de FONATUR.

3. Inversiones en capital de empresas con recursos del Fondo.

P.A.I.- Programa de Apoyo de la Pequeña y Mediana Industria.

El PAI representa un conjunto de servicios que contribuyen al desenvolvimiento eficiente de la empresa, a través de apoyos integrados y coordinados con características equilibradas de crédito, asistencia técnica, aportación de capital de riesgo e instalaciones físicas apropiadas.

El Programa de Apoyo Integral se considera como el instrumento -- idóneo para cristalizar una experiencia de 25 años de Nacional Financiera, encaminada al apoyo de las industrias pequeña y mediana.

El PAI tiene como objetivo central, fortalecer y canalizar en forma integrada los apoyos que se otorguen a la industria pequeña y mediana, de acuerdo con los lineamientos de política económica señaladas -- por el Ejecutivo Federal.

Las metas que persigue este programa pueden reducirse a las siguientes:

- Integración de la pequeña y mediana industria.
- Establecimiento de empresas intensivas en el uso de mano de obra.
- El fomento de empresas competitivas internacionalmente.
- Aplicación de uso de tecnologías modernas.
- Refuerzo al régimen de economía mixta, al fomentar la convivencia - de empresas privadas y públicas.

Las características del Programa de Apoyo Integral a la Pequeña y Mediana Industria, son las siguientes:

- a) Integral, en lo referente a la articulación e instrumentación de los diferentes servicios que ofrece.
- b) Selectivo, en cuanto a que concentra su atención en la pequeña y mediana industria.
- c) Activo, en el sentido de tener una mayor comunicación con los empresarios industriales, y
- d) Permanente y operacionalmente descentralizado.

El Programa de Apoyo Integral (PAI) incluye los servicios que a continuación se mencionan:

Para fines operativos, este Programa se ha dividido en 6 subprogramas:

1. Asistencia técnica.- Apoya directamente a los empresarios de las pequeñas y medianas empresas, a través de cuatro actividades:
 - Promoción de servicios PAI y asesoría a industriales para uso óptimo de los recursos que manejan.
 - Diagnóstico de problemas a empresas establecidas y a empresas en formación.
 - Información científica y tecnológica.
 - Capacitación empresarial y adiestramiento de mano de obra.
2. Estudios y Proyectos.- A través de FONEP se otorga crédito en forma directa a los industriales, para la elaboración de estudios de investigación.

3. **Créditos.**- Por conducto del FOGAIN se otorgan créditos de habilitación y Avío, Refaccionario e Hipotecarios Industriales a la pequeña y mediana industria, los trámites de estas operaciones se deben hacer a través de la Banca.
4. **Garantías de Créditos.**- El FOGAIN también maneja un sistema de garantías de los préstamos que otorga la Banca, para que la pequeña industria tenga mayor acceso al crédito.
5. **Aportación Accionaria.**- A través de FOGAIN se aporta temporalmente capital social representado por acciones comunes o preferentes y - de otros instrumentos que propicien la formación de capital de --- riesgo, en proporción no mayor de una tercera parte del capital -- social.
6. **Instalaciones físicas.**- Por conducto de FIDEIN se ofrecen terrenos urbanizados y arrendamiento de naves industriales, maquinaria y -- centrales de servicios.

Se otorgan apoyos a las empresas industriales que cumplen con al guna de las siguientes condiciones:

- a) Reforzar la expansión de la producción especialmente en actividades que se han declarado prioritarias.
- b) Contribuir a la generación de empleos, sin comprometer la eficiencia productiva.
- c) Sustituir eficientemente importaciones e incrementar la exporta--- ción de productos terminados.
- d) Contribuir a generar y desarrollar tecnologías propias.

- e) Procurar una mejor distribución regional de la actividad económica.
- f) Aprovechar racionalmente e integralmente los recursos naturales.

Dentro de este punto, para definir la industria mediana y pequeña, FOGAIN se refiere al capital contable y número de personas que se encuentran trabajando en las empresas industriales. A través del tiempo y conforme se ha venido incrementando el nivel de precios, los límites del capital contable establecidos para las empresas medianas y pequeñas se han modificado.

Actualmente se considera microindustria, a la industria con un número de 15 personas y ventas netas de hasta \$30'000,000 al año.

Por lo que se refiere a la pequeña industria, con 100 personas y ventas netas hasta de \$400'000,000 millones de pesos al año.

Y como industria mediana, hasta 250 personas en la empresa y ventas netas de \$1'100,000 millones de pesos.

CAPITULO IV

COSTO DE LA DEUDA.

(COSTOS COMPONENTES).

Ahora bien, si hablamos ya de la obtención del crédito o financiamiento para la empresa, conviene también establecer las limitantes que pueden ofrecer dichos créditos.

El costo va a ser una parte importante para el administrador financiero, saber cuanto nos puede costar un financiamiento puede darnos oportunidad de analizar como nos podemos financiar.

a) Costo de corto, mediano y largo plazo.

Si aprovechamos todos los descuentos por pronto pago disponibles, el uso del crédito de proveedores generalmente no añadirá nada a nuestros costos, siendo por esta razón que constituye un tipo de financiamiento muy deseable.

El precio que se nos cobra debe cubrir posteriormente todos los costos del proveedor, incluyendo los de su departamento de crédito. Puesto que el costo del crédito ya está incluido dentro del precio, pagamos algo adicional solamente si desaprovecháramos los descuentos por pronto pago que nos ofrecen.

Sin embargo, "sin costo" solo si consideráramos que el proveedor no efectúa un cargo extra por los muchos servicios que proporciona conjuntamente con los artículos que vende.

Puesto que el proveedor no impone un cargo extra por el uso del crédito comercial, se piensa que ordinariamente no cuesta nada adicional utilizar el crédito comercial en su máxima extensión. Si estamos comprando artículos a crédito, resulta conveniente aprovechar al máximo el periodo de descuento.

Supongamos que los términos del crédito son de 2/10 neto 30. Si la factura es por \$100.00 el costo real de los artículos será de \$98.00 y \$2.00 que nos cargan como un costo, como un cargo financiero si no pagamos antes del día 10.

Puesto que la factura vence a los 30 días, si no pagamos a los 10 días, utilizaremos los fondos del proveedor por 20 días adicionales -- (del 10° al 30° día).

La tasa efectiva para esos 20 días sería de 2/98 y como existen 365 días al año tendríamos 365/28 intervalos de 20 días durante el año. De ahí se concluye que el verdadero costo anual de desaprovechar el descuento será:

$$2/98 = 0.02$$

$$365/20 = 18.25$$

$$0.02 \times 18.25 = .36 \text{ o sea el costo será del } 36\% \text{ anual.}$$

Línea de Crédito.

Dentro de este financiamiento que otorgan los bancos, pudiéramos decir que no existe un costo ya que si existiera sería muy bajo a comparación de otros financiamientos.

Recordemos que la línea de crédito se otorga sin garantía alguna, el hecho de que un banco nos otorgue una línea de crédito sería porque nuestra relación comercial con el banco es muy buena, pero pudiéramos tener un convenio con ellos de los cargos financieros, se aplicaran de otra forma por ejemplo, que mantuviéramos en cuentas algún depósito.

O el banco puede decidir cobrarnos un porcentaje sobre la canti--

dad utilizada y sobre la porción no utilizada durante el año.

Cuentas por Cobrar.

Dentro de lo referente al financiamiento de Cuentas por Cobrar, los cargos por intereses generalmente se calculan sobre los saldos --- diarios promedio de $C \times C$.

Aún cuando estas tasas de interés puedan parecer elevadas, es posible que el costo total pueda ser más bajo que el préstamo bancario a corto plazo sin garantía.

Un banco podrá exigirnos que firmemos un pagaré con vencimiento a 90 días, siendo el valor del pagaré por un monto igual a nuestras necesidades y además requiriendo que mantengamos un saldo bancario mínimo para compensar dicho préstamo. Si nuestras necesidades diarias de fondos fluctúan demasiado, podrá haber períodos que estemos pagando intereses por fondos que no estemos utilizando. En contraste con los préstamos con garantías de cuentas por cobrar, pedimos prestado solo cuando necesitamos fondos pagando intereses exclusivamente sobre los fondos que utilicemos y aún en estos casos, los mismos bancos nos exigen saldos de reciprocidad.

Dentro del procedimiento factoring, es muy ventajoso y el costo que nos cobran puede parecernos muy alto, pero con este financiamiento podemos reducir otros gastos como los de mantener un Departamento de Cobranzas, los costos de las ventas de $C \times C$ pueden ser muy variados y esto depende de la solvencia de nuestros clientes, la evaluación que realiza el prestamista determinará la comisión que nos cobre, pudiera ser de un 4 a un 6% sobre el valor total de las facturas.

Costo de las compañías de seguros, de bancos e instituciones financieras.

Para determinar el costo, va a ser algo más complicado, pero si podemos cuantificar los beneficios que pudiera atraernos el utilizar el apalancamiento financiero. Por ejemplo, la reducción del pago de los impuestos.

Pudiera existir una estrategia fiscal al obtener este financiamiento, ya que si podemos generar ingresos suficientes para pagar los intereses y el principal y todavía obtenemos un rendimiento, la carga por concepto de impuestos se reduciría.

El costo propiamente está algunos puntos arriba del C.P.P. pero más que nada hay que saber los beneficios que pudiera traernos el utilizar este tipo de financiamiento.

Supongamos un ejemplo:

Existen 2 empresas, la A y la B, donde las ventas son por el orden de 40,000 y tienen un pasivo de 2,500 con un costo financiero de 375, se cuenta con costos fijos de 3,000 y un costo de venta de 80% sobre las ventas. Así:

	A	B
VENTAS	40,000	40,000
COSTOS FIJOS	3,000	3,000
COSTO DE VENTA	<u>32,000</u>	<u>32,000</u>
COSTO TOTAL:	35,000	35,000
GANANCIA ANTES DE IMPUESTOS E INT.	5,000	5,000
INTERESES	<u>375</u>	<u>---</u>
GANANCIA ANTES DE IMPUESTOS	4,625	5,000
IMPUESTOS	<u>1,942.50</u>	<u>2,100</u>
UTILIDAD:	<u><u>2,682.50</u></u>	<u><u>2,900</u></u>

para determinar el costo financiero del préstamo, tenemos:

$$\frac{\text{INTERESES}}{\text{PRINCIPAL}} = \frac{375}{2,500} = 15\%$$

Como puede notarse, la acción del apalancamiento financiero sobre los impuestos de la empresa existe una disminución de impuestos de --- 157.50 en la empresa A (que utiliza apalancamiento). Aunque la acción de las utilidades se ve disminuida, hoy en día el objetivo de las empresas no es perseguir grandes utilidades sino disminuir su carga impositiva y tratar de mantenerse, como aquí vemos es preferible trabajar con el capital ajeno.

El costo real del apalancamiento se determina después de los impuestos, en este caso sería.

COSTO DE CAPITAL (1 - Impuestos)

$$15\% (1 - .42)$$

$$15\% (1 \times .58) = 8.7\%$$

COSTO COMPONENTE.

El capital va a ser tan necesario para el logro de los objetivos en cualquier entidad económica. Debe contar con su respectivo costo y este se obtiene en cada uno de los costos componentes, dependiendo -- del tipo de deuda que se trate.

Kd - Costo de la deuda antes de impuestos.

Kd (1-T) - Costo de la deuda después de impuestos.

Kp - Costo componente de las acciones preferentes.

Ke - Costo componente de las nuevas emisiones.

Kr - Costo componente de las Utilidades Retenidas.

Ka - Costo compuesto general de capital.

Kd.- Costo Componente antes de Impuestos.

Si una empresa toma prestados 100,000 por un año, debe pagar a los inversionistas que compran la deuda total de 6,000 de interés --- anual sobre la inversión:

$$Kd = \frac{\text{intereses}}{\text{principal}} = \frac{6,000}{100,000} = 6\%$$

El costo de intereses para la empresa será entonces de 6,000 y su costo de deuda del orden del 6%.

Kd (1-T).- Costo componente después de Impuestos.

La obtención del costo va a estar en función a la tasa impositiva, si tomamos el ejemplo anterior:

Tenemos una deuda de 100,000 con un costo del 6% y una tasa impositiva del 42%, el costo componente lo determinaríamos así:

$$Kd (1-T) = 6\% (1 - .42)$$

$$6 (.58) = 3.48\%$$

Kr.- Costo componente de las utilidades retenidas.

El costo de las acciones preferentes se basa en el rendimiento -- que exigen los inversionistas para adquirir las acciones preferentes. El costo de la deuda se basa en el interés que piden los inversionis--

ESTA TEST NO DEBE SALIR DE LA BLOQUE

tas por las emisiones de deuda ajustada por impuestos. El costo de la aportación obtenida por las utilidades retenidas puede definirse de manera análoga; es la tasa de rendimiento que exigen los accionistas comunes.

Para ilustrar con un ejemplo, consideramos una compañía "X" que firma esperar ganar 2 por acción y un 1 por concepto de dividendos, durante el año próximo. Las utilidades, el dividendo y el precio de la acción han de estar creciendo en un 5% anual y se espera que ésta tasa de crecimiento continúe. Las acciones están en equilibrio y se venden a 20 cada una. Usando esta información, calcularemos la tasa requerida de rendimiento:

$$K_r = \frac{\text{dividendos sobre el precio de la acción}}{\text{precio de la acción}} + \text{ganancia esperada}$$

$$K_r = \frac{D_0}{P_0} + g$$

$$K_r = \frac{1}{20} + 5\% = 10\%$$

Ke.- Costo componente de las acciones comunes.

El costo de las acciones comunes de nueva emisión o capital externo, es más alto que el costo de las utilidades retenidas debido a que los costos incurridos al vender nuevas emisiones.

$$K_e = \frac{\text{Rendimiento del dividendo}}{\text{precio de la acción} \cdot (1 - \text{Porcentaje de flotación})} + \text{ganancia}$$

$$K_e = \frac{D_0}{P_0 (1-F)} + g$$

Aquí el porcentaje de flotación es el costo en porcentaje de vender la emisión, por lo que:

Precio de la acción $(1 - F) =$ precio neto de la acción.

Por ejemplo, si $P_0 = 10$ y $F = 10\%$, la empresa recibe 9 por cada acción vendida.

Por lo tanto $P_n = 9$.

Si los dividendos son de 1 el precio de la acción es de 20 y tenemos una ganancia esperada, quedaría así:

$$K_e = \frac{1}{20(1 - .10)} + 5\% = \frac{1}{18} + 5 = 10.55\%$$

Los inversionistas requieren de $K_r = 10\%$ sobre las acciones de la empresa. Sin embargo, debido a los costos de flotación, la empresa debe de tener más del 10% sobre las inversiones financiadas por acciones para ofrecer ese 10%. Específicamente, si gana el 10.55% sobre las inversiones financiadas por nuevas emisiones de acciones comunes, las utilidades por acciones no descenderán por abajo de las utilidades esperadas. Puesto que el costo de capital es la tasa de rendimiento que debe ganarse para evitar que baje el precio de las acciones, el costo de la aportación externa de la compañía K_e es del 10.55%.

Kp.- Costo componente de las acciones preferentes.

Las acciones preferentes tienen puntos comunes con la deuda y las acciones comunes. Como aquella, suponen que la empresa se compromete a efectuar pagos periódicos; en la liquidación, los derechos de los ac-

ccionistas tienen preferencia sobre las acciones comunes. Pero, el no pagar dividendos de las acciones preferentes no provoca quiebra.

$$\text{Rendimiento preferente} = \frac{\text{Dividendo preferente}}{\text{Precio de la acción preferente}}$$

Por ejemplo, se debe incurrir a un préstamo por emisión de acciones preferentes si garantizamos un rendimiento del 8% y el precio de la acción es de 100; tenemos un costo de flotación del 4% que nos cobran los corredores de bolsa.

El costo de las acciones preferentes se calcula así:

$$K_p = \frac{8}{96} = 8.33\%$$

Ka.- Costo compuesto general de capital.

El costo compuesto general de capital es el promedio que tienen los diferentes tipos de deudas que usa la empresa. Si bien tuviéramos:

<u>MEDIOS DE FINANCIAMIENTO</u>	<u>% DE FINANCIAMIENTO</u>	<u>COSTO COMPONENTE</u>	<u>COSTO COMPUESTO</u>
Kd	60	5.40	3.24
Kp	10	16.00	1.60
Kr	14	10.50	1.47
Ke	16	8.00	1.28
	<u>100</u>		<u>7.59</u>

7.59 será el costo compuesto general de capital, el cual lo hemos definido como Ka y éste va a ser el costo promedio de lo que nos están financiando.

CONCLUSIONES

- 1.- Casi todas las empresas tienen necesidad de financiarse para la realización de sus operaciones y adquirir activos; el uso del apalancamiento es muy provechoso ya que el impacto sobre los impuestos y el trabajar con dinero ajeno dentro de las finanzas es muy beneficioso.
- 2.- El saber qué tipo de financiamiento, es necesario hacer un estudio minucioso para conocer cuál necesitamos o el más conveniente, considerando vencimiento, tasas de interés, flujo de fondos, riesgos, etc.
Una vez analizando las características de cada tipo de financiamiento se debe decidir el tipo de APALANCAMIENTO: ya sea interno por parte de los mismos socios, emitiendo acciones, capitalizando utilidades o bien apalancamiento externo logrado por la pignoración de cuentas por cobrar, emitiendo obligaciones, -- arrendamiento, hipotecas, préstamos directos de bancos, etc.
- 3.- El éxito del crédito a corto plazo hoy en día, es el más utilizado por parte de las empresas, ya que estos son muy fáciles de obtener y no se necesitan bastantes requisitos como los utilizados por otro tipo de financiamiento.
- 4.- La falta de conocimiento por parte de los empresarios provoca no utilizar otro tipo de financiamiento más que los más comunes ya que existe una gran variedad de donde proveerse de fondos, -- por ejemplo: acciones, obligaciones, financiamiento interno por parte de los socios.
- 5.- Existe la creencia de que sólo las grandes empresas utilizan la gran variedad de tipos de financiamiento, ante esto la empresa pequeña y mediana se encuentra en gran desventaja de poder aprovechar las alternativas que ofrecen los mercados de capitales,

desaprovechando así el utilizar este tipo de financiamiento que es provechoso y demuestra que el utilizar el financiamiento en los mercados de capitales, aumenta el prestigio de la empresa pudiendo así obtener más y mejores créditos por parte de los prestamistas.

- 6.- Existe también financiamiento por parte del Gobierno Federal y más concretamente de NAFINSA, que pone a disposición de los empresarios fondos para las necesidades de las empresas, con una característica muy importante, que las tasas de interés que cobran por el uso del crédito son tasas subsidiadas que pueden ser hasta la mitad del costo porcentual promedio (C.P.P.) que dicta el Banco de México; el otorgamiento del crédito por NAFINSA es muy tardado por los trámites y requisitos que pide para el otorgamiento de un crédito, pero salvo esto, los plazos y montos que otorga son bastante provechosos para nuestra estructura financiera.
- 7.- Un elemento importante que se debe considerar cuando se busca un apalancamiento financiero es el costo. Este va a ser un factor determinante para cualquier financiamiento, el conocer cuánto nos puede costar y el saber manejar esa alternativa va a ocasionar que las finanzas dentro de la empresa sean sanas y eficientes.
- 8.- Una de las actividades que se llevan a cabo dentro de las finanzas es la que realiza el administrador financiero, el buscar fondos, mayores plazos, mejores tasas de interés, inversiones etc., el saber aprovechar todas las ventajas que ofrecen el financiamiento son función de éste.

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

- * VILLEGAS, H. EDUARDO
"El Sistema Financiero Mexicano"
1986, México.- 81 pág.
- * WESTON, FRED J.
"Finanzas en Administración"
7a. Edición. Tr. Jaime Gómez Mont
Editorial Interamericana, 1986, México.- 1171 pág.
- * FINANCIAMIENTO A CORTO Y LARGO PLAZO
Editorial Codex, S.A., Buenos Aires
Volúmen 5, pág. 193 a 240
Centro Regional de Ayuda Técnica;
Agencia para el Desarrollo Internacional (A.I.D.)
- * JOHNSON, ROBERT W.
"Administración Financiera"
Tr. C.P. Alberto García Mendoza
México. CECSA, 1978, 723 pág.
- * BARCENAS, NAVARRO ROGELIO
"El Financiamiento a Corto Plazo"
1967, UASLP, México.
- * HUNT, PERSON
"Financiación Básica de los Negocios"
Texto y Casos. Tr. C.P. Manuel de J. Fernández Cepero
México, UTHEA, 1982, 484 pág.
- * LEY GENERAL DE TITULOS Y OPERACIONES DE CREDITO
Editorial PAC, México.- 124 pág.
- * GERSTEMBERG, CHARLES W.
"Financiamiento y Administración de Empresas"
Tr. Aurelio Reyes Gil
México, CECSA, 1970.- 770 pág.