



UNIVERSIDAD NACIONAL DE LOJA
AREA JURÍDICA SOCIAL Y ADMINISTRATIVA
CARRERA DE INGENIERÍA EN FINANZAS

MÓDULO VI

PROCESOS DE NEGOCIACION EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

Responsables:

Mag. Tito Arévalo Asanza.

Ing. Janeth Gutierrez

Ing. Inés Cajamarca

LOJA – ECUADOR

2011

MODULO VI: “PROCESOS DE NEGOCIACION EN LOS MERCADOS FINANCIEROS”

1.- PRESENTACIÓN

El Ingeniero Financiero cumple un rol primordial dentro de las empresas e Instituciones Financieras, ya que es él quien diseña las Operaciones Financieras óptimas para la financiación de una actividad o de las mejores estrategias con fines especulativos.

La Ingeniería Financiera se produce cuando el conjunto de Instituciones Financieras, los Bancos e intermediarios Financieros se hacen más numerosos y requieren de diferentes tipos de inversiones existentes en el mercado financiero que propicie el libre flujo de bienes, servicios y capital permitiendo que los procesos económicos de producción y distribución operen eficientemente.

Por ello, el presente texto guía tiene como finalidad dotar a los estudiantes del sexto módulo de la Carrera de Ingeniería en Finanzas, sobre conocimientos científicos referentes a los diferentes tipos de procesos y alternativas de inversiones existentes en el mercado financiero, e identificar los posibles instrumentos financieros que las empresas o instituciones públicas pueden utilizar para minimizar el riesgo al que están expuestos por las variaciones de precio, tipos de cambio y tasas de interés; Y, al mismo tiempo maximizar el valor de la empresa.

El mismo consta de cuatro momentos:

El primero momento, está relacionado con la estructura de los mercados financieros y sus funciones principales.

En el momento dos, revisaremos sobre los fondos de Inversión y derivados financieros como otra alternativa para los inversionistas.

En el tercer momento, trataremos sobre la relación existente entre las variables de Riesgo y Rentabilidad empresarial, así como los diferentes tipos de riesgo y su incidencia.

En el momento cuatro, revisaremos sobre los tipos de negociación más eficientes en los mercados financieros.

Al concluir se anexan temas importantes sobre ética y valores los mismos que a la formación moral y profesional de los estudiantes dando cumplimiento con la misión y visión de la U.N.L

2.- DESCRIPCION DE LA PROBLEMÁTICA QUE ABORDA EL MODULO

En el Ecuador la gestión financiera, se encuentra en pocas manos (dueños de los medios de producción y de capitales), las mismas que de alguna manera también se ven amenazadas por el fenómeno de la corrupción, manejo inadecuado y mal

aprovechamiento de recursos, que trae consigo la inconformidad e inseguridad de sus inversionistas.

Ante los hechos mencionados crece la incredulidad y desconfianza hacia el sistema financiero nacional que está al borde del colapso económico financiero, para cuya estabilidad se procuran estímulos financieros hacia los diferentes sectores económicos y productivos a fin de restablecer la confianza al sistema.

Un problema mayúsculo fue el vivido por la nación ecuatoriana frente a la crisis financiera de los años 1999 y 2000 cuyas secuelas aún perduran y afectan a la economía nacional y sobre todo a los sectores socioeconómicos más bajos, ya que los indicadores de pobreza y miseria se incrementaron drásticamente por esta crisis financiera.

Los caducos organismos de control; así como, la corrupción institucionalizada del sector financiero público y privado han sido siempre los puntos de partida para las crisis económicas y financieras del país. Consecuentemente hace falta y es imprescindible que se haga conciencia del particular a todo el entorno empresarial y, colectividad universitaria, a fin de hacer frente a esta problemática social, a través de la pertinente enseñanza de los "Procesos de Negociación en los Mercados Financieros".

3. OBJETO DE TRANSFORMACIÓN

El desconocimiento del entorno económico - financiero para la negociación en los mercados financieros, no permite la adecuada gestión de inversión, en desmedro de las utilidades y valor de la empresa. Por lo que es imprescindible la aplicación de mecanismos e instrumentos de negociación necesarios en beneficio de la empresa.

4.- OBJETIVOS

OBJETIVO GENERAL.

- Lograr conocimientos, habilidades y destrezas en la aplicación de instrumentos y técnicas que permitan la negociación en los mercados financieros nacionales e internacionales, con la finalidad de maximizar las utilidades de las empresas e instituciones públicas, sean éstas demandantes u oferentes.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Comprender la estructura de los Mercados Financieros y su importancia en el manejo de las Inversiones (opciones).
- Examinar la importancia y beneficios de las inversiones y sus Derivados Financieros.
- Identificar y aplicar las diferentes técnicas y procesos de inversión
- Identificar los diferentes tipos de Riesgos que conllevan las inversiones.

- Determinar la importancia de los indicadores y parámetros resultantes en operaciones de inversión, para la toma adecuada de decisiones.

5.- PRÁCTICAS PROFESIONALES ALTERNATIVAS PARA LAS QUE HABILITA EL MÓDULO.

El presente módulo habilita a los estudiantes en las siguientes prácticas profesionales:

- Identifica los mercados financieros.
- Conoce los derivados financieros y analiza las características de cada uno de ellos.
- Determina los riesgos financieros existentes para cada tipo de mercado y derivado financieros.
- Establece técnicas de negociación en los mercados financieros

6.- PERFIL PROFESIONAL QUE CUBRE EL MÓDULO

Suficientes conocimientos, habilidades y destrezas para identificar los mercados y derivados financieros, así como el establecer los riesgos financieros con la finalidad de aplicar técnicas adecuadas de negociación, considerando principios y valores éticos profesionales.

7.- DESCRIPCION DEL PROCESO DE INVESTIGACION

La planificación del proceso investigativo se desarrollará considerando en una primera instancia, la delimitación del objeto o problema de investigación en el ámbito del OT; de manera que permita establecer resultados en correspondencia con las prácticas profesionales para las que habilita el módulo, en el ámbito temporo-espacial en que se desarrollará la investigación, por lo que será necesario revisar los fundamentos teóricos que servirán para comprender y explicar el objeto de estudio; también se definirá la metodología e instrumentos para la recolección de la información y su procesamiento.

Se determinará el número de integrantes del grupo con un mínimo de tres y máximo de cinco, y los mecanismos para controlar su efectiva y honesta participación, con la finalidad de mantener una evaluación permanente de la participación de todos los integrantes del grupo. Es responsabilidad del equipo docente orientar a los estudiantes en el desarrollo, estructura y presentación del informe final de la investigación.

Una vez planificada la investigación de cada momento, los equipos de trabajo procederán a su ejecución sobre el objeto de estudio que comprende: *la correcta aplicación de normas y disposiciones legales, técnicas, financieras y, principios éticos que posibiliten el manejo transparente de las operaciones financieras.*

MOMENTO UNO

IDENTIFICACION DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Se desarrollará las siguientes actividades:

- Revisión y sistematización de bibliografía relacionada con los activos Financieros a corto plazo.
- Recuperación de información sobre la estructura y Funcionamiento organizacional en los Procesos y mercados financieros.
- Análisis crítico de la problemática de las finanzas y su incidencia en los mercados financieros de inversión.
- Análisis e interpretación de la información obtenida.
- Elaboración, validación de conclusiones, presentación de propuestas alternativas.
- Socialización de resultados.

MOMENTO DOS

CONOCIMIENTO DE LOS MERCADOS, SUS DERIVADOS FINANCIEROS, INSTRUMENTOS Y FUENTES DE FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO

Se desarrollaran las siguientes actividades:

- Revisión y sistematización de bibliografía relacionada con Los mercados, instrumentos e intermediarios financieros de largo plazo.
- Conceptualización e interpretación de la información financiera obtenida
- Análisis crítico de la problemática y el entorno de los mercados, instrumentos e intermediarios financieros.
- Elaboración y validación de conclusiones; presentación de propuestas alternativas
- Socialización de resultados.

MOMENTO TRES

LOS TÍTULOS VALORES SU PROCESO DE NEGOCIACIÓN EN LAS BOLSAS DE VALORES

Para el efecto se realizaran las siguientes actividades:

- Revisión de bibliografía relacionada con el mercado bursátil
- Determinación de los diferentes títulos valores que se negocian en las bolsas de valores
- El financiamiento largo plazo
- Los valores convertibles
- Determinación de los diferentes tipos de riesgo experimentados en la gestión financiera
- Análisis e interpretación de la información.
- Elaboración, validación de conclusiones y presentación de propuestas alternativas
- Socialización de resultados.

MOMENTO CUATRO:

POLÍTICAS SOBRE ACCIONES PREFERENTES Y COMUNES E UTILIDADES RETENIDAS, DIVIDENDOS.

Se desarrollaran las siguientes actividades:

- Revisión de la bibliografía relacionada con mercados financieros.
- Aplicación de técnicas específicas para la recolección y compilación de información financiera sobre dividendos y utilidades
- Consideraciones de procedimientos
- Factores que afectan a las políticas de dividendos y utilidades
- Objetivos y tipos de políticas de dividendos y utilidades
- Análisis e interpretación de la información financiera para establecer criterios sobre la temática abordada
- Elaboración y validación de conclusiones, y presentación de propuestas alternativas
- Socialización de resultados.
- Recuperación de resultados del proceso de investigación para elaborar el informe integrado.

Estructura del Informe global del módulo:

- Título
- Introducción
- Problematización
- Objetivos
- Marco teórico
- Materiales y Métodos
- Diagnóstico de la Situación
- Soluciones Planteadas.
- Bibliografía
- Anexos
- Socialización del informe global del módulo

8.- METODOLOGIA

El Sistema Académico Modular por Objetos de Transformación (SAMOT) es un nuevo modelo pedagógico que se institucionalizó en la UNL, en el año 1990 y que se fundamenta en la teoría de trabajo grupal; utilizando métodos, técnicas y estrategias de aprendizaje, además se considera como eje dinamizador el proceso de investigación formativa que interrelaciona la teoría con la práctica, con la finalidad de contribuir al proceso de formación de los estudiantes y profesionales de calidad, terminando definitivamente con el sistema tradicional de enseñanza aprendizaje. Por otra parte, a través de la investigación de prácticas profesionales determinadas en cada campo específico, se complementa la formación integral del profesional.

La metodología se basa en el método científico y es de carácter participativa, integral, y orientada a la construcción de conocimientos de la realidad, para abordar el Objeto de Transformación, que permita a los estudiantes la recreación del conocimiento y aprendizajes significativos, en el presente módulo "PROCESOS DE NEGOCIACION EN LOS MERCADOS FINANCIEROS".

Las soluciones alternativas a las problemáticas determinadas, se tratarán con el estudio las temáticas que orientan la investigación del Objeto de Transformación (OT), mediante el uso de técnicas de aprendizaje, elaboración de reportes individuales y grupales, debates, aplicación del conocimiento por medio de laboratorios, pruebas orales o escritas, socialización de resultados de la investigación, presentación de propuestas alternativas, etc., lo que posibilitará; conocimientos, capacidades, habilidades, destrezas y actitudes requeridos en el perfil profesional.

9.- REFRENTES TEORICOS Y ACTIVIDADES PRÁCTICAS

MOMENTO UNO:

1. FINANCIAMIENTO A CORTO PLAZO A TRAVES DE EMISIONES Y PRENDA
 - 1.1. Fuentes y formas principales de financiamiento a corto plazo
 - 1.2. Crédito comercial
 - 1.2.1. Condiciones del crédito
 - 1.3. Crédito neto
 - 1.4. Financiación a corto plazo por bancos comerciales
 - 1.5. Los documentos comerciales
 - 1.6. Uso de la seguridad en la financiación a corto plazo
 - 1.7. Financiación por medio de cuentas por cobrar
 - 1.8. Financiación con inventarios

MOMENTO DOS:

MERCADOS, INTERMEDIARIOS E INSTRUMENTOS FINANCIEROS A LARGO PLAZO

2. Mercados financieros
 - 2.1. Financiamiento a largo plazo
 - 2.2. Mercados financieros
 - 2.2.1. Tipos de mercados
 - Mercado primario
 - Mercado secundario
 - Mercado de capitales
 - Mercado de futuros
 - Mercado de deuda pública
 - Mercado del dinero
 - Mercado de divisas
 - Mercado de efectivo
 - Mercado de derivados
 - 2.3. Clasificación de los mercados
 - 2.4. Integración de los mercados financieros
 - 2.6. Instrumentos financieros a largo plazo
 - bonos
 - acciones
 - papeles comerciales
 - títulos de capitalización
 - pagaré
 - títulos de renta fija
 - títulos de renta variable

- 2.7. Leasing
- 2.8. Tipos de intermediarios financieros
 - Inversionistas institucionales
 - Sociedades administradoras de fondos
 - Fondos de inversión
 - Fondos comunes de valores
 - Fondos de inversión abiertos
 - Fondos de inversión cerrados
 - Fondos de inversión financiera
 - Fondos de inversión no financiera
 - Bancos comerciales
 - Sociedades de ahorro y préstamo
 - Bancos hipotecarios
 - Bancos de inversión
 - Compañías de seguro de vida
 - Fondos de jubilaciones y pensiones

MOMENTO TRES:

3. INTEGRANTES Y PROCESO DE NEGOCIACIÓN EN LOS MERCADOS BURSÁTILES

- 3.1. Bolsa de valores
- 3.2. Casas de valores
- 3.3. Decevale
- 3.4. Titularización
- 3.5. Calificadoras de riesgos
- 3.6. Intermediación financiera del mercado de valores
- 3.7. Formas del mercado primario para colocar activos
- 3.8. Índices financieros

MOMENTO CUATRO

4. ACCIONES PREFERENTES Y COMÚNES E UTILIDADES RETENIDAS Y DIVIDENDOS.

- 4.1. Acciones preferentes
 - 4.1.1 Principales derechos de los accionistas preferentes
 - 4.1.2 Distribución de utilidades
 - 4.1.3 Distribución de activos
 - 4.1.4 Ventajas y desventajas de las acciones preferentes
- 4.2. Acciones comunes
 - 4.2.1 Características de las acciones comunes
 - 4.2.2 Valor a la par

- 4.2.3 Acciones emitidas y suscritas
- 4.2.4 División de acciones
- 4.2.5 Readquisición de acciones
- 4.2.6 Distribución de utilidades y activos

- 4.3. Venta de nuevas emisiones de valores
 - 4.3.1 Colocaciones directas
 - 4.3.2 Ventas públicas por medio de bancos inversionistas

5.- UTILIDADES RETENIDAS Y DIVIDENDOS

- 5.1. Consideraciones de procedimiento
 - 5.1.1. Utilidades retenidas como fuente de financiamiento
 - 5.1.2. Procedimiento de pago de dividendos
- 5.2. Factores que afectan a la política de dividendos
 - 5.2.1. Perspectivas de crecimiento
 - 5.2.2. Consideraciones de los propietarios
 - 5.2.3. Consideraciones del mercado
- 5.3. Objetivos y tipos de políticas de dividendos
 - 5.3.1. Objetivos de la política de dividendos
 - 5.3.2. Tipos de políticas de dividendos
 - 5.3.3. Dividendos en acciones
 - 5.3.4. Re adquisición de acciones

10.- CRITERIOS PARA LA EVALUACION Y ACREDITACION

Los productos acreditables del módulo son el resultado del proceso investigativo de cada momento, los mismos que serán evaluados, acreditados y calificados en forma permanente, sistemática e integral, mediante las evidencias de aprendizaje logradas a través del conjunto de estrategias didácticas planificadas y aplicadas en el módulo; así como la presentación y exposición del informe final de investigación.

Según los nuevos parámetros de evaluación, acreditación y calificación de los aprendizajes del módulo para la modalidad presencial, determinada en la resolución del Consejo Académico del Área en sesión del día 26 de Marzo de 2007.

Cognitiva	Psicomotriz		Afectiva		Investigación
Pruebas	Tareas		Actividad Intra y		
Orales- Escritas	Individual	Grupal	Extra Aula	Individual	Grupal
20%	20%		20%		40%

11. CRITERIOS PARA LA EVALUACION Y ACREDITACION

El proceso de evaluación, acreditación y calificación de los aprendizajes, será considerado de acuerdo a lo que precisa el capítulo II Artículo 51 del Reglamento de Régimen Académico de la Universidad Nacional de Loja.

Evaluación

Se evaluarán todos los aspectos inherentes al proceso de enseñanza – aprendizaje durante el desarrollo del módulo. La acreditación se realizará al final de cada momento, curso, seminario o taller de ser pertinente, con la calificación que luego de darse a conocer a los estudiantes, será consignada en la secretaría de la carrera o programa de formación.

Acreditación

La acreditación corresponde a los productos o evidencias de aprendizaje logradas por los estudiantes, en el proceso y al final de cada momento determinado en el módulo.

Calificación

La calificación final del módulo será igual al promedio ponderado de las acreditaciones y calificaciones de las unidades, cursos, talleres, o seminarios, de conformidad al tiempo de duración, La calificación mínima para aprobar el módulo será de siete sobre diez (7/10). En el módulo se encuentra definido aquellos cursos, seminarios o talleres que son de aprobación obligatoria e independiente, y aquellos que son de apoyo con Siete sobre Diez (7/10).

El apoyo de aspectos cuantitativos será evaluado independientemente y su calificación será como mínimo (7/10).

12.- EQUIPO DOCENTE

El grupo multidisciplinario que participará en el desarrollo del proceso de enseñanza aprendizaje del módulo seis, estará integrado por:

Un Ingeniero en Finanzas o profesional en carreras a fines

13.- ESCENARIOS PARA DESARROLLAR LAS PRÁCTICAS PREPROFESIONALES.

Las practicas pre profesionales a desarrollarse durante el MODULO SEIS **“PROCESOS DE NEGOCIACION EN LOS MERCADOS FINANCIEROS”**

Realizaran en empresas privadas publicas y privadas de la localidad vinculadas a la negociación en los mercados financieros y además se ejecutara la gira academica en la que ser visitara empresas e instituciones como: la Bolsa de Valores, Corporación Financiera Nacional, Banco Central del Ecuador entre otras de la ciudad de Quito o Guayaquil en el Mes de Junio, en la que participaran docentes y estudiantes del sexto modulo, la participación se la desarrollara a través de capacitaciones y las practicas pre profesionales en temas relacionados a:

FINANCIAMIENTO A CORTO PLAZO A TRAVES DE EMISIONES Y PRENDA.

MERCADOS, INTERMEDIARIOS E INSTRUMENTOS FINANCIEROS A LARGO PLAZO.

INTEGRANTES Y PROCESO DE NEGOCIACIÓN EN LOS MERCADOS BURSÁTILES

ACCIONES PREFERENTES Y COMÚNES E UTILIDADES RETENIDAS Y DIVIDENDOS.

Es importante indicar que cada coordinador de módulo se debe responsabilizar por el cumplimiento de las prácticas pre profesionales en lo que referente a:

- Ejecutar la gira académica con el fin de fortalecer el proceso de enseñanza aprendizaje y la vinculación con la colectividad.
- Cumplir con lo que se establece en la carta descriptiva y en la matriz de desarrollo modular.
- Definir claramente los escenarios en los que los estudiantes realizaran las prácticas pre profesionales, constatando personalmente si los estudiantes acceden a la información y verificando el cumplimiento de las actividades previstas para cada práctica pre profesional.
- Verificar y evidenciar el proceso de investigación que desarrollan los estudiantes intra y extra aula.
- Brindar el apoyo necesario a lo estudiantes para el cumplimiento de las prácticas pre profesionales.
- Presentar un esquemas sobre los procesos de socialización de los trabajos investigativos de los estudiantes a fin de llegar acuerdos sobre las herramientas, técnicas y procedimientos a ser utilizados en esta actividad.

- Evaluar constantemente y acreditar cada una de las actividades desarrolladas en el proceso de investigación lo que evidenciara el cumplimiento de las prácticas pre profesionales.
- Recopilar la información necesaria para evidenciar todo el cumplimiento de actividades realizadas para desarrollar las prácticas pre profesionales.

14. BIBLIOGRAFIA

GONZALEZ Julian, FERRUZ Luis, **ASPECTOS CONTABLES Y FINANCIEROS DE LAS OPCIONES**, Ediciones Gestión 2000. S.A. España.

BOLSA DE VALORES DE QUITO(2000), **GUIA DEL INVERSIONISTA BURSÁTIL**, Segunda edición, Editorial Jumandi, Quito-Ecuador.

CORPORACIÓN CIVIL BOLSA DE VALORES DE GUAYAQUIL (1998), **GUIA DIDACTICA DEL MERCADO DE VALORES**, Primera Edición, Editorial Poligráfica, Guayaquil-Ecuador.

MASCAREÑAS J. Y L. DIEZ de CASTRO, **INGENIERÍA FINANCIERA, LA GESTIÓN EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES**. Editorial Mc Graw – Hill de Management.

RUIZ Gumersindo, JIMÉNEZ José Ignacio y TORRES Juan José (2000), **LA GESTIÓN DEL RIESGO FINANCIERO**. Ediciones Pirámide.

FABELO José Ramón. **LA FORMACIÓN DE VALORES EN LAS NUEVAS GENERACIONES**. La Habana: Ed. Ciencias Sociales, 1996. —70p.

SÁNCHEZ Linares, Felipe. **¿ES CIENCIA LA FILOSOFÍA?..** La Habana: Edición Política, 1989. --226p

Gitman Lawrence, **FUNDAMENTOS DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**: tercera edición.

Gallagher Timothy y Andrew Joseph, **ADMISNISTRACIÓN FINANCIERA**; segunda edición, Colombia

[http: // www.bvg.fin.ec/esp/financiamiento](http://www.bvg.fin.ec/esp/financiamiento)

[http: // www.picabal.com.ec/](http://www.picabal.com.ec/)

14.- DEBERES Y DERECHOS CIUDADANOS

Todos los ecuatorianos debemos ejercer los deberes y derechos constitucionales de manera responsable, honrada y efectiva, con el afán de mejorar el desempeño y proyectarnos al futuro.

En el Artículo 97 de la Constitución Política del Ecuador tenemos que todos los ciudadanos tendrán los siguientes deberes y responsabilidades, sin perjuicio de otros previstos en esta Constitución y la ley:

1. Acatar y cumplir la Constitución, la ley y las decisiones legítimas de autoridad competente.
2. Defender la integridad territorial del Ecuador.
3. Respetar los derechos humanos y luchar porque no se los conculque.
4. Promover el bien común y anteponer el interés general al interés particular.
5. Respetar la honra ajena.
6. Trabajar con eficiencia.
7. Estudiar y capacitarse.
8. Decir la verdad, cumplir los contratos y mantener la palabra empeñada.
9. Administrar honradamente el patrimonio público.
10. Pagar los tributos establecidos por la ley.
11. Practicar la justicia y solidaridad en el ejercicio de sus derechos y en el disfrute de bienes y servicios.
12. Propugnar la unidad en la diversidad, y la relación intercultural.
13. Asumir las funciones públicas como un servicio a la colectividad, y rendir cuentas a la sociedad y a la autoridad, conforme a la ley.
14. Denunciar y combatir los actos de corrupción.
15. Colaborar en el mantenimiento de la paz y la seguridad.
16. Preservar el medio ambiente sano y utilizar los recursos naturales de modo sustentable.
17. Participar en la vida política, cívica y comunitaria del país, de manera honesta y transparente.
18. Ejercer la profesión u oficio con sujeción a la ética.
19. Conservar el patrimonio cultural y natural del país, y cuidar y mantener los bienes públicos, tanto los de uso general, como aquellos que le hayan sido expresamente confiados.
20. Ama quilla, ama llulla, ama shua. No ser ocioso, no mentir, no robar

VALORES DE LA PAZ Y DE LOS DERECHOS HUMANOS

Para promover, generar y concretar una cultura de Paz es necesario explorar, experimentar y expresar en nuestra vida individual cotidiana, y en nuestras relaciones familiares, de amistad, laborales, deportivas, educativas, políticas, nacionales, internacionales y mundiales, los valores humanos como la justicia, la equidad, la solidaridad. Asimismo, para promover una cultura de Paz es necesario fortalecer y satisfacer nuestras necesidades.

Para lograrlo se requiere de una formación sistemática que permitirá desarrollar nuevas percepciones y reconstruir valores como la paz que devuelvan al ser humano la esperanza, la solidaridad y la ternura, perdidos en el empeño de lograr la sobrevivencia personal.

Los Derechos Humanos tienen que ver con los valores que identifican la naturaleza humana tomando en cuenta que el reconocimiento de los derechos humanos es el resultado de un proceso largo de luchas por la dignidad humana, en las que se dio importancia relevante a valores como la igualdad, libertad, justicia, seguridad y paz, como instrumentos necesarios de la existencia humana.

MATRIZ DE DESARROLLO DEL MODULO

1. FINANCIAMIENTO A CORTO PLAZO

TIEMPO	PROCESO DE INVESTIGACION	ESTRATEGIAS DE INVESTIGACION	REFERENTES TEORICOS	ESTRATEGIAS ACADEMICAS	ACTIVIDADES PRACTICAS	PRODUCTOS ACREDITABLES
Este momento será abordado en el tiempo de 20 días.			UNIDAD 1 FINANCIAMIENTO A CORTO PLAZO	Encuadre del Módulo: Proceso de negociación en los mercados financieros. Análisis General del Módulo y Explicación de Técnicas de estudio individual y grupal.	-Análisis vertical -Análisis horizontal, En diferentes tipos de empresas como son: las comerciales, de servicios, industriales y financieras.	Reportes de técnicas de estudio individual Reportes de técnicas de estudio grupal.
	Revisión y sistematización de bibliografía relacionada con el proceso de negociación en los mercados financieros relacionada con el primer momento de la investigación.	Selección y Sistematización de bibliografía relacionada	-El financiamiento empresarial a corto plazo a través del crédito comercial. -El financiamiento a corto plazo a través de la banca comercial. -Los documentos comerciales. -Uso de la seguridad en el financiamiento a corto plazo.	Inducción sobre el manejo de fichas bibliográficas		Fichas bibliograficas de la las fuentes de información consultadas
		Diseño y elaboración de los instrumentos de investigación		Diseño del instrumento de investigación		Instrumento de investigación

<p>Para abordar los aspectos legales se necesitará 3 días los mismos que serán a partir de los quince días.</p>	<p>Recuperación y clasificación de información sobre la temática del primer momento.</p> <p>Análisis de la información recolectada, correspondiente al primer momento.</p>	<p>Selección de información.</p>	<p>-Financiamiento por intermedio de cuentas por cobrar - Financiamiento por intermedio de inventarios</p>	<p>Análisis de los contenidos teóricos mediante técnicas de trabajo grupal.</p>		<p>Reportes individuales y grupales utilizando ordenadores gráficos (cuadro sinópticos, mapas conceptuales, mapas mentales, entre otros.) y las técnicas de redacción y ortografía.</p>
	<p>Planteamiento de propuestas alternativas.</p>	<p>Identificar en la información recolectada la problemática del proceso de negociación en los mercados financieros.</p>				
	<p>Elaboración del informe del diagnóstico relativo al proceso de negociación en los mercados financieros, sobre la base de la comprensión y explicación teórica de la problemática.</p>	<p>Descripción del diagnóstico de proceso de negociación.</p>		<p>Explicación de técnicas para la presentación del informe</p>		<p>Informe de investigación</p>
	<p>Socialización del informe parcial</p>	<p>Preparar material didáctico para la socialización del informe en el aula.</p>		<p>Indicación de la forma de presentación del material didáctico</p>		<p>Exposición y sustentación de los resultados</p>

2. FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO Y CLASIFICACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

TIEMPO	PROCESO DE INVESTIGACION	ESTRATEGIAS DE INVESTIGACION	REFERENTES TEORICOS	ESTRATEGIAS ACADEMICAS	ACTIVIDADES PRACTICAS	PRODUCTOS ACREDITABLES
Este momento será abordado en el tiempo de 25 días	Revisión y sistematización de bibliografía relacionada con el conocimiento de los mercados financieros y, preparación de los instrumentos de investigación.	Selección y Sistematización de bibliografía relacionada.	FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO Mercados primarios Mercado secundarios Mercado de capitales Mercado de futuros Mercado de deuda pública Mercado del dinero Mercado de divisas Mercado de efectivo Mercado de derivados	Diseño del instrumento de investigación		Fichas bibliográficas de la fuentes de información consultadas
		Diseño y elaboración de los instrumentos de investigación				Instrumento de investigación
	Recuperación de información sobre los diferentes mercados financieros	Selección de los documentos fuentes de información		Análisis de los contenidos teóricos mediante técnicas de trabajo grupal		Reportes individuales y grupales utilizando ordenadores gráficos (cuadro sinópticos, mapas conceptuales, mapas mentales, entre otros.) y las técnicas de redacción y ortografía.
Para abordar los aspectos de apoyo obligatorio se dispondrá de los días establecidos para el efecto.	Análisis de la información sobre los mercados financieros y elaboración de la propuesta alternativa de negociación.	Identificar en la información recolectada la problemática del manejo de las operaciones financieras	Clasificación de los mercados. Integración de los mercados. Características de los mercados			
Dependiendo de si existen otros apoyos o talleres, se los enmarcará en el momento más pertinente	Elaboración del informe del diagnóstico sobre los diferentes mercados financieros, sobre la base de la comprensión y explicación teórica de la problemática.	Descripción del diagnóstico de los mercados financieros y su proceso de negociación	Instrumentos financieros a largo plazo. Clases de títulos valores: Bonos Acciones Papeles comerciales Títulos de capitalización	Explicación de técnicas para la presentación del informe		Informe de investigación
	Socialización del informe parcial	Preparar material didáctico para la socialización del informe en el aula.	Arrendamiento mercantil	Indicación de la forma de presentación del material didáctico		Exposición y sustentación de los resultados.

3. PROCESO DE NEGOCIACIÓN BURSÁTIL

TIEMPO	PROCESO DE INVESTIGACION	ESTRATEGIAS DE INVESTIGACION	REFERENTES TEORICOS	ESTRATEGIAS ACADEMICAS	ACTIVIDADES PRACTICAS	PRODUCTOS ACREDITABLES
Este momento será abordado en el tiempo de 25	Revisión y sistematización de bibliografía relacionada con los mecanismos del proceso de negociación bursátil y, preparación de los instrumentos de investigación.	Selección y Sistematización de bibliografía relacionada a los mercados secundarios, de capitales o Bolsa de valores	UNIDAD 3 PROCESO DE NEGOCIACIÓN EN LOS MERCADOS BURSÁTILES: Bolsa de valores Casas de valores Decevale Titularización			Fichas bibliográficas de las fuentes de información consultadas
		Diseño y elaboración de los instrumentos de investigación				Diseño de los instrumentos de investigación
	Recuperación de información sobre los mercados bursátiles o Bolsas de Valores.		Calificadoras de riesgo Clasificación del riesgo Intermediación financiera y mercado de valores			Reportes individuales y grupales utilizando ordenadores gráficos (cuadro sinópticos, mapas conceptuales, mapas mentales, entre otros.) y las técnicas de redacción y ortografía.
Los apoyos, talleres o seminarios pertinentes a estos momentos, se los dispondrá en el tiempo o días clave.	Análisis de la información sobre los mecanismos de negociación en la Bolsas de Valores y elaboración de la propuesta alternativa.	Identificar en la información recolectada la problemática del mercado secundario o de capitales (bolsa de valores)	Formas del mercado primario para colocar activos Índices financieros Proceso de negociación en los mercados bursátiles.	Lectura y análisis de los contenidos teóricos mediante técnicas de trabajo grupal.		

	Elaboración del informe del diagnóstico sobre el proceso de negociación en la Bolsa de Valores. sobre la base de la comprensión y explicación teórica de la problemática.	Descripción del diagnóstico de los mecanismos de control del sistema financiero.		Explicación de técnicas para la presentación del informe		Informe de investigación
	Socialización del informe parcial	Preparar material didáctico para la socialización del informe en el aula.		Indicación de la forma de presentación del material didáctico		Exposición y sustentación de los resultados

5. ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO PROPIAS UTILIDADES RETENIDAS Y DIVIDENDOS.						
TIEMPO	PROCESO DE INVESTIGACION	ESTRATEGIAS DE INVESTIGACION	REFERENTES TEORICOS	ESTRATEGIAS ACADEMICAS	ACTIVIDADES PRACTICAS	PRODUCTOS ACREDITABLES
Este momento será abordado en el tiempo de 40 días	Revisión y sistematización de bibliografía relacionada con las alternativas de financiamiento propias de las empresas	Selección y Sistematización de bibliografía relacionada a finanzas	ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO PROPIAS DE LOS NEGOCIOS: Consideraciones de procedimiento			Fichas bibliográficas de la las fuentes de información consultadas
		Diseño y elaboración de los instrumentos de investigación	Utilidades retenidas como fuente de financiamiento	Diseño de instrumentos de investigación		Instrumentos de investigación
	Recuperación de información sobre utilidades retenidas y pago de dividendos	Selección de los documentos	Procedimiento de pago de dividendos Factores que afectan a la política de dividendos			Reportes individuales y grupales utilizando ordenadores gráficos (cuadro sinópticos, mapas conceptuales, mapas mentales, entre otros.) y las técnicas de redacción y ortografía.
Para abordar los aspectos de apoyo se necesitará los días necesarios	Análisis de la información sobre las alternativas de financiamiento propias de los negocios. Planteamiento de propuesta alternativa.	Identificar en la información recolectada la problemática de las alternativas de financiamiento propias de las empresas	Perspectivas de crecimiento Consideraciones de los propietarios Consideraciones del mercado Objetivos y tipos de políticas	Análisis de los contenidos teóricos mediante técnicas de trabajo grupal		

	Elaboración del informe del diagnóstico sobre las alternativas de financiamiento propias de los negocios y explicación teórica de la problemática.	Descripción del diagnóstico de la determinación de utilidades retenidas y pago o determinación de dividendos	de dividendos Objetivos de la política de dividendos Tipos de políticas de dividendos	Explicación de técnicas para la presentación del informe		Informe de investigación
	Socialización del informe parcial	Preparar material didáctico para la socialización del informe en el aula.	Dividendos en acciones Re adquisición de acciones	Indicación de la forma de presentación del material didáctico		Exposición y sustentación de los resultados
	Estructuración del informe global del módulo					Sustentación de resultados

CONTENIDOS MOMENTO UNO

1.- FINANCIAMIENTO A CORTO PLAZO

La financiación empresarial puede ser a corto o a largo plazo. La emisión de deuda a corto plazo debe amortizarse en el corto plazo. Los préstamos concedidos por bancos comerciales son el ejemplo más frecuente de deudas a corto plazo. Las líneas de crédito (sobregiros) de los bancos permiten a una empresa pedir prestado un máximo predeterminado, pero se exige que el saldo esté a cero durante uno o más meses al año. Estas líneas de crédito no suelen estar respaldadas por una garantía. Los bancos también ofrecen préstamos a dos o tres años, pero éstos suelen estar avalados por los inventarios o los activos exigibles de la empresa.

Existen varios tipos de financiación a corto plazo, que pueden ser a través de los pagarés de empresas, las pignoraciones y el factoring. Los pagarés de empresas son títulos de deuda emitidos por una empresa y tienen un plazo de vencimiento inferior al año. Sólo los emiten grandes empresas financieramente solventes, y tienen un coste en intereses ligeramente inferior al de los préstamos bancarios. La pignoración y el factoring son utilizados por empresas más pequeñas con menor solidez financiera. El factoring es la compra-venta física de las cuentas por cobrar. La pignoración es un préstamo garantizado con las cuentas por cobrar a clientes de la empresa. Dado que comportan un mayor riesgo, la pignoración y el factoring obligan a la empresa a pagar mayores intereses que los que se pagan por los pagarés de empresa.

Con anterioridad a 1985 aproximadamente, todas las emisiones de deuda se vendían en el país en que radicaba la empresa emisora. Desde entonces, la financiación internacional se ha incrementado de manera espectacular. La mayor parte de esta financiación en el orden internacional es a corto plazo, y tiene lugar en lo que se denomina mercado de eurobonos; su mercado principal está en Londres. El mercado de eurobonos permite que las empresas emitan deudas en divisas extranjeras (principalmente en dólares) al tiempo que evita las regulaciones y restricciones de los mercados financieros nacionales.

GRÁFICO 1

FINANCIAMIENTO TRADICIONAL

El financiamiento **tradicional** al que recurren las empresas se efectúa con **recursos de la banca**.

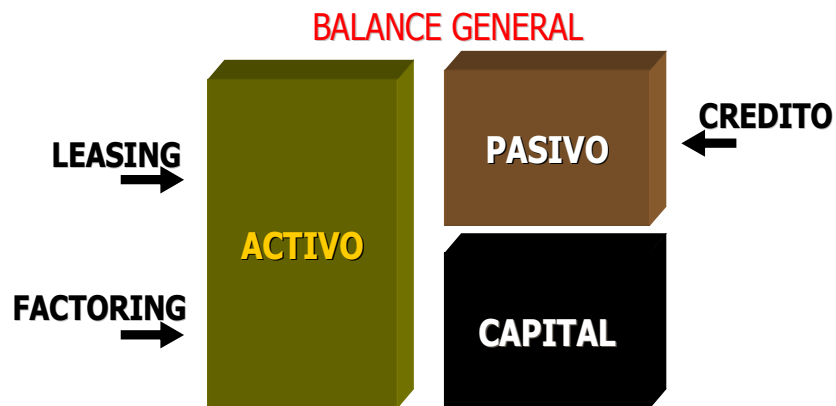


GRÁFICO 2

FINANCIAMIENTO NO TRADICIONAL



1.1.- FUENTES Y FORMAS PRINCIPALES DE FINANCIACIÓN A CORTO PLAZO

Como se indico anteriormente existe una variedad de financiamiento a corto plazo a disposición de la empresa, y el gerente financiero debe conocer las ventajas y los inconvenientes de cada clase. De conformidad con ello, en el presente capítulo estudiamos las principales formas de **crédito a corto plazo** considerando las características y las fuentes de este crédito.

El crédito a corto plazo se define como deuda programada originalmente para pago en un año. Otras fuentes principales de fondos con vencimientos a corto plazo se estudian en este capítulo. Clasificadas por orden descendente en cuanto al volumen de crédito proporcionado a las empresas, las principales fuentes de crédito a corto plazo son:

- 1.-) Crédito comercial entre empresas
- 2.-) Préstamos de bancos comerciales y,
- 3.-) Documentos comerciales

1.2.- CRÉDITO COMERCIAL

En el curso ordinario de los acontecimientos, una empresa adquiere sus suministros y materiales a crédito en otras empresas, registrando la deuda como una cuenta por pagar. **Las cuentas por pagar**, o crédito comercial como se las llama comúnmente, constituyen la categoría más importante de crédito a corto plazo y representan 40 por 100 de pasivo corriente de corporaciones no financieras. Este porcentaje es algo mayor en las empresas más pequeñas; como estas no pueden aspirar a financiación por otras fuentes recurren considerablemente al crédito comercial.

El crédito comercial es una fuente “espontánea” de financiación que surge de transacciones comerciales ordinarias. Por ejemplo supongamos que una empresa efectúa un promedio de compras de \$ 2.000 al día en condiciones de neto a 30 días, en promedio, deberá $30 \times \$ 2000$, o \$ 60.000 a sus proveedores. Si sus ventas y en consecuencia sus compras se doblan, las cuentas por pagar también se doblarán y ascenderán al doble, a \$ 120000. La empresa habrá producido espontáneamente \$ 60.000 más de financiación. Análogamente si las condiciones de crédito se extienden de 30 a 40 días, las cuentas por pagar aumentarán de \$60000 a 80000, así alargando el período de crédito y aumentando las ventas y las compras se obtiene financiación adicional.

Condiciones de Crédito.

Las condiciones de las ventas, o condiciones de crédito, describen la obligación de pagar del comprador. Los cuatro factores principales que influyen en la extensión de las condiciones de crédito se esbozan a continuación.

Naturaleza económica del producto

Artículos con alta rotación de ventas se venden a corto crédito, el comprador vuelve a vender el producto rápidamente, obteniendo efectivo que le permite pagar al proveedor. Las tiendas de comestibles tienen una alta rotación, pero el carácter perecedero de los artículos desempeña también en un papel. El crédito concedido por frutas y verduras enlatadas sería más probablemente de 15 a 30 días. Las condiciones de crédito para artículos que tienen una lenta rotación de venta al detalle, como joyas pueden llegar a seis meses, o más.

Circunstancias del vendedor

Los vendedores financieramente débiles deben exigir el pago al contado o condiciones de crédito excepcionalmente cortas. Por ejemplo, los granjeros venden ganado a las compañías empacadoras en condiciones de pago al contado. En algunas industrias, las variaciones en las condiciones de crédito pueden usarse como un medio de promoción de ventas. Aunque el uso del crédito como instrumento de ventas pone en peligro la sólida administración del crédito, la práctica lo exige, especialmente cuando la industria del vendedor tiene capacidad excesiva. Igualmente, un vendedor fuerte podría usar su posición para imponer condiciones de crédito relativamente cortas. Sin embargo, lo contrario es lo que sucede más a menudo en la práctica; es decir vendedores financieramente fuertes son proveedores de fondos para las empresas más pequeñas.

Circunstancias del comprador

En general, los detallistas financieramente fuertes que venden a crédito pueden, a su vez, recibir condiciones ligeramente más largas. Algunas clases de detallistas considerados como vendedores en áreas particularmente arriesgadas (como el vestido) reciben ofertas de crédito muy liberales, pero se les ofrecen grandes descuentos si pagan pronto.

Descuentos en efectivo

Un descuento en efectivo es una reducción del precio, basado en el pago en un periodo especificado. Los costos de no aprovechar los descuentos en efectivo con frecuencia superan a la tasa de interés con que el comprador puede pedir prestado, por lo que es importante que una empresa sea prudente en su uso del crédito comercial como fuente de financiación —podría ser muy costoso. Si la empresa pide prestado, aprovecha el descuento en efectivo, se reduce el periodo durante el cual las cuentas por pagar permanecen en los libros. La duración del crédito es influida así por la cuantía de los descuentos ofrecidos.

Condiciones de crédito ilustrativas

Las condiciones de crédito expresan corrientemente la cantidad del descuento en efectivo y la fecha de su expiración, así como la fecha de vencimiento final.

Probablemente, las condiciones que se encuentran con mayor frecuencia son **2/10, neto a 30 días**. En otras palabras; Si el pago se efectúa en un plazo 10 días a partir de la fecha de la factura, se concede un descuento en efectivo del 2 por 100. Si no se aprovecha el descuento, el pago vence 30 días después de la fecha de la factura. El costo de no aprovechar los descuentos en efectivo puede ser considerable, como se muestra a continuación.

Costo del crédito si no se aprovecha el descuento en efectivo

Condiciones de crédito

1/10, neto a 20 días	36,36 por 100
1/10, neto a 30 días	18,18 por 100
2/10, neto a 20 días	73,44 por 100
2/10, neto a 30 días	36,72 por 100

1.3.- CONCEPTO DE "CRÉDITO NETO"

El crédito comercial tiene una importancia doble para la empresa. Es una fuente de crédito para financiar compras y una forma de usar fondos mediante la cual una empresa financia las ventas a crédito a los clientes. Por ejemplo si una empresa vende en promedio \$3.000 de productos al día con un promedio medio de cobro de 40 días tendrá cuentas por cobrar en cualquier fecha de balance general de aproximadamente \$120.000. Si la empresa adquiere \$2.000 de materiales al día y el saldo permanece sin pagar 20 días las cuentas por pagar promediarían \$40 000. La empresa extiende crédito neto de \$ 80 000 la diferencia entre las cuentas por cobrar y las cuentas por pagar.

Las empresas grandes y las bien financiadas de todos los tamaños tienden a ser otorgadoras netas de crédito comercial; las empresas pequeñas y las descapitalizadas de todos los tamaños tienden a ser usuarias netas de crédito comercial, es imposible generalizar sobre sí es mejor ser otorgadora neta o usuaria neta de crédito comercial —la elección depende de las circunstancias y las condiciones de la empresa, y los distintos costos y beneficios de recibir y usar el crédito comercial se analizan según se describe aquí.

Ventajas del crédito comercial como fuente de financiación

El crédito comercial, es una operación acostumbrada de realizar negocios en muchos sectores de actividades cómo el informal. Una empresa que no cumple las condiciones requeridas para obtener crédito de una institución financiera, puede recibir crédito comercial porque la experiencia ha familiarizado al vendedor con el valor crediticio de su cliente. Cuando el vendedor conoce las prácticas comerciales

de la línea de negocios, generalmente se encuentra en buenas condiciones para juzgar la capacidad de pago de su cliente y el riesgo de venderle a crédito, La cantidad de crédito comercial fluctúa según las compras del comprador, sujeto a cualesquiera límites de crédito que puedan ser operativos.

Que los costos del crédito comercial sean mayores o menores que otras formas de financiación es una cuestión debatible. En ocasiones, el crédito comercial puede ser sorprendentemente costoso para el comprador. Con frecuencia, al usuario no le quedan otras formas alternativas de financiación disponibles, y los costos para el comprador pueden ser comparables a los riesgos para el vendedor. Pero, en ciertos casos, el crédito comercial se usa simplemente porque el usuario no puede comprender cuan costoso es, En tales circunstancias, un análisis financiero detenido puede inducir a la substitución de formas alternativas de financiación por crédito comercial.

En el otro extremo, el crédito comercial puede representar un subsidio virtual o un instrumento de promoción de ventas ofrecido por el vendedor. Los autores conocen, por ejemplo, casos en los que los fabricantes muy literalmente ofrecieron *toda* la financiación para nuevas empresas vendiendo en condiciones de crédito considerablemente más liberales que las de la nueva compañía. En un caso, un fabricante ansioso de obtener un puesto destacado en un sector particular, concedió un préstamo a la nueva compañía para cubrir gastos de operación durante las fases iniciales y sincronizó el pago de las cuentas por pagar con los ingresos de efectivo. Sin embargo, aun en tales casos, la empresa compradora debe tener cuidado de que no esté realmente pagando un costo oculto de financiación en forma de precios más altos de los productos que los que podrían obtenerse en otras partes. Extender crédito supone un costo para la empresa vendedora, y esta empresa puede que eleve sus precios para compensar el crédito "gratuito" que extiende.

1.4.- FINANCIACION A CORTO PLAZO POR BANCOS COMERCIALES

Los préstamos de los bancos comerciales aparecen en el balance general como documentos por pagar y figuran en segundo lugar en importancia, después del crédito comercial, como fuente de financiación a corto plazo. Los bancos ocupan una posición intermedia entre los mercados de dinero a corto plazo y a plazo intermedio. Su influencia es mayor que lo que podría suponerse por las cantidades que prestan, porque los bancos proporcionan fondos no espontáneos. Cuando aumentan las necesidades de financiación de una empresa, se solicita a los bancos que proporcionan los fondos adicionales. Si se niega la solicitud, con frecuencia la alternativa es reducir la tasa de crecimiento o las operaciones.

1.4.1.- CARACTERÍSTICAS DE LOS PRÉSTAMOS CONCEDIDOS POR LOS BANCOS COMERCIALES

Las principales características de los cuadros de préstamo de los bancos comerciales se describen brevemente a continuación.

Formas de los préstamos

Un préstamo obtenido de un banco por una empresa comercial no es diferente en principio de un préstamo obtenido por un individuo. En realidad, a menudo es difícil distinguir un préstamo bancario a *un negocio pequeño* de un préstamo personal. Se obtiene un préstamo firmando un pagaré corriente. El pago se efectúa en una suma global al vencimiento (cuando vence el pagare) o a plazos (amortizaciones) durante la vida de Préstamo.

Una ***línea de crédito*** es un convenio formal o informal entre el banco y el prestatario relativo al monto máximo que el banco concederá al prestatario. Por ejemplo, el funcionario de crédito de un banco puede indicar a un **gerente financiero** (de la empresa), que el banco considera a su empresa como "buena", hasta \$80 000 para el año siguiente. Posteriormente, el gerente firma un pagare por \$15.000 a 90 días — se dice que "toma" \$15000 de su línea de crédito total. *Esta* cantidad es acreditada a la cuenta de cheques de la empresa en el banco. Al vencimiento, la cuenta de cheques se cargará (o debitará) por la cantidad del préstamo. El interés puede deducirse por anticipado o pagarse al vencimiento del préstamo. Antes del pago de los \$15000, la empresa puede que pida prestado otras cantidades hasta un total de \$80 000.

Puede seguirse un procedimiento más formal si la empresa es muy grande, como ejemplo puede citarse la Chrysler Corporation, que solicitó una línea de crédito de \$100 millones a un grupo de bancos. Estos se comprometieron formalmente a prestar los fondos a Chrysler si los necesitaba. Chrysler, a su vez pagó un derecho de compromiso de aproximadamente 0.25 por 100 del saldo no usado del compromiso para compensar a los bancos por la inmovilización de sus fondos.

Cuantía de los préstamos

Los bancos conceden préstamos de todos los tamaños. La mayor parte de los préstamos de los bancos comerciales, por cantidad en dólares, los obtienen las empresas con activo total de \$5 millones y más. Pero, por número de préstamos, las empresas con activo total de \$50 000 y menos representan un % altísimo de los préstamos bancarios.

Vencimiento

Los bancos comerciales se concentran en el mercado de préstamos a corto plazo. Los préstamos a corto plazo constituyen dos tercios de los préstamos bancarios por la cantidad de dólares, mientras que "préstamos a plazo" (préstamos con vencimiento de más de un año) solo representan un tercio.

Seguridad

Si un prestatario potencial es un riesgo dudoso de crédito, o si sus necesidades de financiación superan a la cantidad que el funcionario de crédito del banco considera prudente sobre una base no garantizada, le exige alguna forma de garantía. Más de la mitad del valor en dólares de los préstamos bancarios está garantizada; las formas de garantía se describen más adelante en este capítulo.

En términos del número de préstamos bancarios dos tercios están asegurados o endosados por un tercero que garantiza el pago del préstamo en caso de falta de pago por el prestatario.

Saldos compensadores

Los bancos, por lo común, exigen que un prestatario regular, mantenga un saldo medio en la cuenta corriente igual a 15 ó 20 por 100 del préstamo sin liquidar. Estos saldos, que se llaman generalmente *saldos compensadores*, **son un método de elevar la tasa de interés efectiva**. Por ejemplo, si una empresa necesita \$30 000 para pagar obligaciones en circulación, pero debe mantener un saldo compensador de 20 por 100, debe pedir prestado \$100.000 para poder obtener los \$50 000 exigidos. Si la tasa de interés convenida es 5 por 100, el costo efectivo es realmente $6\frac{1}{4}$ por 100 —\$5000 dividido entre \$80000, igual a 6.25 por 100.

Estos saldos compensadores del préstamo son agregados, por supuesto, a cualesquiera saldos compensadores por servicio que puede solicitar el banco de la empresa.

Pago de los préstamos bancarios.

Puesto que la masa de los depósitos bancarios está sujeta al requisito de retirada de ellos a la vista, los bancos comerciales tratan de evitar que las empresas usen el crédito bancario para financiación permanente. Por tanto, un banco puede exigir a sus prestatarios que "liquiden" los préstamos bancarios a corto plazo, mensualmente durante el año. Si una empresa se encuentra incapacitada para liberarse de la deuda bancaria, por lo menos, parte de cada año, usa la financiación bancaria para necesidades permanentes y debe crear otras fuentes de financiación a largo plazo o permanentes.

Costo de préstamos bancarios comerciales

La mayor parte de los préstamos de los bancos comerciales han variado recientemente de 7 a 12 por 100, y la tasa efectiva depende de las características de la empresa y el nivel de tasas de interés de la economía. Si la empresa puede calificar como un "riesgo excelente" a causa de su tamaño y su solidez financiera, la tasa de interés será de 0.5 a 0.25 por 100 superior a la tasa de redescuento cargada por los bancos centrales a los bancos comerciales. Por el contrario, a una empresa pequeña con razones financieras inferiores al promedio puede que se le exija que

proporcione fianza colateral y pague una tasa de interés efectiva de más de 12 por 100.

La determinación de la tasa efectiva o verdadera de interés de un préstamo depende de la tasa de interés convenida y del método de cargar el interés por el prestamista.

Si el interés se paga al vencimiento del préstamo, la tasa de interés convenida es la tasa efectiva de interés. Si el banco deduce el interés por anticipado (*descuenta* del préstamo), **la tasa de interés efectiva aumenta**, por un préstamo de \$10.000 a un año al 5 por 100, el descuento es \$500 y el prestatario obtiene el uso de solo \$9 500. La tasa efectiva de interés es 5,3 por 100 frente a 5 por 100 de un préstamo "corriente":

$$\text{Préstamo "corriente", interés pagado al vencimiento:} = \frac{\$ 500}{\$ 10\ 000} = 5 \text{ por } 100$$

$$\text{Descontado: } \frac{500}{9\ 500} = 5,3 \text{ por } 100$$

Si el préstamo se liquida en **12 plazos mensuales**, la tasa de **interés efectiva es aun más elevada**. El prestatario tiene el importe local de dinero solo durante el primer mes y en el último mes ya ha pagado once duodécimos del préstamo. Así, nuestro prestatario hipotético paga \$500 por el uso de la mitad de la cantidad que recibe. La cantidad recibida es \$10 000, ó \$9500 según los métodos de cargar el interés, pero la cantidad *media* sin pagar durante el año es solo \$5 000 ó \$4 750. Si se paga el interés al vencimiento, la tasa efectiva sería aproximadamente

$$\text{Tasa de interés sobre la cantidad} \quad \frac{\$ 50}{\$ 5000} = 10 \text{ por } 100$$

Original de préstamo amortizado

Por el método de descuento, el costo efectivo del préstamo a plazos sería aproximadamente doble que la tasa convenida

$$\text{Tasa de interés sobre la cantidad} \quad \$ 500$$

$$\text{Original de préstamo amortizado:} \quad \frac{\$ 500}{\$ 5\ 000} = 10 \text{ por } 100$$

Por el método de descuento, el costo efectivo del préstamo a plazos sería aproximadamente

plazo (cuentas de ahorro, certificados de depósito). Los depósitos totales tienden a ser más estables cuando los depósitos a plazos son substanciales. La diferencia en la estabilidad de los depósitos explica en gran parte las diferencias en el grado con que los bancos desean o pueden ayudar al prestatario a salir dificultades o aún de crisis.

5. Los bancos se diferencian grandemente en el grado de especialización para los préstamos. Los bancos más grandes tienen departamentos especializados en diferentes clases de préstamos. Dentro de estas grandes categorías puede haber una especialización por línea de negocios, como acero, maquinaria o textiles. La fuerza de los bancos más pequeños es probable que refleje la naturaleza del negocio y el ambiente en que operan los bancos. Tienden a convertirse en especialistas en líneas específicas, como construcción, y agricultura. Por nombrar unos pocos. El prestatario puede obtener cooperación más creadora y apoyo más activo si acude al banco con mayor experiencia y conocimientos de su tipo particular de negocios. Por ello, el gerente financiero debe escoger su banco con cuidado. Un banco que es excelente para una empresa puede ser insatisfactorio para otra.

6. El tamaño de un banco puede ser una característica importante. Como el préstamo máximo que puede conceder un banco a un cliente se limita generalmente al 10 por 100 de las cuentas de capital (acciones de capital más cuentas de superávit), generalmente no será apropiado que empresas grandes entablen relaciones con bancos pequeños en busca de crédito.

7. Con la aumentada competencia entre los bancos comerciales y otras instituciones financieras, el dinamismo de los bancos ha aumentado. Los bancos comerciales modernos ofrecen una amplia variedad de servicios financieros y comerciales. La mayor parte de los grandes bancos poseen departamentos de desarrollo de negocios que ofrecen asesoría a las empresas y sirven de intermediarios en una gran variedad de sus necesidades.

1.5.- LOS DOCUMENTOS COMERCIALES

Los documentos comerciales consisten en pagarés de empresas grandes y se venden principalmente a otras empresas comerciales, compañías para seguros, fondos para pensiones y bancos. Aunque el importe del papel comercial en circulación es mucho menor que el de los préstamos bancarios insolutos, esta forma de refinanciación ha crecido rápidamente en años recientes.

Vencimiento y costo

Los vencimientos de los documentos comerciales varían de dos a seis meses. Las tasas de los documentos comerciales varían más, pero son generalmente 0,5 por 100 inferiores a los de los préstamos concedidos a empresas comerciales más

sólidas. Y, como, no exigen saldos compensadores para los documentos comerciales, la diferencia efectiva en el costo es aún mayor.¹

Uso

El uso del mercado libre por lo general para los documentos comerciales se halla restringido a un número comparativamente pequeño de empresas que son riesgos de crédito excepcionalmente buenos.

Los negocios por lo general prefieren manejar los documentos de empresas cuyo capital contable es \$10 millones o más y cuyos préstamos anuales solicitados superan \$1 000000.

Evaluación del Uso

Se atribuye gran número de ventajas al mercado de documentos comerciales: 1) permite la más amplia y ventajosa tasa de distribución de los documentos, 2) Proporciona más fondos a tasas más bajas que otros métodos 3) el prestatario evita el inconveniente y gastos de los convenios de de financiación con varias instituciones, cada una de las cuales exige un saldo compensador 4) El prestatario obtiene publicidad y prestigio cuando su producto y sus documentos llegan a ser conocidos con mayor amplitud 5) Finalmente, el negociante en documentos comerciales con bastante frecuencia ofrece valiosos consejos a sus clientes.

Una limitación básica del mercado de documentos comerciales es que la cuantía de los fondos disponibles se halla limitada a la liquidez excesiva que las corporaciones, o las principales proveedoras de fondos, puedan tener en un momento particular. Otra desventaja es que un deudor que se encuentra en dificultades financieras temporales recibe poca consideración, por que los tratos con documentos comerciales son impersonales. Por el contrario, las relaciones con los bancos son mucho más personales; un banco es mucho más probable que ayude a un buen cliente a sortear una tormenta temporal que un negociante en documentos comerciale

1.6.- USO DE LA SEGURIDAD EN LA FINANCIACIÓN A CORTO PLAZO

Ordinariamente, es mejor pedir prestado sobre una base no garantizada, porque los costos de contabilidad de los préstamos garantizados son frecuentemente altos, pero a menudo la clasificación de un crédito de un prestatario potencial no es lo bastante fuerte para justificar el préstamo. Si este puede garantizarse por la presentación de algunos, de alguna forma de colateral por el prestatario a la que pueda tener derecho el prestamista en caso de falta de pago, el prestamista puede tener derecho el prestamista en caso de falta de pago. El prestamista puede entonces extender crédito a una empresa que de otro modo le sería insolvente. Análogamente, una empresa que podría pedir prestado sobre una base no

¹ . Sin embargo, este factor es contrarrestado en cierto grado por el hecho de que las firmas que emiten papel comercial son requeridas generalmente por los distribuidores de papel comercial para que tengan las líneas de crédito bancario sin usar para respaldar su papel comercial en circulación.

garantizada puede escoger el uso de la garantía si considera que esto inducirá a los prestamistas a fijar una tasa de interés más baja.

Pueden emplearse varios tipos de colateral —acciones u obligaciones negociables, terrenos o edificios, equipo, inventario y cuentas por cobrar. Los valores negociables constituyen un excelente colateral, pero pocas empresas poseen carteras de acciones y obligaciones. Análogamente los bienes raíces (terrenos y edificios) y equipo son buenas formas de colateral, pero se usan generalmente como garantía de préstamos a largo plazo. La mayor parte de los préstamos comerciales garantizados a corto plazo que se solicitan requieren la prenda de activos a corto plazo —cuentas por cobrar o inventarios.

En el pasado, hubo mucha variación en las leyes de los distintos países en relación con el uso de la garantía, en la financiación. Sin embargo a finales de la década de los sesentas, todos los estados aprobaron un *código comercial uniforme* que normaliza y simplifica el procedimiento para establecer garantías para los préstamos.

La esencia del código comercial uniforme es el *Security Agreement*, un documento estandarizado, o forma, en el que se especifican los activos que se ofrecen en prenda. Los activos pueden ser piezas del equipo, cuentas por cobrar o inventarios. Los procedimientos para financiación según el código comercial uniforme se describen en las siguientes secciones.

1.7.- FINANCIACIÓN POR MEDIO DE CUENTAS POR COBRAR

La financiación por cuentas por cobrar requiere la **pignoración** o la venta de las cuentas por cobrar. La pignoración de cuentas por cobrar se caracteriza por el hecho de que el prestamista tiene un derecho a las cuentas por cobrar, pero tiene también la posibilidad de recurrir al prestatario (vendedor); si la persona o la empresa que adquirió los bienes no paga, la empresa vendedora debe sufrir la pérdida. En otras palabras, el riesgo de falta de pago de las cuentas por cobrar pignoradas sigue asumiéndolo el prestatario. Igualmente, al comprador de los bienes ordinariamente no se le notifica la pignoración de las cuentas por cobrar. La institución financiera que presta con la garantía de cuentas por cobrar es generalmente un banco comercial o una de las grandes compañías financieras industriales, como *CIT*, *Commercial Credit*, *Séller*, etc.

Factoraje, es el segundo tipo básico de financiación por cuentas por cobrar; es la compra de cuentas por cobrar por el prestamista sin responsabilidad para el prestatario (vendedor). El comprador de los bienes es notificado de la transferencia y hace el pago directamente al prestamista. Como la empresa que hace de factor asume el riesgo de falta de pago de cuentas malas, debe verificar el crédito; así puede decirse acertadamente que los factores proporcionan no solo dinero, sino también un departamento de crédito para el prestatario. Incidentalmente, las mismas instituciones financieras que conceden los préstamos con cuentas por cobrar pignoradas sirven también como factores. Así según las circunstancias. Y los deseos del prestatario una institución financiera proporcionará una u otra forma de financiación por rentas por cobrar

Procedimiento para empeñar cuentas por cobrar

La financiación de cuentas por cobrar se inicia por un contrato legal entre el vendedor de los bienes y la institución financiera. El convenio especifica en detalle los procedimientos que se han de seguir y las obligaciones legales de ambas partes. Una vez establecida la relación de trabajo, el vendedor tomará periódicamente un lote de facturas de la institución financiera. El prestamista revisa las facturas y hace una valoración de los compradores. Las facturas de compañías que no satisfacen las normas de crédito del prestamista no se aceptarán para ser pignoradas. La institución financiera trata de protegerse en cada fase de la operación. La selección de buenas facturas es el primer paso esencial para salvaguardar la institución financiera. Si el comprador de los bienes no paga la factura el banco tiene todavía el recurso contra el vendedor de los bienes. Sin embargo, si muchos compradores no pagan, el vendedor será incapaz de cumplir su obligación ante la institución financiera. Se ofrece protección adicional al prestamista por el hecho de que el préstamo generalmente será por menos de 100 por 100 de las cuentas por cobrar pignoradas; por ejemplo, el prestamista puede entregar por adelantado a la empresa vendedora 75 por 100 del importe de las cuentas por cobrar pignoradas.

Procedimiento para factorizar las cuentas por cobrar

El procedimiento para factorizar es algo diferente del procedimiento para pignorar. También se concierta un convenio entre el vendedor y el factor para especificar las obligaciones legales y los procedimientos. Cuando el vendedor recibe un pedido de un comprador, se redacta una tarjeta de aprobación del crédito e inmediatamente se envía a la compañía factorizadora para que compruebe el crédito. Si el factor no aprueba la venta, el vendedor generalmente se negará a servir el pedido. Este procedimiento informa al vendedor con anterioridad a la venta sobre el crédito y la aceptabilidad del comprador para el factor. Si se aprueba la venta, se sirve el pedido, y se timbra la factura para notificar al comprador que efectúe el pago directamente a la compañía factorizadora.

El factor desempeña tres funciones en la aplicación del procedimiento normal como se indicó anteriormente 1) verificación del crédito, 2) préstamo, y 3) asunción del riesgo. El vendedor puede elegir varias combinaciones de estas funciones modificando las disposiciones en el acuerdo de factorización. Por ejemplo, una empresa pequeña o mediana puede evitar la creación de un departamento de crédito. El servicio del factor podría ser menos costoso que un departamento que podría tener capacidad excesiva para el volumen de crédito de la empresa. Al mismo tiempo, si la empresa usa parte del tiempo de un especialista no dedicado al crédito para realizar comprobación del crédito, la falta de educación, de preparación y de experiencia pueden dar por resultado pérdidas excesivas.

El vendedor puede utilizar el factor para realizar la comprobación del crédito y las funciones de asunción de riesgos, pero no la función de prestar. Al recibirse un

pedido de \$10 000 se realizará el siguiente procedimiento. El factor verifica y aprueba las facturas. Se remiten los bienes en condiciones de N/30.

El pago se hace al factor, el cual lo remite al vendedor. Pero suponga que el factor solo ha recibido \$5 000 al final del periodo de crédito. Debe remitir aún \$10 000 al vendedor (menos sus honorarios, por supuesto). Si los \$5 000 restantes no se pagan nunca, el factor sufre una pérdida de \$5 000.

Considere ahora la situación más corriente en la que el factor desempeña una función de prestamista haciendo el pago antes del cobro. Se remiten los bienes y, aunque el pago no se hará a 30 días, el factor inmediatamente pone a disposición del vendedor los fondos disponibles. Suponga que se han remitido bienes por valor de \$10000; la comisión del factor por comprobación del crédito es $2\frac{1}{2}$ por 100 del precio de la factura, o \$250; y el gasto de interés se calcula a una tasa del 9 por 100 anual sobre el saldo de la factura, o \$75.² El asiento de contabilidad del vendedor será el siguiente:

Efectivo	\$9.175
Gasto por intereses	\$ 75
Comisión para el factor	\$ 250
Reserva: debido por el factor al cobrar la cuenta	\$ 500
Cuentas por cobrar	\$10.000

Los \$500 de "debido por el factor por cobro de la cuenta" en el asiento es una reserva establecida por el factor para cubrir disputas entre vendedores y compradores sobre bienes dañados, bienes devueltos por los compradores al vendedor y ventas fallidas de bienes. La cantidad se paga a la empresa vendedora cuando el factor cobra la cuenta.

La factorización es un proceso continuo, en vez del ciclo único descrito anteriormente. El vendedor de los bienes recibe pedidos; transmite las órdenes de compra al factor para su aprobación; obtenida esta, los bienes son remitidos el factor anticipa el dinero al vendedor, los compradores pagan al factor cuando se ha de hacer el pago; y el factor remite periódicamente cualquier reserva excesiva al vendedor de los bienes. Establecida una rutina, se crea una corriente continua circular de bienes y fondos entre el vendedor, los compradores de los bienes y el factor. Así, una vez llevado a la práctica el convenio de factorización, los fondos de esta fuente son espontáneos

Costo de financiación con cuentas por cobrar

La pignoración de cuentas por cobrar de los servicios de factorización son convenientes y ventajosos, pero pueden ser costosos. La comisión de comprobación

² . Puesto que el interés es solo por un mes, tomamos $1/12$ de la tasa convenida, 9 por 100, y multiplicamos esto por el precio de factura. \$ 10 000
 $1/12 \times 0.09 \times \$10\,000 = \$175$

Observe que la tasa de interés efectiva realmente superior a 9 por 100, porque el prestatario no obtiene la totalidad de \$10 000. Pero, en muchos casos, el contrato de factorización estipularía que el interés se calculará basándose en el precio de factura menos la comisión por factorización y la cuenta de reserva

del crédito es 1 a 3 por 100 de la cantidad de facturas aceptada por el factor. El costo del dinero se refleja en la tasa de interés de 8 a 12 por 100 cargada sobre el saldo insoluto de los fondos anticipados por el factor. Cuando el riesgo para este es excesivo, adquiere las facturas (con o sin recurso) con descuentos del valor nominal.

Evaluación de la financiación con cuentas por cobrar

No puede decirse categóricamente que la financiación con cuentas por cobrar es siempre un método bueno o malo de reunir fondos para un negocio individual. Entre las ventajas se encuentran: primero, la flexibilidad de esta fuente de financiación. Cuando las ventas de una empresa aumentan y necesita más financiación, se genera automáticamente un volumen mayor de facturas, Como el importe en dólares de las facturas varía directamente con las ventas, la cantidad de financiación fácilmente disponible aumenta. Segundo, las cuentas por cobrar o las facturas proporcionan garantía para un préstamo que, de otro modo una empresa sería incapaz de obtener. Tercero, la factorización proporciona los servicios de un departamento de crédito que de otro modo, solo sería posible obtener para la empresa en condiciones mucho más gravosas.

La financiación con cuentas por cobrar tiene también inconvenientes. Primero, Cuando las facturas son numerosas y relativamente pequeñas en su cuantía los costos administrativos necesario; pueden hacer de este método de financiación uno inconveniente y costoso. Segundo, la empresa está usando como garantía un activo altamente líquido. Durante mucho tiempo, la financiación con cuentas por cobrar fue mal vista por muchos prestamistas comerciales, En realidad, tal financiación fue considerada como confesión de la débil posición financiera de una empresa. Ya no se considera de este modo, y muchas empresas sólidas pignoran o factorizan cuentas por cobrar. Sin embargo, la actitud tradicional hace que algunos prestamistas de crédito se nieguen a vender a crédito a una empresa que pignora sus cuentas por cobrar basándose en que esta práctica elimina uno de los activos más líquidos de la empresa y. en consecuencia, debilita la posición de otros acreedores.

Uso futuro de la financiación con cuentas por cobrar

Podríamos hacer una predicción en este momento en el futuro, la financiación con cuenta por cobrar aumentará de importancia relativa. La tecnología de las computadoras está progresando rápidamente hacia el punto en que puedan llevarse registros de crédito de individuos y empresas en unidades de memoria de las computadoras. Se han ideado sistemas por los que el detallista puede tener a su disposición una unidad que cuando se introduce en una caja, la tarjeta de crédito magnética de un individuo, emite una señal de que su crédito es "bueno" y que un banco está dispuesto a "comprar" la cuenta por cobrar creada cuando la tienda termina la venta. El costo de manejar facturas se reducirá grandemente con relación a los costos actuales porque los nuevos sistemas estarán muy automatizados, Esto hará posible el uso de financiación con cuentas por cobrar para todas las ventas pequeñas reducirá el costo de toda la financiación con cuentas por cobrar. El

resultado neto será una notable expansión de la financiación por medio de cuentas por cobrar.

1.8.- FINANCIACIÓN CON INVENTARIOS

Un volumen relativamente grande de crédito está garantizado con inventarios comerciales. Si una empresa es un riesgo de crédito relativamente bueno, la simple existencia del inventario puede ser una base suficiente para recibir un préstamo no garantizado. Si la empresa es un riesgo relativamente malo, la institución prestamista puede insistir en la garantía, que a menudo adquiere la forma de un embargo preventivo del inventario. Alternativamente; pueden usarse recibos de fideicomisos o de almacenes para asegurar el préstamo. Estos métodos de usar inventarios como garantía se estudian; a continuación.

Embargo colectivo del inventario

El embargo colectivo del inventario proporciona a la institución prestamista un embargo de todos los inventarios del prestatario. Sin embargo, este puede vender los inventarios y de ese modo puede reducirse el valor del colateral.:

Recibos de fideicomiso

A causa de la debilidad de la financiación por medio del embargo colectivo del inventario, se usa otro tipo de garantía, el recibo de fideicomiso. Un recibo de fideicomiso es un instrumento que reconoce que el prestatario retiene los bienes en fideicomiso para el prestamista. Cuando se usan recibos de fideicomiso, la empresa prestataria, al recibir fondos del prestamista, expide un recibo de fideicomiso de los bienes, Estos pueden guardarse en un almacén público o en los locales del prestatario, El recibo de fideicomiso dispone que los bienes se mantienen en fideicomiso para el prestamista o se separan en los locales del prestatario a disposición del prestamista, y el producto de la venta de los bienes mantenidos bajo recibos de fideicomiso se transmite al prestamista al final de cada día. La financiación de los distribuidores de automóviles es el mejor ejemplo de financiación por depósito en fideicomiso.

Un defecto de la financiación por recibos de fideicomiso es el requisito de que un recibo debe expedirse para bienes específicos. Por ejemplo, si la garantía con sacos de granos de café sin tostar, los recibos de fideicomiso tendrían que indicar los sacos por número, Para ser válidos los recibos de fideicomiso, la institución prestamista tendría que enviar a un hombre a los locales del prestatario para comprobar que los números de los sacos están correctamente anotados en una lista. Además, complejos requisitos legales de los recibos de fideicomiso requieren la atención de un funcionario bancario. Los problemas se complican si los prestatarios están a gran distancia geográfica del prestamista.

Para evitar estos inconvenientes, el almacenamiento en el campo se está generalizando como método de garantizar préstamos con inventario.

2.- CONTENIDOS MOMENTO DOS

MERCADOS, INTERMEDIARIOS E INSTRUMENTOS FINANCIEROS A LARGO PLAZO

2.1.- FINANCIACIÓN A LARGO PLAZO

Normalmente, la financiación a largo plazo se lleva a cabo mediante la emisión de bonos o mediante arrendamientos con opción de compra. Los bonos que no están avalados por algún activo se suelen denominar obligaciones. Dado el riesgo que comportan, las obligaciones implican una mayor tasa de rendimiento. Las emisiones de bonos garantizados implican que éstos están avalados por algún activo, por lo que rinden menores intereses. El arrendamiento con opción de compra es parecido a la emisión de una deuda, con la diferencia de que el título de propiedad del activo no se cede a la empresa que efectúa el arrendamiento. Este tipo de financiación está aumentando gracias a sus mayores ventajas impositivas, que no poseen los demás medios de financiación.

En algunas ocasiones, la emisión de bonos a largo plazo permite al comprador adquirir posteriormente acciones ordinarias de la empresa. Estos bonos convertibles permiten que el poseedor de los bonos los intercambie por un determinado número de acciones ordinarias. Algunas obligaciones permiten que el poseedor de los bonos compre acciones ordinarias a un precio inferior. Desde el punto de vista de la corporación, los bonos convertibles dan lugar, a su vencimiento, a una ampliación de capital, mientras que las obligaciones preferentes seguirán siendo una deuda pero también supondrán una ampliación de capital en el futuro.

Las acciones preferentes son, de alguna manera, parecidas a los bonos. Se venden con un determinado valor (a la par), se paga una cantidad determinada anualmente y, en caso de quiebra, otorgan el derecho de acudir a la liquidación de los activos por delante de los propietarios de acciones ordinarias. En otros aspectos son análogas a las acciones ordinarias: no hay que pagar dividendos si la empresa no tiene suficiente efectivo, y los dividendos que se pagan pueden ser mayores en caso de que los beneficios de la empresa aumenten. Por su parte, los bonos rinden un cupón fijo y obligatorio todos los años. Los compradores de acciones preferenciales obtienen ventajas fiscales que no tienen los que compran bonos. Estas ventajas fiscales hacen que las empresas emitan acciones preferenciales, que además comportan menores costes para el emisor.

Los auténticos propietarios de una corporación son los tenedores de acciones ordinarias; reciben la totalidad de los beneficios, descontados los pagos de intereses de las deudas y el pago de dividendos a las ³acciones preferentes. Estos beneficios se distribuyen de dos formas: como efectivo, en forma de dividendos a los accionistas, y como incremento del valor de las acciones ordinarias. Este aumento (o disminución) del precio de las acciones ordinarias puede tener dos causas: 1) La reinversión de los beneficios, para aumentar el crecimiento de la corporación o permitir el logro de otros objetivos, aumenta el valor total de los activos de la

³ GITMAN Pag.619-650

empresa, y por tanto, el valor de sus acciones. Si, por ejemplo, se retiene una determinada cuantía de los ingresos por cada acción de la empresa, el valor de cada acción debe aumentar en la misma cuantía. 2) El cambio en las expectativas de los accionistas sobre los beneficios potenciales futuros de la empresa hará que el precio de las acciones varíe. El rendimiento obtenido por un accionista viene dado por el dividendo percibido más las ganancias (pérdidas) del valor de las acciones.

Por otra parte, en distintos grados, todas las empresas operan dentro del sistema financiero, el cual está integrado por diferentes instituciones y mercados que dan servicios a empresas, personas y gobiernos. Cuando una compañía invierte temporalmente fondos ociosos en activos negociables, entra en contacto directo con los mercados financieros. Sobre todo la mayoría de las empresas recurren a los mercados financieros para que les ayuden a financiar sus inversiones en activos.

Los activos financieros existen en una economía, porque, los ahorros de varias personas, corporaciones y gobiernos durante un lapso de tiempo difieren de sus inversiones en activos fijos. Estos últimos se refieren a casas, edificios, equipo, inventarios y bienes duraderos. Si los ahorros fueran iguales a las inversiones en activos fijos para todas las unidades económicas en una economía durante todos los periodos, no habría financiamiento externo, activos financieros, dinero o mercados de capital.

Todas las unidades de la economía serían autosuficientes. El gasto corriente y las inversiones en activos fijos se pagarían con el ingreso corriente.

Un activo corriente se crea solo cuando la inversión de una unidad económica en activos fijos excede sus ahorros y financia este exceso mediante la contratación de empréstitos por la emisión de acciones.

Evidentemente, otra unidad económica debe estar dispuesta a otorgar los préstamos. Esta interacción de prestatarios y prestamistas determinan las tasas de interés. En la economía en general, las unidades con excedente en ahorros (aquellas cuyos ahorros rebasan sus inversiones en activos fijos) proporcionan fondos a las unidades con déficit en ahorro (aquellas cuyas inversiones en activos fijos rebasan sus ahorros). Este intercambio de fondos se hace evidente con los instrumentos de inversión, o valores, que representan activos financieros para los tenedores y pasivos financieros para los emisores.

El propósito de los mercados financieros es una economía consistente en asignar de manera eficiente el ahorro a los usuarios finales. Si las unidades económicas que ahorran fueran las mismas que participan en la creación del capital, las economías podrían prosperar sin mercados financieros. Sin embargo, en las economías modernas las empresas no financieras utilizan más de sus ahorros totales para invertirlos en activos fijos, por otra parte la mayoría de las familias tienen ahorros totales superiores a sus inversiones totales. La eficiencia implica reunir a los inversionistas finales en activos fijos y a los ahorradores finales al costo más bajo y con los menores inconvenientes posibles.

MERCADOS FINANCIEROS

Se pueden identificar y definir los mercados en función de los segmentos que los conforman, esto es, los grupos específicos compuestos por entes con características homogéneas. El mercado está en todas partes donde quiera que las personas cambien bienes o servicios por dinero. En un sentido económico general, mercado es un grupo de compradores y vendedores que están en un contacto lo suficientemente próximo para las transacciones entre cualquier par de ellos.

GRÁFICO 3

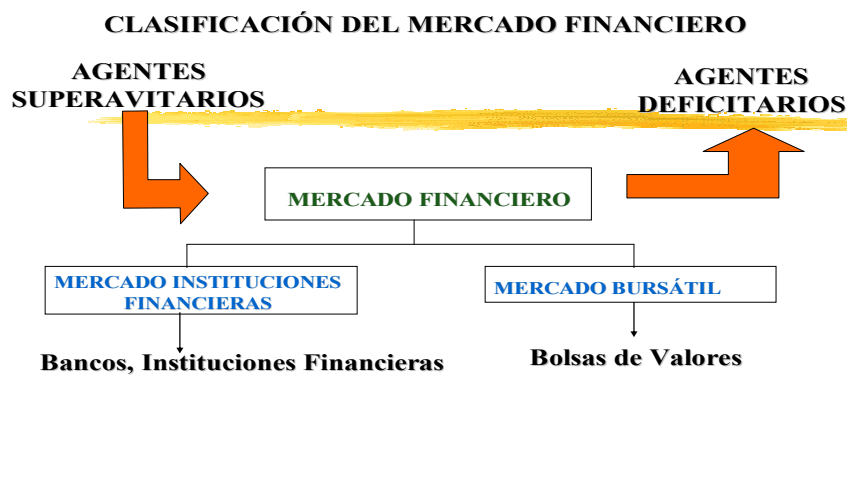
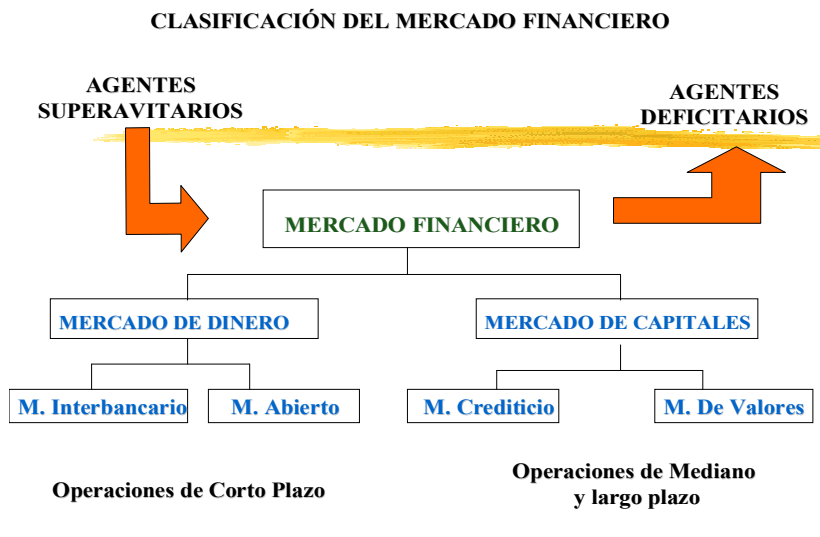


GRÁFICO 4



2.2.1.- TIPOS DE MERCADOS

Del mercado primario

Es aquel en que los compradores y el emisor participan directamente o a través de intermediarios, en la compraventa de valores de renta fija o variable. Y se determina los precios ofrecidos al público por primera vez.

Del mercado secundario

Comprende las operaciones o negociaciones que se realizan con posterioridad a la primera colocación, por lo tanto, los recursos provenientes de aquellas, lo reciben sus vendedores.

El mercado de capitales es aquél donde se negocian los títulos-valores que se emiten a medio y largo plazo.

En los mercados de capitales se negocian títulos emitidos, que financian inversiones reales, lo cual no significa que invertir en dichos títulos, también sea una inversión real, ni a largo plazo.

Está conformado por una serie de participantes que, compra y vende acciones e instrumentos de crédito con la finalidad de ofrecer una gama de productos financieros que promuevan el ahorro interno y fuentes de capital para las empresas. Los mercados de capitales son una fuente ideal de financiamiento por medio de la emisión de acciones y otros títulos valores, con el fin de mantener balanceada la estructura de capital de la empresa.

A los mercados de capitales concurren los inversionistas (personas naturales o jurídicas con exceso de capital) y los financistas (personas jurídicas con necesidad de capital). Estos participantes del mercado de capitales se relacionan a través de los títulos valores, estos títulos valores pueden ser de renta fija o de renta variable.

El mercado de futuros Es decir, hay una promesa de comprar o vender valores, productos o servicios en una fecha futura, a precios que fueron fijados en el contrato de compra – venta.

Mercados de deuda pública, los títulos emitidos por organismos públicos (gubernamentales o estatales) no financieros, se tratan como activos sin riesgo. Esto, es así, porque existe una probabilidad casi nula de que el ente emisor entre en bancarrota o deje de devolver, por algún motivo, el capital invertido.

Esto es una ventaja para el emisor, puesto que la ausencia de riesgo le permite obtener un tipo de interés más reducido que a otros agentes económicos. Esto conllevaría una mayor rentabilidad neta en aquellas inversiones financiadas directamente con capital público, al margen del aireado debate acerca de la eficiencia en las empresas públicas. En la actualidad, gracias a las cualidades de los títulos que se negocian, los mercados de deuda pública son más bien un instrumento de política económica que de financiación de los Estados, pues permite la intervención de la Autoridad monetaria para controlar los tipos de interés y, de una

forma más solapada, sirve para infundir estabilidad en los mercados, gracias a la disminución del riesgo conjunto.

Mercados del dinero se realizan las operaciones de política monetaria, para tratar de equilibrar las tasas de inflación con la de interés, mediante operaciones en el mercado interbancario. El sistema bancario es uno de los tipos de agentes más implicados en los mercados de activos líquidos.

La estabilidad de precios es un objetivo importante, a veces antagónico con la rentabilidad real de las inversiones, por eso se considera necesario intervenir en este tipo de mercados.

El mercado de divisas, es el que permite que la banca pueda comprar y vender billetes y monedas extranjeras -es decir, divisas- tanto para cubrir las operaciones comerciales como para fines especulativos de financiación, inversiones internacionales, etc. totalmente liberalizado con la supresión de las políticas cambiarias estatales, depende en buena medida de los mercados monetarios y de capitales, aunque en ellos también realiza operaciones la autoridad monetaria de cada país, a fin de mantener o modificar la paridad, mediante la compra o venta de divisas. En este mercado se articula la política monetaria común, a favor de un determinado tipo de cambio. Es otro ejemplo de intervención necesaria para fomentar el intercambio comercial y turístico, en la medida en que los tipos de cambio de la divisa sean más estables.

Mercado de efectivo: En este mercado, la obligación de concretar la operación (de transferencia) se hace en el acto o en el término de 24 a 48 horas. Ejemplos de estos mercados son los mercados de Spot o de contado.

Mercado de derivados: Se denominan así ya que el precio del activo financiero que se comercializa está ligado al precio de un activo denominado subyacente. Aquí la obligación de concretar la operación no se hace en el acto sino que se perfecciona en el futuro.

Entre ellos se encuentran:

Los futuros o Foward: Se establece entre dos partes que convienen en transar un activo o instrumento financiero a un precio determinado en un momento preestablecido también determinado. Ambas partes tanto la que conviene en comprar como la que quiere vender están obligados a proceder de esa forma. En el momento futuro entonces se lleva a cabo la operación más allá de que el precio suba o baje del valor preestablecido.

2.3.- CLASIFICACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIERO

DIRECTOS E INDIRECTOS:

Directos: las familias o negocios, van directamente a invertir en las empresas y, les ofrecen sus recursos. Se refiere, a cuando la entidad financiera (emisora) realiza la

colocación primaria, esta colocación de títulos valores es adquirida por la unidad superavitaria, la cual luego puede revender este activo financiero en el mercado secundario.

Indirectos: cuando en el mercado aparece algún intermediario (agentes financieros, intermediarios financieros).

Los Agentes Especialistas ponen en contacto a las familias o negocios que tienen recursos, con aquellas empresas que necesitan dichos recursos. Hay que equilibrar la voluntad de invertir, con la necesidad que tienen las empresas emisoras.

Los Agentes Especialistas buscan a esas unidades de con superávit en el lugar que se adecue a su voluntad de inversión. Todo ello es costoso, por tanto, recibirá una serie de comisiones.

Los recursos financieros que salen de la unidad con superávit llegan en la misma cantidad a la unidad con déficit. Los Agentes Especialistas tan sólo cobran una serie de comisiones, pero sin tocar los recursos, ni los títulos financieros.

Los Intermediarios Financieros (Bancos, Cajas de Ahorro,...) reciben el dinero de las unidades con superávit, ofrecen a las empresas con déficit financiero estos recursos. El banco paga un tipo de interés mucho más pequeño, que el que cobrará a la empresa que pida el préstamo.

Si suponemos un Fondo de Inversión: las familias ponen sus recursos en el fondo de inversión para poder participar en los beneficios de dichos fondos, es decir, la familia da un dinero por unas participaciones. El fondo de inversión ofrece dicho dinero junto con el de otras familias a la unidad con Déficit, la cual a cambio entrega unos títulos a cambio de dichos recursos. Esos títulos van a formar parte de la cartera del fondo de inversión de renta variable. Pero el fondo de inversión no ofrece dichos títulos de la unidad de Gasto con Déficit, sino que ofrece unas participaciones que dependerán de la cartera del fondo de inversión.

LIBRES Y REGULADOS

Libres: no existe ninguna restricción (ni en la entrada, ni en la salida del mercado, ni en la variación de los precios).

Regulados: existen ciertas regulaciones o restricciones, para favorecer el buen funcionamiento del mercado financiero.

ORGANIZADOS Y NO INSCRITOS:

Organizados: cuenta con algún tipo de reglamentación. En los mercados organizados existen normas reglamentadas para su funcionamiento, tanto para la entrada como para la salida de los participantes, así como de calidad sobre los activos que se negocian, y específicas sobre la formación de los precios, y las que afectan a la información y publicidad de la misma. El clásico mercado financiero que se adapta a estas características son los denominados mercados bursátiles.

Los mercados financieros organizados, también suelen clasificarse distinguiendo entre mercados de contratación continuada o bien de forma discontinua en el tiempo en el que están abiertos.

No inscritos: no cuentan con una reglamentación (o extrabursátiles). Donde el precio que se forma no es un precio de mercado, sino un precio de referencia que solo indica el acuerdo de las partes. Generalmente son mercados de búsqueda directa.

De Subasta: Son aquellos mercados en los cuales, compradores y vendedores de activos o instrumentos financieros se reúnen en un lugar central para llevar adelante sus transacciones (lugar físico).

Over The Counter (OTC): Son aquellos mercados que se caracterizan en que los agentes que operan en el, no lo hacen en un recinto físico, sino ubicados en diferentes lugares.

CENTRALIZADOS Y DESCENTRALIZADOS:

Centralizados: existe un precio único y, básicamente, un lugar único de negociación.

Pese a sus evidentes ventajas frente a las formas organizativas previamente citadas, el mercado de especialistas no está exento de inconvenientes. Derivados en primer lugar, de que puede seguir siendo costoso averiguar qué especialista ofrece el mejor precio, en particular si su número es elevado. En segundo lugar, derivan de la existencia del diferencial entre los precios de compra y de venta que practican los especialistas, diferencial que, en parte, podría repartirse entre comprador y vendedor, si existiera un procedimiento con costes menores que dicho diferencial, capaz de asegurar la agilidad de las transacciones.

Descentralizados: La forma organizativa del sistema de cotización-contratación más elemental es la búsqueda directa. En ella, quien desea comprar o vender un instrumento financiero debe localizar, por sus propios medios, a los potenciales vendedores o compradores. En estas condiciones, es costoso acceder individualmente a una información actualizada y completa.

2.4.- INTEGRACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS:

Se integran en:

MERCADO NACIONAL

Doméstico: Tanto los emisores como los inversores de activos financieros están domiciliados en el país en donde se efectúa la transacción.

Externo: La transacción se efectúa en el país pero los emisores de los activos financieros no son domiciliados en el país.

MERCADO INTERNACIONAL

Euromercados: O también conocidos como mercados **OFF-SHORE**, son aquellos en los que los activos financieros son ofrecidos fuera del país sede del emisor y, adquiridos por un inversor también domiciliado fuera del país sede del emisor

OPERACIONES

Para clasificar los principales tipos de transacciones u operaciones que pueden realizarse en los mercados financieros, un criterio básico es en función del número de compraventas a que se refieren los compromisos adquiridos en la fase de contratación. Si dichos compromisos se refieren a una sola compraventa, se trata de operaciones simples, que se subdividen en operaciones al contado, cuando se acuerda que entre la fecha de contratación y la de liquidación medie un número determinado de días naturales o hábiles y, operaciones a plazo, cuando media un número superior de días.

FASES

El proceso para realizar la compraventa de un instrumento financiero en su correspondiente mercado abarca diversas fases: en este sentido;

Fase de cotización: en la que oferentes y demandantes indican, con carácter firme u orientativo, a qué precio y por qué cantidad están dispuestos a operar.

Fase de contratación (o negociación): se produce el acuerdo entre oferentes y demandantes, quedando fijadas las obligaciones de ambas partes: básicamente la del vendedor, de entregar el instrumento financiero contratado, y la del comprador, de pagar el precio acordado, normalmente en una fecha fija.

Fase de liquidación: vendedor y comprador cumplen sus compromisos recíprocos asumidos en la contratación, normalmente mediante la transferencia efectiva del instrumento financiero y del dinero.

Además de estas fases imprescindibles, entre la contratación y la liquidación puede existir otra,

Fase de compensación: destinada a transformar en saldos netos los saldos brutos pendientes de liquidar, consecuencia de las operaciones contratadas.

2.5- CARACTERÍSTICAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Amplitud: número de títulos financieros que se negocian en un mercado financiero. Cuantos más títulos se negocien más amplio será el mercado financiero.

Profundidad: existencia de curvas de oferta y demanda por encima y por debajo del precio de equilibrio que existe en un momento determinado. Si existe gente que sería capaz de comprar a un precio superior al precio y, si existe alguien que está dispuesta a vender a un precio inferior.

Flexibilidad: capacidad que tienen los precios de los activos financieros, que se negocian en un mercado, a cambiar ante una eventualidad que se produzca en la economía.

Transparencia: posibilidad de obtener la información fácilmente. Un mercado financiero será más transparente cuando más fácil sea obtener la información.

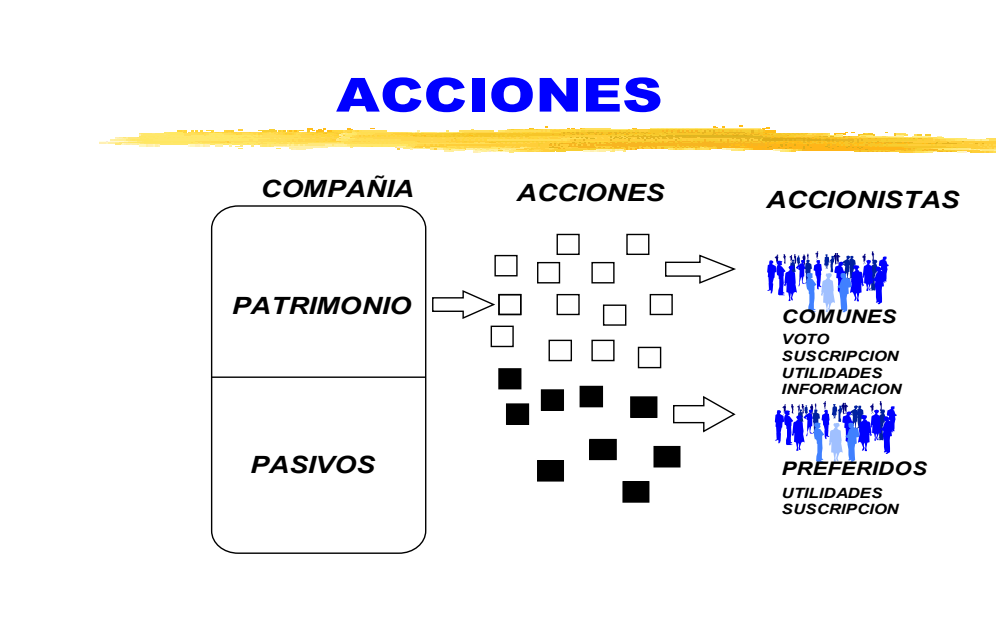
2.6.- INSTRUMENTOS FINANCIEROS A LARGO PLAZO (ACTIVOS FINANCIEROS)

2.6.1.- CLASES DE TÍTULOS VALORES

“Casi todos los títulos valores que se negocian en los mercados secundarios pertenecen a uno de los siguientes dos grandes grupos: **bonos o acciones**. Los bonos son instrumentos crediticios, (deuda emitida normalmente por el Gobierno o las empresas): a cambio de cierta cantidad de dinero, proporcionan un rendimiento fijo. Las características más importantes de los bonos son su valor facial (o a la par), su fecha de vencimiento y la tasa de cupón. El valor facial refleja la cantidad de efectivo total que se pagará al propietario del bono a la fecha de vencimiento, que va desde los tres meses hasta los 30 años. Antes del vencimiento, cada año se paga el cupón, que es la tasa de cupón multiplicada por el valor facial. Este cupón es el beneficio que obtiene el poseedor del bono. Se fija por primera vez en el mercado primario, y no podrá cambiarse en función de los tipos de interés prevaletientes en cada momento en la economía. Sin embargo, lo que sí varía es el precio de mercado del bono. Cuando el cupón es igual al tipo de interés medio que se está pagando en ese momento, el precio de mercado del bono será igual a su valor facial. Cuando el cupón es mayor que los tipos de interés que se están pagando, el bono se venderá a un precio superior al del valor facial (sobre la par). Cuando el cupón que se paga es inferior al tipo de interés del mercado, el bono se venderá con descuento (bajo la par). El pago del cupón constituye una obligación legal, por lo que el impago puede provocar la quiebra del emisor.

Las acciones preferentes son parecidas a los bonos, ya que tienen un valor facial y proporcionan un dividendo predeterminado (parecido al cupón de los bonos). La diferencia estriba en que las acciones preferentes, a diferencia de los bonos, no tienen un plazo de vencimiento, y en que se puede no pagar los dividendos anualmente durante varios años, sin que ello implique la quiebra del emisor. Las acciones ordinarias no tienen ni plazo de vencimiento ni dividendos anuales estipulados. Estos títulos valores tienen un periodo de vida ilimitado, y sólo se pagarán dividendos si el emisor obtiene unos beneficios satisfactorios. Dado que los rendimientos de los bonos son los más seguros, constituyen la inversión menos arriesgada, pero a su vez tienen un menor rendimiento. Las acciones preferentes comportan mayores riesgos que los bonos, pero menores que los que comportan las acciones ordinarias. Éstas son las más arriesgadas, por lo que su tasa de rendimiento esperada es también la más elevada.

GRÁFICO 5



Los agentes que emiten títulos valores pueden dividirse en públicos y privados. Los emisores privados pueden ser individuos, sociedades y corporaciones. Los emisores públicos pueden ser distintas instituciones gubernamentales.

GRÁFICO 6

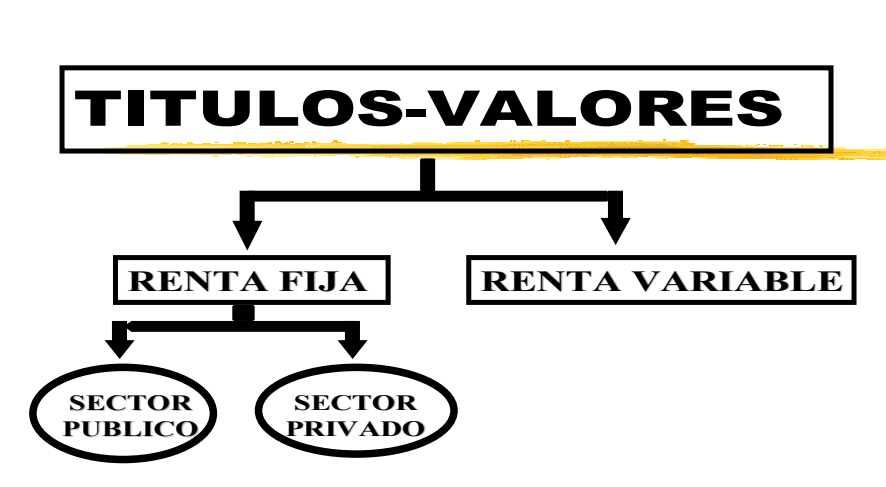


GRÁFICO 7



El Activo Financiero a largo plazo por lo general es un documento legal que representa una inversión o un derecho económico para quien está entregando el dinero y es un mecanismo de financiación para quien lo está emitiendo, en otras palabras, recibiendo el dinero en préstamo.

También existen otros tipos de Activos Financieros que no necesariamente son documentos.

La entidad o persona que expide este documento llamado emisor, adquiere una obligación de carácter económico con la persona o entidad que adquiere el Título, y este último a su vez espera recibir una renta o retorno por la inversión realizada, este se denomina beneficiario.

Estas obligaciones o títulos pueden ser:

BONOS:

Son títulos emitidos para financiar la empresa. Se emiten por un valor, colocándose generalmente con un descuento sobre el valor del título. Durante su vida útil, devengan un interés fijo y estipulado de antemano. Al vencimiento se redimen por su valor nominal, y en algunos casos existen los cupones que consisten en el pago de intereses en períodos de tiempo entre la emisión y la redención. Su plazo mínimo es de un año.

Además de los bonos tradicionales existen bonos con características especiales como:

Bono a Descuento: Obligación cuyo valor de emisión, o precio de cotización, es inferior al valor nominal del título.

Bono Basura o Junk Bonds: Bonos de alto riesgo que tienen baja calificación crediticia.

Bono Convertible: Es un bono cuyas cláusulas permiten que este sea convertido en acciones de la empresa que lo emitió a un valor fijo de intercambio.

ACCIONES:

Título representativo del valor de una de las fracciones iguales en que se divide el capital social de una sociedad de Capital (Anónima o en Comandita por Acciones). Sirve para acreditar y transmitir la calidad y los derechos de socio propietario, en proporción con el monto de acciones suscritas, el derecho de voto en las asambleas generales de accionistas que pueden por lo mismo influir en la redacción, aprobación modificación y reforma de los estatutos de la sociedad en la designación de los altos directivos y en otras decisiones importantes; así mismo, su importe manifiesta el límite de la obligación que contrae el tenedor de la acción ante terceros y ante la empresa. La rentabilidad generada por las acciones se da por medio de dos sistemas:

Valorización: De acuerdo con el comportamiento de la Economía y de la empresa el valor de la acción aumenta o disminuye; hallando la diferencia entre el valor final y el valor inicial de un período, se halla la valorización (si es positiva) o la desvalorización (si es negativa) de la inversión.

Dividendo: Es el derecho de los tenedores de acciones a recibir su participación correspondiente de las utilidades de la empresa, a través del pago del dividendo. Los dividendos pueden ser entregados en efectivo, en acciones o en especie.

Según las características de participación en las decisiones y de participación en las utilidades las acciones pueden ser:

Acciones Ordinarias: Son acciones que confieren iguales derechos a los socios o accionistas, en cuanto a voto y recibir un dividendo con base en las utilidades actuales, previa aprobación por parte de la asamblea.

Acción Preferencial: Tipo de acción que otorga el derecho a voto sólo en las asambleas generales o extraordinarias de accionistas, reunidas para tratar sobre la prórroga de la duración de la sociedad, su disolución anticipada, cambio de objeto social o nacionalidad, transformación o fusión de la misma. También reciben el nombre de acciones de voto limitado. Se denominan Preferencial porque de acuerdo a la ley se les debe otorgar prelación en el pago de utilidades y del patrimonio social, en el caso de liquidación, respecto de las acciones ordinarias.

Acciones a la Orden: Son las transmisibles mediante la entrega del título debidamente endosado por su titular.

Acciones al Portador: Son las suscritas anónimamente. Pueden ser traspasadas por simple compraventa en la Bolsa de Valores. Otorgan a su poseedor el carácter de socio en la proporción por ellas representadas. Se transmiten por la simple entrega del título.

Títulos de Tesorería: Son títulos que emite la Tesorería Nacional para cubrir déficit fiscal; generalmente son valores que se emiten a corto plazo (entre 1 y 7 años), tienen alta liquidez en el mercado secundario ya que el riesgo con el gobierno se supone cero. Son títulos nominativos y expedidos a la orden.

Aceptaciones Bancarias: Son letras de cambio giradas por un comprador de mercancías o bienes muebles a favor del vendedor de los mismos. Estas letras se convierten en Aceptaciones Bancarias o Financieras cuando el girador de la letra, (el comprador o importador), negocia con el banco, corporación financiera, corporación de ahorro y vivienda o compañía de financiamiento comercial la aceptación de la responsabilidad por el pago oportuno de la letra. El plazo máximo de estos papeles es de 360 días.

Papeles Comerciales: Título de crédito en el cual un emisor promete pagar una cierta cantidad de dinero a los tenedores de éste a la fecha del vencimiento. Estos son emitidos a corto plazo (entre 15 y 270 días) por sociedades anónimas que han obtenido previamente la autorización correspondiente de la Comisión Nacional de Valores, para ofrecerlos al público.

Títulos de Capitalización: Es un sistema de ahorro mediante la constitución de capitales determinados a cambio de desembolsos únicos o periódicos, con el atractivo de sorteos periódicos que consisten en determinado número de veces el desembolso al que se hace referencia.

Pagaré: Título valor mediante el cual una persona se obliga a pagar cierta suma de dinero en una fecha determinada. Generalmente, este documento se utiliza para respaldar todo tipo de préstamos. Este puede o no contar con garantías específicas, en donde el emisor fija la periodicidad de los pagos bajo el esquema de amortizaciones o en su defecto puede ser pagado al vencimiento.

Los Títulos de Renta Fija son los que confieren el derecho a cobrar intereses fijos en forma periódica, es decir, su rendimiento se conoce con anticipación.

Los Títulos de Renta Variable son los que generan rendimiento o pérdida dependiendo de los resultados o circunstancias de la sociedad emisora y, por tanto no puede determinarse anticipadamente su rentabilidad, si no, al cierre del ejercicio económico.

Además los títulos valores pueden negociarse, primaria, o secundariamente. La negociación primaria, es cuando los títulos valores emitidos por primera vez, se los coloca original y directamente al público que desea realizar la inversión

La emisión secundaria comienza cuando los instrumentos financieros o títulos valores que se han colocado en el mercado primario, son objeto de negociación en segunda instancia (reventa por parte del tenedor original). Estas negociaciones se realizan generalmente en las Bolsas de Valores.

LEASING:

Es un método de financiación mediante el cual el acreedor compra y deprecia el bien que requiere el deudor, y este último tiene su usufructo, reconociéndole al acreedor un canon de arrendamiento. El Leasing se denomina financiero. Si no existe, recibe el nombre de Leasing operacional.

2.8.- TIPO DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Inversionistas institucionales

Son las instituciones del sistema financiero públicas y privadas, cooperativas y mutualistas de ahorro, Administradoras de Fondos y fideicomiso, en atención a que el giro principal de aquellas es la realización de inversiones en valores u otros bienes.

Sociedades administradoras de fondos y fideicomisos.

Por el contrato de fideicomiso mercantil una o más personas llamadas constituyentes o fideicomitentes transfieren de manera temporal e irrevocable, la propiedad de bienes muebles e inmuebles corporales o incorporales, que existen o que se esperan que existan , a un patrimonio autónomo , para que una administradora de fondos y fideicomisos , que es su fiduciaria , cumplan con las finalidades específicas instituidas en el contrato de constitución, bien a favor de propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario.

Fondos de Inversión:

Fondo de Inversión es el patrimonio común, integrado por aportes de varios inversionistas, personas naturales o jurídicas, y las asociaciones de empleados legalmente reconocidas, para su inversión en los valores, bienes y demás activos que la ley permite, correspondiendo la gestión del mismo a una compañía administradora de fondos, que actuará por cuenta y riesgo de sus aportantes o partícipes

A través de una sociedad de inversión es posible participar activamente en instrumentos de deuda corporativa, deuda gubernamental, instrumentos bancarios, instrumentos de cobertura contra riesgo de tipo de cambio dólar americano y

cobertura contra inflación, entre otros. Una sociedad de inversión constituye un portafolio de inversión con un objetivo definido, que se adecua al perfil y necesidades de cada inversionista dentro del cambiante entorno del mercado financiero. Según sus características estos pueden ser:

Fondos Comunes de Valores: Su objetivo es realizar inversiones exclusivamente en Valores, por cuenta y riesgo de los participantes o aportantes, sean estas personas naturales o jurídicas.

Fondos de Inversión Abiertos: Son aquellos cuyo patrimonio es variable y en los que las cuotas de participación colocadas entre el público son redimibles directamente por el fondo y su plazo de duración es indefinido.

Fondos de inversión cerrados: Son aquellos cuyo patrimonio es fijo y las cuotas de participación colocadas entre el público no son redimibles directamente por el fondo, salvo en las circunstancias y procedimientos dispuestos por reglamentos.

Fondos de inversión financieros: son aquellos que tienen la totalidad de su activo invertido en Valores u otros instrumentos representativos de activos financieros.

Fondos de inversión no financieros: son aquellos cuyo objeto principal es la inversión en Valores representativos de activos de índole no financiera ya sean por resultado de un proceso de Titularización o de otro tipo de procesos expresamente autorizados por reglamento.

Bancos Comerciales:

Obtienen su financiamiento de depósitos y los utilizan para efectuar préstamos comerciales a empresas, al consumo o hipotecarios, como también para emitir papeles públicos. Realizan todas las operaciones activas pasivas y de servicios

Sociedades de Ahorro y préstamo para vivienda u otros inmuebles

Obtienen su financiamiento de depósitos (en los cuales el ahorro es condición necesaria para el otorgamiento de préstamos) que los destinan a la constitución de préstamos hipotecarios. Conceden créditos para ser destinados la adquisición, construcción, ampliación, reforma, etc., de inmuebles urbanos o rurales y la sustitución de gravámenes hipotecarios constituidos con igual destino. Efectúan inversiones de carácter transitorio en colocaciones fácilmente liquidables. Otorgan avales, fianzas u otras garantías.

Bancos Hipotecarios:

Reciben depósitos de participación en préstamos hipotecarios y cuentas especiales, emiten obligaciones hipotecarias, Conceden créditos para ser destinados la adquisición, construcción, ampliación, reforma, etc., de inmuebles urbanos o rurales y la sustitución de gravámenes hipotecarios constituidos con igual destino, otorgan avales, fianzas u otras garantías, efectúan inversiones transitorias en colocaciones

fácilmente liquidables y obtienen créditos del exterior y actúan como intermediarios de créditos obtenidos en moneda local y extranjera.

INSTITUCIONES INTERMEDIARIAS DE INVERSIÓN

Captan recursos y los destinan a activos financieros determinados para ser invertidos

Bancos de Inversión:

Otorgan avales, fianzas u otras garantías, realizan inversiones de carácter transitorio en colocaciones fácilmente liquidables, obtienen créditos del exterior y actúan como intermediarios de créditos obtenidos en moneda local y extranjera, realizan inversiones en Bolsa Valores a efectos de pre-financiar sus emisiones y colocarlas, dan en locación bienes de capital adquiridos con tal objeto, conceden créditos a mediano y largo plazo y limitadamente a corto plazo, emiten bonos, obligaciones y certificados de participación en los préstamos que otorguen.

INSTITUCIONES DE AHORRO CONTRACTUAL

Captan recursos por medio de instrumentos contractuales

Compañías de Seguros de Vida:

Aseguran a las personas contra dificultades financieras que sobreviven a las familias luego de su muerte y venden anualidades (pagos anuales hasta el retiro) y los fondos que la gente da como prima son invertidos en portafolios financieros.

Fondos de Jubilaciones y Pensiones

Obtienen fondos de sus afiliados en forma de mensualidades o anualidades, que luego estos van a percibir al retirarse de la vida laboral activa. Los colocan en inversiones de bajo riesgo por lo tanto de baja rentabilidad.

MOMENTO TRES

INTEGRANTES Y PROCESO DE NEGOCIACIÓN EN LOS MERCADOS BURSÁTILES

3.1.- BOLSAS DE VALORES

Bolsa de Valores son corporaciones civiles, sin fines de lucro, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto brindar a sus miembros los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores.

GRÁFICO 8

MERCADO DE DESINTERMEDIACION FINANCIERA

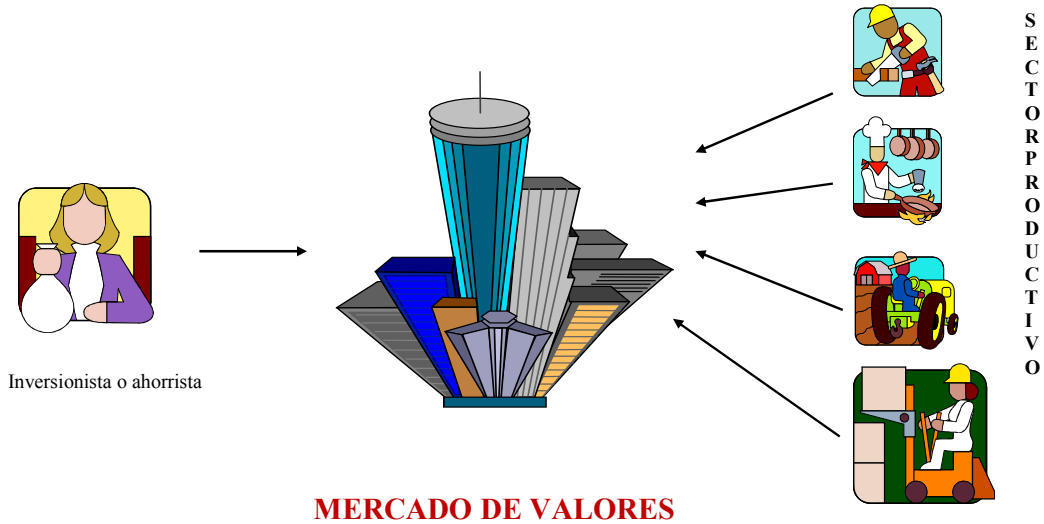
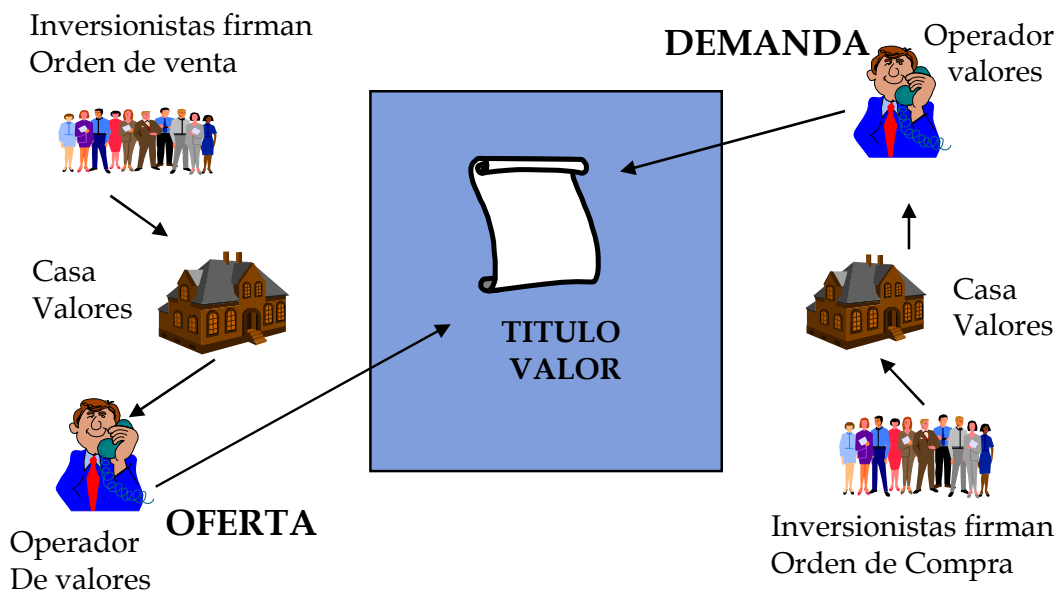


GRÁFICO 9

BOLSA DE VALORES



3.1.1.- RUEDA DE BOLSA

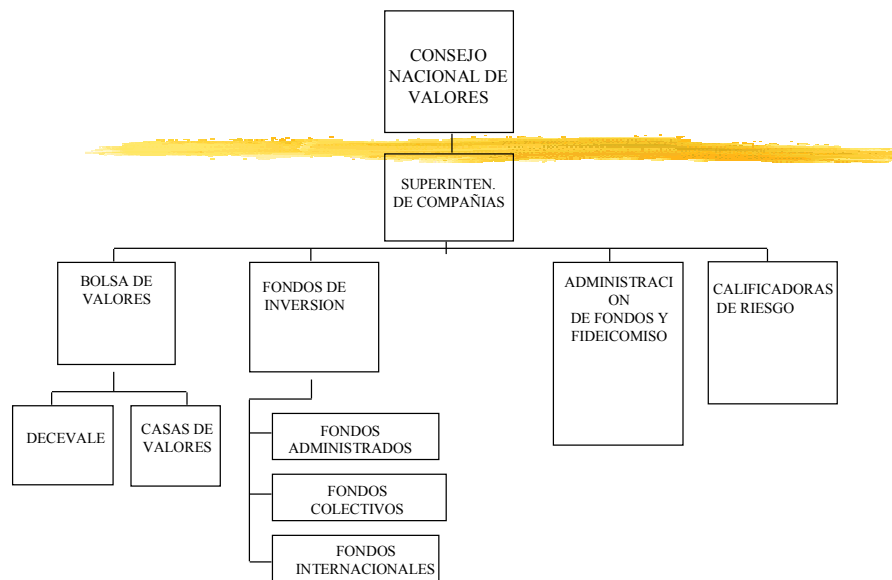
Es la reunión o sistemas de interconexión de operadores de valores, que en representación de sus respectivas casas de valores, realizan transacciones con valores inscritos en la Bolsa.

3.2.- CASAS DE VALORES

Son compañías anónimas autorizadas y controladas por las Superintendencia de Compañías para ejercer la intermediación de valores, cuyo objeto social único es la realización de las actividades previstas en la LMV.

GRÁFICO 10

ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES



INTERMEDIACIÓN Y RESPONSABILIDAD

Las Casas de Valores negociarán en el mercado de valores a través de operadores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, quienes actuarán bajo la responsabilidad solidaria con sus respectivas casas de valores

3.3.- DECEVALE

Son compañías anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías para recibir depósitos, valores inscritos en el Registro de Mercado de Valores, encargarse de su custodia y conservación y brindar los servicios de liquidación y registro de transferencia de los mismos, **y operar como cámara de compensación de valores.**”

GRÁFICO 11

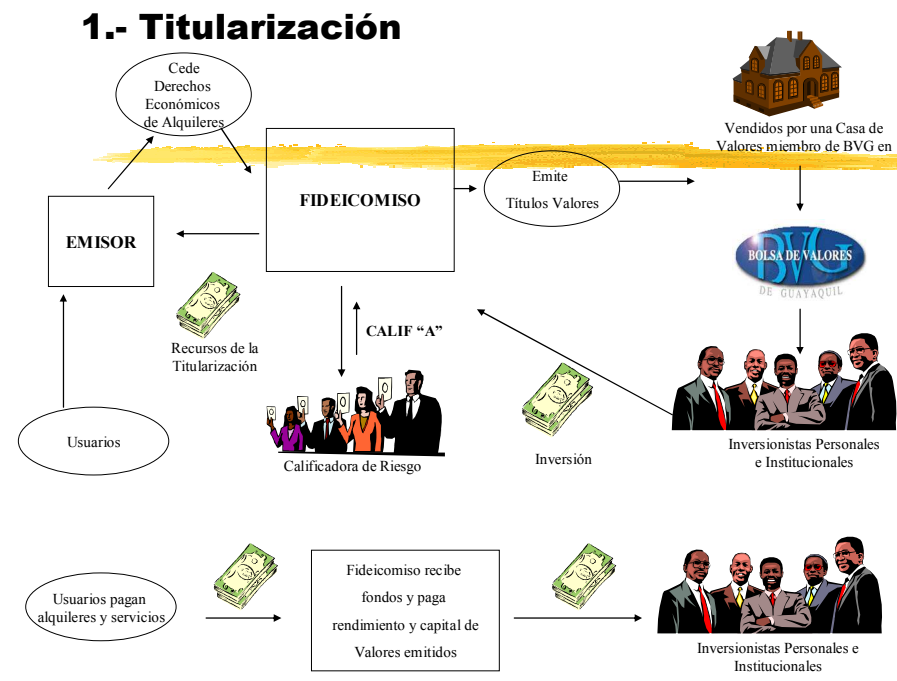


3.4.- TITULARIZACIÓN

Es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo. Intervienen:

- Originador
- Agente de Manejo
- Patrimonio de Propósito Exclusivo
- Comité de Vigilancia.

GRÁFICO 12



3.5.- CALIFICADORAS DE RIESGO

Son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto principal la calificación de riesgo de los valores y emisores

3.5.1.- CALIFICACIÓN DE RIESGO

Es la actividad que realizan entidades especializadas, denominadas Calificadoras de Riesgo, mediante el cual dan a conocer al mercado y público en general su opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el emisor para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores de oferta pública

3.6.- INTERMEDIACIÓN FINANCIERA DEL MERCADO DE VALORES

Mercado de Valores, centro donde se produce el intercambio de activos financieros. Los Mercados Financieros a largo plazo se denominan de manera común Mercados de Capitales. Pero la diferencia fundamental entre los distintos mercados de valores viene dada por el hecho de que se emitan activos financieros (en cuyo caso se denomina mercado primario o de emisión), o que se negocien valores (llamado mercado secundario o de negociación).

En el mercado de emisión a largo plazo los agentes económicos se ponen en contacto con los ahorradores para captar recursos financieros mediante la emisión de títulos valores. Estos títulos deberán tener un plazo de amortización superior a los

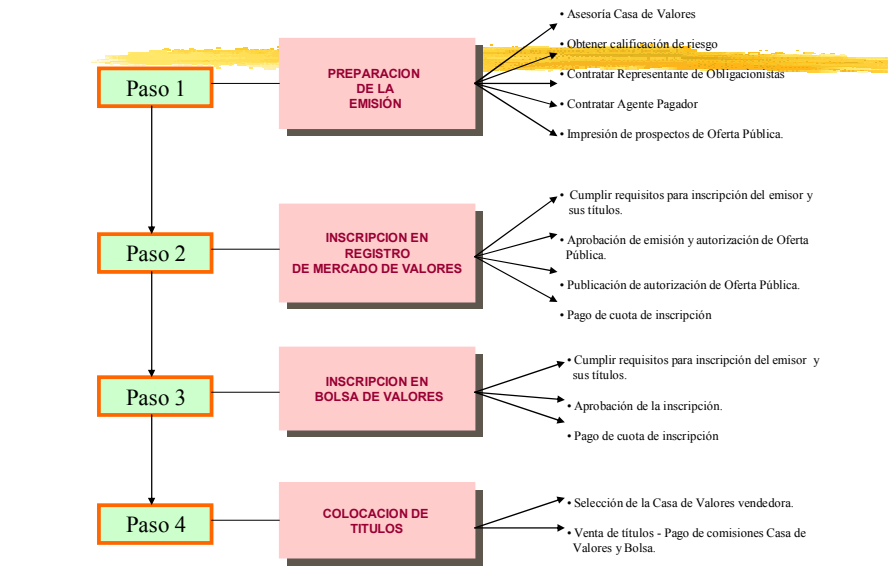
tres años y una parte importante de ellos serán títulos que conceden derecho de propiedad; en este caso no tienen plazo de amortización.

Los mercados secundarios se encargan de poner en contacto entre sí a los ahorradores para que intercambien títulos valores que ya poseen. Facilitan de esta forma la transacción de títulos ya existentes.

El más conocido es la Bolsa de Valores, que es un Mercado Secundario organizado. Por lo general se establece una relación entre los mercados de emisión y los secundarios. Buena parte del éxito de los Mercados de Emisión se debe al buen funcionamiento y a la amplitud de los mercados secundarios. Un buen mercado secundario es la mejor garantía para la colocación de títulos de los mercados de emisión ya que aumentan mucho la liquidez de los mismos. A veces, los mercados secundarios pueden actuar también como mercados de emisión. En los países donde la bolsa está más desarrollada, ésta asume en gran parte el mercado de emisión. Donde hay menor tradición el mercado de emisión y el secundario están separados.

GRÁFICO 13

Pasos para la Emisión de Valores Obligaciones



3.7.- FORMAS DEL MERCADO PRIMARIO PARA COLOCAR ACTIVOS

“Se pueden realizar de modo directo a través del inversor que emite los títulos o bien acudiendo a intermediarios financieros. El primer caso sólo se producirá cuando el inversor tenga garantizada la colocación de sus activos. Sólo cuando el inversor no conoce la función de demanda incurrirá en importantes costes de información. Para evitarlos, acude a la intermediación financiera, en la que podemos distinguir dos tipos de instituciones: por un lado, los Bancos de Inversión o de Negocio y por otro las Sociedades de Valores y Bolsa.

Las formas que toma la relación entre el emisor de títulos y el intermediario son tres: aseguramiento o venta en firme, mediante la cual el intermediario (banco o sociedad) compra de forma directa los valores que la empresa quiere colocar y asume el riesgo de quedarse con los títulos valores; colocación en la que el intermediario se compromete a dar difusión y colocar, en la medida de lo posible, la emisión de títulos de la empresa inversora, pero sin asumir ningún riesgo respecto a los posibles convenidos y cobrando una comisión por cada título vendido; y acuerdos de stand-by, mediante los cuales el intermediario intentará colocar el mayor número posible de títulos emitidos por la empresa inversora; pero, finalizada esta fase de colocación, el intermediario financiero se compromete a comprar los títulos que no haya podido colocar en el mercado, o una parte de ellos, por lo general a un precio especial por debajo del precio de emisión de cada título.

En países europeos como España por ejemplo, existen tres tipos de mercados secundarios: la Bolsa de Valores, el Mercado de Anotación en Cuenta de Deuda pública y otros Mercados Secundarios en los que se negocian opciones y futuros. El principal es la bolsa de valores, donde existen diversos sistemas de contratación. Por un lado podemos distinguir el sistema centralizado del sistema descentralizado. En el primero, la contratación se lleva a cabo mediante tres métodos alternativos: el primer método se denomina ‘de viva voz’ (en inglés, open-out cry), en el que se dicen, a viva voz, las cantidades y precios que se ofrecen, organizándose lo que se conoce como ‘corros’ (los oferentes se reúnen para determinar el precio de venta, que será el máximo posible, mientras que los demandantes de esos títulos se organizan para fijar el precio de compra, que será el mínimo posible); estos grupos están organizados en función de las actividades y de los sectores a los que pertenecen los títulos negociados. Para cada grupo existe una hora de reunión prefijada (por ejemplo, en España, a las 9h10min se reúne el sector comunicaciones, a las 9h25mn las eléctricas, etc.). Cada reunión dura 10 minutos y se produce una única reunión al día. Para que la reunión tenga efecto se tienen que cumplir una serie de condiciones: ningún operador puede ofrecer un paquete de valores a precios más altos que los que ya se han efectuado en el grupo; ningún operador puede demandar valores a precios más bajos que los que ya han sido voceados; en todo grupo o círculo existe un máximo y un mínimo, que representa la banda de fluctuación del precio del título valor; una vez marcadas las bandas, se negocia el precio y la cantidad de equilibrio, en el que la oferta iguala a la demanda; primero se fija el precio y a partir de él se establece la cantidad comprada y vendida a ese precio. Si no se logra acordar un precio no se producirá la compraventa; si predomina la oferta sobre la demanda se dice que existe una posición de papel. Por el contrario, si la demanda supera la oferta se dice que hay una posición de dinero. Con el método de la subasta se venden paquetes de títulos cerrados con precios

prefijados por escrito. Este método se utiliza sobre todo en la Bolsa de París. El método de la contratación automatizada consiste en que el precio de intercambio no se busca en los grupos o círculos, sino con la ayuda de ordenadores que enfrentan las ofertas con las demandas. Este método se está generalizando en todas las bolsas del mundo, sobre todo a partir de lo que se conoce como el big-bang de la Bolsa de Londres de 1987, donde se introdujo por primera vez esta modalidad. El sistema descentralizado se denomina también mercado continuo o CATS (siglas inglesas de Computer Assisted Trading System) y se trata de un sistema de conexión automatizado de la bolsa con los mercados de valores internacionales. Es un sistema poco desarrollado con un reducido volumen de contratación y en el que participan pocos valores internacionales. Su ventaja es que en este mercado los costes de información son muy pequeños; las operaciones del mercado continuo se hacen a través del denominado lote: acciones que se venden en bloque (o por lotes). En la Comunidad Europea, si el precio de la acción es inferior a " x " Euros, el lote tiene que tener un mínimo de "x" acciones. En Latinoamérica, en los países que poseen bolsa, los **métodos son similares a los descritos.**"⁴

3.8.- ÍNDICES FINANCIEROS:

Índices financieros: índices de precios de títulos valores que se comercian en los mercados financieros.

Los más conocidos son los que se publican en los tres centros financieros más importantes del mundo: los índices Nikkei publicados en Japón por el *Nihon Keizai Shimbun*, el índice Dow-Jones publicado en Estados Unidos por la compañía Dow Jones, y el índice del *Financial Times* publicado por este periódico británico. De éstos los más conocidos son aquéllos que miden la evolución de los precios de las principales empresas que cotizan en los mercados, como el *Nikkei Stock Average*, el *Financial Times Stock Exchange* (FT-SE o *Footsie*) y el *Dow Jones Industrial Average*. Existen otros indicativos que permiten estudiar la evolución del precio de las acciones de las empresas de los distintos sectores industriales, como el del tabaco, los transportes, la construcción, las empresas de productos alimenticios, de comunicación y de espectáculos, entre otras. Esto permite a los inversores comparar la evolución de los distintos sectores y de las empresas dentro de cada sector. Pero los índices analizan también todos los aspectos de los mercados financieros: los instrumentos financieros con intereses fijos (como los bonos emitidos por los gobiernos), los precios de las materias primas o los tipos de cambio.

La complejidad de los mercados financieros es tan grande que estos índices ayudan a disponer de una visión general del funcionamiento del mercado y representan un mecanismo de medida para que los inversores comparen la evolución de un instrumento financiero en función de la evolución del índice. Esta medida también puede utilizarse para juzgar la gestión de los agentes financieros que emiten fondos de inversión: si un fondo de inversión crece más que el índice bursátil, se dice que el fondo evoluciona de un modo más positivo que el promedio. De hecho, lo importante en realidad es la evolución del fondo respecto a la de otros fondos de inversión.

⁴ ENCICLOPEDIA ENCARTA 2006

Aunque el papel de los índices financieros consiste en ayudar a aquellos agentes que operan en los mercados financieros, son también indicadores de la economía, mostrando las expectativas de los mercados sobre los diferentes sectores o sobre toda la economía. Sin embargo, para poder juzgar la evolución general de la economía conviene analizar un índice general y no tan sólo un índice sectorial, porque el índice general está menos influido por algunos comportamientos erráticos de determinadas industrias.”⁵ Así pues, es mejor analizar el comportamiento del índice general del *Financial Times* que el *Footsie*.

MOMENTO CUATRO

ACCIONES PREFERENTES Y COMUNES

Este capítulo se dedica a las dos fuentes de aportaciones de capital propio negociado para la empresa, o sea acciones preferentes y comunes. El superávit que es otra fuente de aportaciones de capital se estudia en el capítulo 24. El uso de la acción preferente y especialmente de la acción común para conseguir aportaciones de capital es necesario para la existencia continuada de una corporación.

En los capítulos 15 y 16 se estudió el costo del capital y estructura del capital de la empresa. El estudio del costo del capital puso de manifiesto que la acción preferente generalmente es una fuente de financiamiento menos costoso que la acción común. El menor costo de la acción preferente se atribuyó principalmente al hecho de que los dividendos de la acción preferente son fijos. Se encontró que el costo de la acción común depende principalmente del riesgo de la empresa, tal como lo comprenden los inversionistas, y a la norma histórica de los pagos de dividendos. El estudio de la estructura del capital hizo énfasis en la necesidad de que una base de capital lo suficientemente grande para permitir que la empresa consiga deuda suficiente a bajo costo para cimentar una estructura óptima de capital.

En este capítulo se estudian las características, tipos, ventajas y desventajas y comercialización de acciones preferentes y comunes. El capítulo tiene por objeto dar idea acerca de las formas de financiamiento a largo plazo a disposición de una corporación. Tiene cuatro secciones principales. La primera sección se dedica a un estudio de las aportaciones de capital como alternativa del capital por endeudamiento. La segunda sección presenta los derechos fundamentales, modalidades especiales y ventajas y desventajas de acciones preferentes. La tercera sección estudia las características, valores y ventajas y desventajas de la acción común como fuente de financiamiento a largo plazo. La sección final presenta una revisión breve de los aspectos fundamentales de las colocaciones directas y públicas de emisiones de valores.

Naturaleza del capital social

⁵ INTERNET, MERCADOS FINANCIEROS

El capital social difiere del capital por deuda en varias formas fundamentales. El administrador financiero considera estas diferencias al estudiar el uso del capital social en contraste al capital por deuda para conseguir fondos. Varias diferencias entre el capital por deuda y capital social se estudiaron a principios del capítulo 16. En esta sección se hace énfasis solamente en las diferencias fundamentales entre estos dos tipos de capital a largo plazo. Las tres diferencias se refieren a la propiedad de la empresa, los derechos de los accionistas sobre las utilidades y activos y el vencimiento de los dos tipos de acciones.

Derechos de propiedad

A diferencia de los acreedores, los tenedores de capital social (es decir los accionistas preferentes y comunes) son los dueños de la empresa. La inversión de los tenedores de capital no vence en una fecha futura, sino que representa el capital permanente que se espera que permanezca indefinidamente en los libros de la empresa. Los tenedores de capital social a menudo reciben derechos al voto que les permiten elegir los directores de la empresa y votar en eventos especiales. Los tenedores de capital ajeno (acreedores) reciben privilegios de voto solamente cuando la empresa no ha cumplido o violado los términos de un convenio de préstamo o una escritura de obligaciones. Mientras la empresa cumpla con todos los requerimientos de un convenio de préstamo, se da voz en la administración (derechos al voto) solamente a ciertos tenedores de capital social. Solamente cuando la empresa se esté acercando o esté en dificultades financieras pueden recibir los acreedores voz de alguna naturaleza en la administración.

Reclamaciones sobre utilidades y activos

Los tenedores de capital social tienen una reclamación sobre las utilidades y activos, que está subordinada a las reclamaciones de los acreedores de la empresa. Cada una de estas reclamaciones se estudia brevemente a continuación.

Reclamaciones sobre utilidades no se pueden pagar las reclamaciones sobre utilidades de los tenedores de capital social hasta después de haber satisfecho las reclamaciones de todos los acreedores. Estas reclamaciones incluyen el interés y el capital, haciendo caso omiso de si el pago del capital es en forma de un pago a un fondo de amortización. Una vez que se hayan satisfecho estas reclamaciones la junta directiva de la empresa puede decidir si se distribuye una parte cualquiera de los fondos restantes a los dueños de la empresa. Ciertos propietarios pueden tener preferencia sobre otros con respecto a la distribución de las utilidades de la empresa. Es que la capacidad de una empresa para efectuar estos pagos puede verse restringida a su situación de caja o a ciertas cláusulas de préstamo. La empresa puede tener utilidades suficientes pero no tener fondos, y la disponibilidad de caja es la que permite que la empresa distribuya utilidades a los dueños.

Reclamaciones sobre activos la reclamación de los tenedores de capital sobre los activos de la empresa está subordinada a las reclamaciones de sus acreedores. La reclamación de los accionistas sobre los activos es apropiada, principalmente cuando la empresa se declara en quiebra. Cuando esto sucede, se liquidan los activos y el

producto neto se distribuye al gobierno*, en seguida a los acreedores garantizados, después a los acreedores ordinarios y finalmente a los tenedores de capital como el valor de liquidación de los activos de la empresa generalmente, está por debajo, de su valor en libros, los tenedores de capital raramente reciben el valor en libros de su en caso de liquidación. Como los tenedores de capital son los últimos en recibir cualquier distribución de activos durante un proceso de quiebra, esperan mayor compensación sabes sus valores en forma de dividendos e precios de mercado en incremento. En el capítulo 15 se indicó que el costo del capital contable (es decir acciones comunes, acciones preferentes y superávit) generalmente era mayor que el costo de la deuda. El costo menor del capital por endeudamiento se principalmente a que los pagos de interés a tenedores de deuda son deducibles de sí se fuera a pasar por alto la característica de que el interés es deducible de impuestos el costo de las diferentes formas de financiamiento del capital generalmente sería aún más alto que los costo, de la deuda. La empresa debe compensara los proveedores de capital social en mayor medida, que a la, proveedores de capital por deuda, ya que los proveedores de capital social asumen un riesgo mayor. El riesgo más alto resulta de las reclamaciones subordinadas de los tenedores de capital social sobre las utilidades y activos de la empresa. Aunque es irás costoso, el capital social es necesario para que la empresa crezca y alcance madurez inicialmente casi todos los negocios se deben capitalizar con alguna clase de capital contable.

Vencimiento

A diferencia de la deuda, el capital contable es una forma permanente de financiamiento. No vence, y en consecuencia no se requiere la cancelación del capital inicial. Sin embargo, los tenedores de aportaciones de capital social a menudeo pueden liquidar sus valores por medio de las diferentes bolsas de valores. Se pueden vender aún participaciones en corporaciones cerradas*, aunque el proceso de encontrar un comprador aceptable pueda ser un poco más difícil que en el caso de grandes emisiones de acciones en poder del como el capital social no tiene vencimiento y se liquida solamente durante un proceso de quiebra. El tenedor de capital social debe reconocer que aunque pueda existir un mercado fácil para sus acciones, el precio al que puede realizarlos fluctúa a con las utilidades actuales y esperadas de la empresa el precio de mercado en fluctuación del capital social hace que el rendimiento total para los dueños sea aún más incierto.

Acciones preferentes

La acción preferente da a sus tenedores ciertos privilegios de prioridad sobre los accionistas comunes generalmente las empresas no emiten grandes cantidades de acciones preferentes, y la proporción de acciones preferentes en el capital contable de una empresa normalmente es bastante pequeño. A los accionistas preferentes se les promete un rendimiento periódico fijo que se establece como un porcentaje o en efectivo. En otras palabras, se pueden emitir acciones preferentes al 5% o acciones preferentes de \$5. La forma en que se establece el dividendo depende de si ésta tiene valor a la par. El valor a la par de una acción es el valor nominal de ésta, que se especifica en el certificado de incorporación. Es importante para ciertos efectos legales. El dividendo anual se establece como porcentaje sobre acciones preferentes de valor a la par y en efectivo sobre acciones preferentes sin valor nominal. Está previsto que una acción preferente al 5% con valor a la par de \$100 pague

dividendos anuales de \$ 5 (5 % de \$ 100).

Principales derechos de los accionistas preferentes

Los principales derechos de los accionistas preferentes con respecto a la votación y distribución de utilidades y activos son un poco más favorables que los derechos de accionistas comunes. Como la acción preferente es una forma de propiedad y no tiene vencimiento, sus reclamaciones sobre las utilidades y activos vienen después de la de los acreedores de la empresa.

Derecho al voto Los accionistas preferentes tienen muchas de las características tanto de acreedores como de dueños. Como al accionista preferente se le promete un rendimiento periódico fijo similar al del interés que se paga a los acreedores, pero no espera que al vencimiento la empresa le devuelva su capital, a menudo se le considera como un proveedor de cuasi deuda. La característica de rendimiento fijo de la deuda, apareada con la naturaleza permanente de la inversión en acciones preferentes sugiere un tipo híbrido de valor. Como la inversión en acciones preferentes es permanente, representa propiedad, pero como la reclamación de los accionistas preferentes sobre las utilidades de la empresa es fija y tiene prioridad sobre la reclamación de accionistas comunes, no se exponen al mismo grado de riesgo que los accionistas comunes. En consecuencia, a los accionistas preferentes normalmente no se les da derecho al voto. En ciertos casos pueden recibir derecho al voto.

Distribución de utilidades A los accionistas preferentes se les da preferencia sobre los accionistas comunes con respecto a la distribución de utilidades. Si se omite el dividendo de acción preferente establecido (es decir no se declara) por la junta directiva*, se prohíbe el pago de dividendos a accionistas comunes. En esta preferencia en la distribución de dividendos la que hace que los accionistas comunes sean los que verdaderamente asumen el riesgo con respecto a la rentabilidad esperada. Como el objetivo establecido del administrador financiero de la empresa es maximizar la riqueza de los dueños de la empresa, la existencia de acciones preferentes impone una restricción adicional al objetivo de maximización de la riqueza del dueño. No se emiten acciones preferentes a menos que los directores estén completamente seguros de que habrá suficientes fondos disponibles para pagar los dividendos de acciones preferentes. Esto garantiza que por lo menos haya una posibilidad de que también se distribuyan algunas utilidades como dividendos a los accionistas comunes. El pago de dividendo, a accionistas comunes es necesario para sustentar el precio de mercado de las acciones comunes de la empresa, y así pues, sin pagos de dividendos a los accionistas preferentes, el precio de las acciones comunes se puede perjudicar.

Distribución de activos Usualmente a los accionistas preferentes se les da preferencia sobre los accionistas comunes en la liquidación de activos como resultado de una quiebra. Aunque el accionista preferente debe esperar hasta que las reclamaciones de todos los acreedores se hayan satisfecho, normalmente se da preferencia a sus reclamaciones sobre las de accionistas

comunes. Normalmente el monto de la reclamación de accionistas preferentes en un proceso de liquidación es igual al valor a la par o establecido en libros de acciones preferentes. A los accionistas preferentes se les puede dar una prima pequeña sobre el valor en libros de la acción, dependiendo del convenio inicial bajo el cual se emitió la acción. Como en el caso de las utilidades, el accionista preferente normalmente tiene preferencia sobre el accionista común; esto coloca, en consecuencia, al accionista común en una situación de mayor riesgo con respecto a la recuperación de su inversión.

Características especiales de la acción preferente

Generalmente se incluyen varias características como parte de una emisión de acciones preferentes. Estas características, junto con una declaración del valor a la par de la acción, el monto de los pagos de dividendos y las fechas de pagos de estos se especifican en un convenio similar a un convenio de préstamo a largo plazo o a una escritura de obligación. También se pueden incluir en este convenio ciertas cláusulas proteccionistas similares a las cláusulas de deuda a largo plazo. Los diferentes renglones que abarcan usualmente los convenios preferentes se estudian a continuación.

Cláusulas de acciones preferentes Las cláusulas restrictivas que se encuentran usualmente en una emisión de acciones preferentes tienen por objeto asegurar la existencia continuada de la empresa y, lo que es más importante, el pago regular de los dividendos establecidos para acciones preferentes. Incluyen estipulaciones referentes a la no declaración de dividendos preferentes, la venta de valores prioritarios, fusiones y consolidaciones, requerimientos de capital de trabajo y el pago de dividendos sobre acciones comunes o readquisiciones de acciones comunes.

Dividendos preferentes sin declarar Como los directores de la corporación toman las decisiones acerca de pago de dividendos preferentes, puede haber una estipulación que establezca que si se omiten dividendos de acciones preferentes durante cierto número de trimestres (es decir, suponiendo que se requieran pagos trimestrales,) los accionistas preferentes tienen derecho de elegir cierto número de directores. En otras palabras, cuando los accionistas preferentes no reciben sus dividendos tienen voto en la administración. Como ya se indicó, normalmente la acción preferente no confiere facultad de votación.

Venta de valores prioritarios Muy a menudo una emisión de acciones preferentes prohíbe la emisión de cualquier clase de valores adicionales que tengan prioridad sobre la acción preferente. Así mismo se pueden imponer restricciones a emisiones de acciones preferentes adicionales. La emisión de acciones comunes adicionales no se considera negativa por parte de accionistas preferentes ya que se consiguen fondos adicionales sin menoscabar las reclamaciones de accionistas preferentes sobre utilidades y activos. Si una cláusula no prohíbe emisiones nuevas de deuda y acciones preferentes, puede haber una restricción acerca del monto de fondos nuevos que se puedan conseguir con valores

o ventas de activos pueden cambiar las estructuras de capital y activos de la empresa de manera tal que vayan en detrimento de los intereses de los

accionistas preferentes.

Requerimientos de capital de trabajo Los requerimientos de capital de trabajo similares a los de la deuda a largo plazo no son excepcionales en emisiones de acciones preferentes. Se puede requerir que la empresa mantenga un monto mínimo de capital neto de trabajo o una razón circulante mínima. El motivo para este requerimiento es hacer que la empresa mantenga liquidez suficiente y se perpetúe en el transcurso del tiempo.

Dividendos y readquisiciones de acciones Las emisiones de acciones preferentes pueden prohibir o limitar el monto de los dividendos o readquisiciones de acciones que puede hacer la empresa en un año cualquiera. La razón para esta prohibición es evitar que la empresa utilice gran parte de su efectivo para pagar dividendos o readquirir acciones, lo cual tiene un efecto similar al de un gran pago de dividendos.

No son éstas las únicas cláusulas que pueden presentarse en emisiones de acciones preferentes, pero ilustran el tipo de restricciones que las emisiones de acciones preferentes pueden imponer a la empresa. La violación de estas cláusulas restrictivas normalmente permite que los accionistas preferentes precisen el retiro de sus acciones a su valor establecido más una prima posible. Cuando la empresa no cumple, la iniciativa queda en manos del accionista preferente.

Acumulación La mayoría de las acciones preferentes son acumulativas con respecto a cualquier dividendo que omita. Es decir, todos los dividendos atrasados se deben pagar antes de pagar los dividendos a los accionistas comunes. Si la acción preferente no es acumulativa, no se acumulan los dividendos omitidos. Debe pagarse solamente el dividendo más reciente antes de distribuir utilidades a los accionistas comunes. Como la única manera en que los accionistas comunes, que son los dueños verdaderos de la empresa, pueden recibir dividendos es satisfaciendo primero las reclamaciones de los accionistas preferentes, es ventajoso para ellos pagar los dividendos de acciones preferentes a su vencimiento: Un ejemplo sencillo puede ayudar a aclarar la distinción entre acciones preferentes acumulativas y no acumulativas.

EJEMPLO

Actualmente la Compañía Morgan tiene una emisión vigente de acciones preferentes de \$ 6 sobre las cuales deben pagarse dividendos trimestrales de \$ 1,50. Debido a un déficit de caja se omitieron los últimos dos dividendos trimestrales. Los directores de la Compañía han estado recibiendo una gran cantidad de quejas de sus accionistas comunes, que naturalmente tampoco han recibido ningún dividendo en los dos últimos trimestres. Si la acción preferente es acumulativa, la empresa tiene que pagar a los accionistas preferentes \$4,50 por acción (\$3 de dividendos atrasados + el dividendo actual de \$ 1,50) antes de distribuir cualquier utilidad a los accionistas comunes. Si la acción preferente no es acumulativa la empresa tiene que pagar solamente el dividendo actual de \$ 1,50 a los accionistas preferentes antes de distribuir fondos a los accionistas comunes. Este ejemplo debe dejar en claro por qué la mayoría de las emisiones de acciones preferentes son acumulativas y por qué los dividendos sobre acciones preferentes acumulativas normalmente se pagan a su

vencimiento.

Participación La mayoría de las emisiones de acciones preferentes son sin participación, lo cual quiere decir que los accionistas preferentes reciben solamente los pagos necesarios de dividendos. Ocasionalmente se hacen emisiones de acciones preferentes con participación. Este tipo de acción preferente estipula pagos de dividendos con base en ciertas fórmulas que permiten que el accionista preferente participe con los accionistas comunes en el recibo de dividendos más allá del monto especificado. Se incluye esta característica solamente cuando la empresa considera que sea absolutamente necesaria para obtener fondos que necesite con urgencia.

Opción de compra Generalmente la acción preferente es redimible, lo cual quiere decir que el emisor puede retirar acciones vigentes dentro de un cierto período de tiempo a un precio establecido. Generalmente la opción de compra no se puede ejercer hasta que haya transcurrido un período de 2 años contados a partir de la emisión de la acción preferente, Normalmente el precio de amortización se fija por encima del precio de la emisión inicial, pero es muy probable que disminuya con el paso del tiempo de acuerdo con un plan predeterminado. El tomar providencias para que la acción sea redimible da la herramienta al emisor para poner fin al compromiso de pagos fijos sobre la emisión de acciones preferentes.

Característica de conversión Muy a menudo la acción preferente contiene una característica de conversión que permite que se la convierta en un número determinado de acciones de capital común. Algunas veces la proporción de conversión o período de tiempo para la conversión varía de acuerdo con algún tipo de fórmula. La opción de amortización es una herramienta útil para obligar la conversión de acciones preferentes convertibles. En el Capítulo 23 se presenta un estudio más detallado acerca de la conversión.

Retiro, refinanciamiento y recapitalización Hay varias maneras de estipular el retiro de acciones preferentes para efectos de refinanciamiento o recapitalización de la empresa (es decir cambio en la estructura del capital).

Retiro planeado Un método poco común para retirar acciones preferentes es proveer un fondo de amortización para retirar acciones a un ritmo determinado durante un período dado de tiempo. Este tipo de retiro planeado hace que las acciones preferentes sean bastante parecidas a la deuda a largo plazo, con excepción de que si la empresa no pudiera hacer-abonos al fondo de amortización para la acción preferente, no se presentaría la bancarrota. Es esta característica la que algunas veces hace que las acciones preferentes emitidas pensando en un plan de retiro sean más atractivas que la deuda. Un dividendo preferente o un abono a un fondo de amortización que se omite tampoco tienen las mismas consecuencias de no cumplir con un pago de interés o abono a un fondo de amortización en una deuda a largo plazo.

Refinanciamiento Incluyendo la opción de compra en una acción preferente, el emisor puede reemplazar una emisión vigente con alguna forma menos costosa de financiamiento. Las acciones se pueden retirar comprándolas directamente en el mercado, pero debido a la dificultad y gastos con este sistema, la utilización de la opción de compra es casi una necesidad. Si el financiamiento se justifica o no,

depende del valor presente del costo de mantener la acción preferente en contraste con el costo de una fuente alternativa de financiamiento. La decisión es bastante parecida a la decisión de refinanciamiento de obligaciones que se estudió en el Capítulo 21.

Puede que una empresa quiera retirar acciones preferentes para modificar su estructura de capital. Esto se puede efectuar comprando la acción preferente, en el mercado, amortizándola o forzando su conversión.

Ventajas y desventajas de las acciones preferentes

Es difícil generalizar acerca de las ventajas y desventajas de las acciones preferentes debido a las diferentes características que pueden o no estar incorporadas en una emisión de acciones preferentes. El atractivo de las acciones preferentes también se afecta por las tasas de interés corrientes y por la estructura de capital existente de una empresa. Sin embargo, se pueden discernir algunas ventajas y desventajas fundamentales.

Ventajas Las ventajas básicas de las acciones preferentes son su capacidad para aumentar el apalancamiento, la flexibilidad de la obligación y su uso en fusiones y adquisiciones.

Mayor apalancamiento Como las acciones preferentes obligan a la empresa a pagar solamente dividendos fijos, a sus tenedores, su presencia ayuda a incrementar el apalancamiento financiero de la empresa. Los efectos de las acciones preferentes en el apalancamiento financiero de una empresa se estudiaron en los Capítulos 4 y 15. Es la obligación de pagos fijos de acciones preferentes lo que permite que los accionistas comunes de la empresa reciban mayores rendimientos cuando, las utilidades sobre el capital total sean mayores que el costo de las acciones preferentes. Un ejemplo ayuda a ilustrar este punto.

EJEMPLO

En el último período la empresa ganó \$10 000 antes de intereses y después de impuestos, 10% sobre su capital total. Como la empresa está en la categoría tributaria del 50%, el costo de la deuda después de impuestos es solamente del 4%. En consecuencia la empresa debe pagar a sus acreedores a largo plazo \$ 1 200 ($.04\% * \$30\ 000$) y a sus accionistas preferentes \$3 000 ($.10 * \$30\ 000$), quedando \$5 800 ($\$10\ 000 - \$1\ 200 - \$3\ 000$) a disposición de accionistas comunes. En consecuencia el rendimiento sobre los aportes de acciones comunes es de 14,5% ($\$5800 \div \$40\ 000$). La presencia de las acciones preferentes incrementa el apalancamiento de la empresa y aumenta el rendimiento para los accionistas comunes ya que el rendimiento sobre el capital total es mayor que el costo de financiamiento fijo.

Si la Compañía de Bobinas hubiera ganado la misma suma pero tuviera \$ 30 000 en bonos, ningunas acciones preferentes y \$ 70 000 en acciones comunes, las utilidades a disposición de los accionistas comunes hubieran sido solamente de \$8 800 ($\$10\ 000 - \$1\ 200$). El rendimiento sobre la participación de capital común habría sido así solamente del 12.6% ($\$8.800 \div \70.000). El menor rendimiento para los accionistas comunes se debe al menor apalancamiento que resulta de la sustitución de \$30000 de acciones preferentes con 530000 adicionales de acciones

comunes. Con este ejemplo debe quedar clara la forma en que las acciones preferentes se pueden utilizar para incrementar el apalancamiento de la empresa, aumentando así los efectos de ganancias en incremento sobre los rendimientos de accionistas comunes.

Tipo de capital	Monto capital total	Porcentaje del Capital total
Pasivo a largo plazo al 8%	\$ 30 000	30
Acciones preferentes al 10%	30 000	30
Capital de acciones comunes	40 000	40
Capital total	\$100000	100

Flexibilidad Aunque la acción preferente ofrece apalancamiento adicional casi de la misma manera que un bono, difiere de un bono en que el emisor puede omitir el pago de un dividendo sin sufrir las consecuencias que se presentan cuando no se cumple un pago de intereses.

La acción preferente permite que el emisor mantenga su situación de apalancamiento sin correr gran riesgo de verse fuera del mercado en un año improductivo, como sucedería si no cumpliera con los pagos de interés sobre la deuda.

Utilización en fusiones y adquisiciones Las acciones preferentes se han utilizado exitosamente para fusionarse o adquirir empresas. A menudo las acciones preferentes se cambian por las acciones comunes de una empresa adquirida y el dividendo preferente se coloca a un nivel equivalente al del dividendo histórico de la empresa adquirida. Esto permite que la empresa que hace la adquisición establezca en el momento de esta adquisición que solamente va a pagarse un dividendo fijo. Todas las otras utilidades se pueden reinvertir para perpetuar el crecimiento de la empresa fusionada. Muy a menudo las acciones preferentes que se utilizan para fusiones y adquisiciones son convertibles. La utilización de acciones preferentes en fusiones y adquisiciones se estudia en mayor detalle en el Capítulo 26.

Desventajas Las dos desventajas mayores de las acciones preferentes son la prioridad de las reclamaciones de los tenedores y su costo.

Prioridad de reclamación de los tenedores Como a los tenedores de acciones preferentes se les da preferencia sobre los accionistas comunes con respecto a la distribución de utilidades y activos, la presencia de acciones preferentes de cierta manera compromete los rendimientos de los accionistas comunes.

Al agregar acciones preferentes a la estructura de capital de la empresa se originan reclamaciones adicionales anteriores a la de los accionistas comunes.

Si las utilidades de la empresa después de impuestos son muy variables puede

verse seriamente menoscabada su capacidad de pagar por lo menos dividendos parciales a sus accionistas comunes. Esto puede reflejarse directamente en el valor de mercado de las acciones comunes.

Costos. El costo del financiamiento de acciones preferentes generalmente es más alto que el costo del financiamiento de la deuda. Esto se debe a que no se garantiza el pago de dividendos a los accionistas preferentes, en tanto que el pago del interés si lo es. Como los accionistas preferentes están dispuestos a aceptar el riesgo adicional de comprar acciones preferentes en lugar de deuda a largo plazo, deben tener compensación con un rendimiento más alto. Otro factor que hace que el costo de las acciones preferentes sea significativamente mayor que el de la deuda a largo plazo es el hecho de que el interés sobre la deuda a largo plazo es deducible de impuestos, en tanto que los dividendos preferentes se deben pagar de utilidades después de impuestos.

En resumen, la conveniencia de utilizar acciones preferentes para conseguir fondos depende no solamente de la estructura financiera corriente de la empresa y del estado de los mercados financieros sino de las alternativas entre el costo, riesgo y control de formas alternativas de financiamiento a largo plazo. La empresa debe considerar los costos y beneficios a largo plazo del financiamiento de acciones preferentes en comparación con las ventajas y desventajas de la deuda a largo plazo y del financiamiento de acciones comunes. También debe darse consideración si la acción va a ser acumulativa o no acumulativa, con participación o sin participación, amortizable o no amortizable y convertible o no convertible. En muchos casos la decisión acerca del financiamiento de acciones preferentes es bastante difícil. De las fuentes externas principales de fondos a largo plazo el financiamiento de acciones preferentes es el que se utiliza menos comúnmente.

ACCIONES COMUNES.

Los verdaderos dueños de la empresa son los accionistas comunes que invierten su dinero en la empresa solamente a causa de sus expectativas de rendimientos futuros. Algunas veces un accionista común se denomina como dueño residual, ya que en esencia es él quien recibe lo que queda después de que todas las otras reclamaciones sobre las utilidades y activos de la empresa se han satisfecho.

Debe ser objetivo del administrador financiero, maximizar la riqueza del accionista ordinario.

Como el accionista común acepta lo que queda después de haber satisfecho todas las otras reclamaciones, está colocado en una situación bastante incierta o riesgosa con respecto a los rendimientos de su capital invertido. Como resultado de esta situación generalmente incierta, espera que se le compense con dividendos adecuados y ganancias en bienes de capital.

Esta sección del capítulo estudia las características de las acciones comunes, la forma en que los derechos de acciones se pueden utilizar para conseguir capital adicional, los valores fundamentales de la acción común y algunas de las ventajas y desventajas principales del financiamiento de la acción común.

Características de la acción común

Una emisión de acciones comunes tiene varias características principales. La comprensión de estas características da al lector una mejor idea acerca de la naturaleza del financiamiento de la acción común.

En esta sección se estudian los valores a la par, la acción emitida y suscrita, derecho al voto, división de acciones dividendos, readquisición de acciones y la distribución de utilidades y activos.

Valor a la par La acción común se puede vender con o sin un valor a la par. Un valor a la par es un valor relativamente inútil que se da a la acción en forma arbitraria en el acta de emisión. Generalmente es bastante bajo, ya que en muchos estados los dueños de la empresa pueden ser legalmente responsables por una suma igual a la diferencia entre el valor a la par y el precio que se pague por la acción si éste es menor que el valor a la par. Al fijar muy bajo el valor a la par, en el orden de \$1, se reduce la posibilidad de que la acción se venda por menos de su valor a la par. A menudo las empresas emiten acciones sin valor nominal, en cuyo caso pueden asignarle o darle entrada a libros al precio por el cual se vendan.

Un valor a la par bajo también puede ser ventajoso en Estados donde ciertos impuestos corporativos se basen en el valor a la par de la acción. Si la acción no tiene valor a la par, el impuesto se puede basar en una cifra por acción que se determina en forma arbitraria. Los asientos contables que resultan de la venta de acciones ordinarias se pueden ilustrar con un ejemplo sencillo.

EJEMPLO

La Compañía Nixon ha emitido 1 000 acciones comunes de \$2 de valor a la par, habiendo recibido un producto neto de \$50 por acción. Esto da como resultado los siguientes asientos en los libros de la empresa.

Acciones comunes (1 000 acciones a \$2)	\$ 2000
Capital pagado en exceso del par	48000
	<hr/>
Capital de acciones comunes	\$50000

Algunas veces el asiento anterior titulado "capital pagado en exceso del par" se puede titular "Superávit de capital". A las empresas se les prohíbe que distribuyan parte alguna de este superávit como dividendos

Acciones emitidas y suscritas: Un acta de emisión debe establecer el número de acciones comunes que la empresa está autorizada a emitir. No todas las acciones emitidas están suscritas necesariamente. Como a menudo es difícil reformar el acta de emisión para autorizar la emisión de acciones adicionales,

generalmente las empresas tratan de autorizar más acciones de las que planean suscribir. Una posible desventaja de este sistema es el hecho de que en algunos Estados ciertos impuestos corporativos se basan en el número de acciones emitidas. Es posible que la corporación tenga más acciones comunes emitidas de las que corrientemente están suscritas si ha readquirido acciones. Las acciones readquiridas se denominan como acciones de tesorería.

Derecho al voto: Generalmente cada acción ordinaria da derecho al tenedor a un voto en la elección de directores o en otras elecciones especiales. Generalmente los votos son transferibles y se deben depositar en la asamblea anual de accionistas. Ocasionalmente se emiten acciones comunes sin derecho al voto cuando los dueños actuales de la empresa deseen conseguir capital con la venta de acciones comunes pero no quieran renunciar a cualquier derecho al voto. Tres aspectos de la votación requieren atención especial: apoderados, votación mayoritaria y votación acumulativa.

Como la mayoría de los pequeños accionistas a menudo no pueden asistir a las reuniones anuales para votar por sus acciones, pueden suscribir una declaración de poder, sus votos a un apoderado. La comisión de Valores de Bolsa (securities Exchange Commission) controla estrechamente las solicitudes de poderes a los accionistas ya que hay la posibilidad de que se pidan poderes con base en información falsa o engañosa. Generalmente la administración existente recibe los poderes de los accionistas ya que puede solicitarlos por cuenta de la compañía. Ocasionalmente cuando la propiedad de la empresa en, extremo diseminada, personas extrañas pueden tratar de obtener control enfrascándose en una batalla de poderes. Esto requiere la solicitud de un número suficiente de votos para echar abajo la administración existente. Para ganar una elección corporativa se requiere una mayoría de acciones que voten, no las que estén suscritas. Las batallas de poderes ocurren generalmente cuando la administración existente se esté desempeñando en forma inadecuada, pero, sin embargo, las probabilidades de que un grupo ajeno, a la administración existente se esté desempeñando en forma inadecuada, pero, sin embargo, las probabilidades de que un grupo ajeno a la administración resulte victorioso en una batalla de poderes son generalmente limitadas.

Votación mayoritaria. En el sistema de votación mayoritaria cada accionista tiene derecho a un voto por cada acción de capital de su propiedad. Los accionistas votan separadamente por cada puesto en la junta directiva y a cada accionista se le permite que vote por sus acciones para cada director que favorezca. Se eligen los directores que reciban la mayoría de votos. Es imposible que los intereses minoritarios elijan un director, ya que cada accionista puede votar por sus acciones a favor de todos los candidatos que desee. Mientras la administración mantenga control de una mayoría de los votos puede elegir todos los directores. Un ejemplo aclara este punto.

EJEMPLO

La Compañía de Panaderos está en el proceso de elegir tres directores. Hay suscritas 1000 acciones de capital de las cuales la administración controla el 60%. Los candidatos A, B y C son los que respalda la administración; los

candidatos de la minoría son los D, E y F. Votando con sus 600 acciones (60% de 1000) por cada uno de sus candidatos, la administración puede elegir a A, B y C; los accionistas minoritarios, solamente con 400 votos para cada uno de, sus candidatos, no pueden elegir ningún director. Los candidatos de la administración reciben 600 votos cada uno y los otros candidatos reciben 400 votos cada uno.

Votación acumulativa Algunos Estados exigen y otros permiten el uso del sistema de votación acumulativo para elegir los directores corporativos. Este sistema da un número de votos igual al número de directores que se vayan a elegir por cada acción de capital común. Se pueden dar los votos a cualquier director o directores que desee el accionista. La ventaja de este sistema es que da oportunidad a los accionistas minoritarios de elegir al menos algunos directores.

EJEMPLO

La Compañía de recipientes, igual que la Compañía de Panaderos, está en el proceso de elegir tres Sin embargo, en este caso cada acción común da derecho al tenedor tres votos con los cuales puede votar de cualquier manera que desee, Una vez más, hay 1 000 acciones suscritas, y la administración controla 600. En consecuencia, tiene un total de 1 800 votos (3 * 600), en tanto que los accionistas minoritarios tienen 1200 votos (3*400). En esta situación, los accionistas mayoritarios pueden elegir solamente dos directores, y los accionistas minoritarios pueden elegir al menos un director. Los accionistas mayoritarios pueden repartir sus votos por partes iguales entre sus tres candidatos (es decir dar 600 votos a cada uno), pero si los accionistas minoritarios dan todos sus votos a uno de sus candidatos, éste gana.

Una fórmula usual para determinar el número de acciones necesarias para elegir cierto número de directores, N, se da en la Ecuación 22.1:

$$N = \frac{A * D}{T + 1} + 1$$

Donde,

A = número total de acciones de capital comunes suscritas

D = número de directores que se desean

T = número total de directores que se vayan a elegir

N = número de acciones necesarias para elegir cierto número de directores

Sustituyendo los valores en el ejemplo anterior por A y T y siendo D = 1, 2 y 3 se obtienen valores de N = 251, 501 y 751. Como los accionistas minoritarios controlan solamente 400 acciones, pueden elegir solamente un director. La ventaja de la votación acumulativa desde el punto de vista de los accionistas minoritarios debe quedar clara con este ejemplo. Sin embargo, aún con esta votación acumulativa, se pueden utilizar ciertos procedimientos de elección, tales como períodos escalonados para los directores para evitar una representación minoritaria en una junta directiva de una empresa. Así mismo, los accionistas mayoritarios pueden controlar un número suficiente de acciones y/o el número total de directores que se elijan puede ser lo suficientemente pequeño para evitar una representación de la minoría.

División de acciones: Las divisiones de acciones se utilizan usualmente para rebajar el precio de mercado de las acciones de una empresa. Muy a menudo la empresa cree que sus acciones tienen un precio muy alto y que rebajando el precio de mercado se acrecienta la actividad comercial. A menudo se hacen las divisiones de acciones antes de una emisión nueva para acrecentar la facilidad de mercadeo de las acciones y para estimular la actividad del mercado. Una división de acciones no tiene efecto en la estructura financiera de la empresa. Solamente aumenta el número de acciones suscritas y reduce el valor nominal de la acción.

EJEMPLO

La Compañía Corona tenía vigentes 200 000 acciones comunes de \$2 y ninguna acción preferente. Como las acciones se estaban vendiendo a un precio alto de mercado, la empresa declaró una división de acciones de dos por una. El capital contable de la empresa antes y después de la operación se ilustra a continuación.

Antes

Acciones comunes (200 000 acciones vigentes con valor a la par de \$ 2)	\$ 400 000
Superávit de capital	4000 000
Utilidades retenidas	2000 000
Capital contable	<u>\$ 6 400 000</u>

Después

Acciones comunes (400 000 acciones vigentes con valor a la par de \$1)	\$ 400 000
Superávit de capital	4 000 000
Utilidades retenidas	2 000 000
Capital contable	<u>\$ 6 400 000</u>

Debe ser obvio el efecto insignificante de la división de acciones en los libros de la empresa.

La división de acciones se puede hacer en cualquier sentido que se desee. Algunas veces se hacen divisiones inversas de acciones, es decir, cierto número de acciones vigentes se reemplazan con una acción nueva. Esto se hace cuando una acción se está vendiendo a un precio demasiado bajo para que tenga una

aparición respetable.' No es excepcional que una división de acciones ocasione un aumento ligero en el valor de mercado de las acciones de la empresa. Esto se puede atribuir al contenido información de las divisiones de acciones y al hecho de que los dividendos totales usualmente aumentan ligeramente después de una división de acciones.

Dividendos: El pago de dividendos corporativos queda a discreción de la junta directiva! La mayoría de las corporaciones pagan estos dividendos trimestralmente como resultado de la reunión trimestral para dividendos de la junta directiva! Los dividendos pueden pagarse en efectivo, acciones o en especie. Los dividendos en efectivo son los más comunes y los dividendos en especie son los menos comunes. Al accionista común no se le promete un dividendo, pero por el patrón histórico de dividendos de la empresa éste llega a esperar ciertos pagos de dividendos. Antes de pagar dividendos a los accionistas comunes, se deben satisfacer las reclamaciones de todos los acreedores, del gobierno y de los accionistas preferentes. Debido a la gran importancia de la decisión de dividendos para el crecimiento y valuación de la empresa, el Capítulo 24 se dedica exclusivamente a un estudio de los dividendos de las utilidades retenidas.

Readquisiciones de acciones Otra característica de las acciones comunes, a la cual ya se hizo referencia en el estudio de acciones emitidas y suscritas, es la readquisición de acciones. Las acciones que haya readquirido una empresa se llaman acciones en tesorería. Ocasionalmente las empresas readquieren acciones para cambiar su estructura de capital o para aumentar los rendimientos para los dueños, El efecto de las readquisiciones de acciones comunes, es parecido al del pago de dividendos a los accionistas. La readquisición de acciones se ha vuelto bastante popular entre empresas de situación muy líquida sin oportunidades de inversión atractivas. Como las readquisiciones de acciones son similares a los pagos de dividendos, también se tratan en mucho detalle en el Capítulo 24.

Distribución de utilidades y activos Como ya se mencionó en secciones anteriores, el tenedor de acciones comunes no tiene garantía de recibir ninguna clase de distribuciones periódicas de utilidades en forma de dividendos, ni tampoco tiene ninguna clase de garantía en caso de liquidación. Es probable que el accionista común no reciba absolutamente nada como resultado de un proceso de quiebra. Sin embargo, de lo que puede estar seguro es de que mientras pague más que el valor a la par de la acción no puede perder más de lo que haya invertido en la empresa. Además, el accionista común puede recibir rendimientos ilimitados por la distribución de utilidades y por el incremento en el precio de sus valores. No tiene ninguna garantía, pero la recompensa posible por suministrar capital de riesgo puede ser grande. El accionista común debe considerar la empresa como un negocio en marcha, y si cambia de idea existen oportunidades de vender o deshacerse de sus valores.

Derechos de voto de acciones: Los derechos de voto de acciones que dan privilegios de compra de ciertas acciones comunes a los accionistas existentes son una herramienta importante de financiamiento de acciones comunes. Sin

ellas, los accionistas corren el riesgo de perder su control proporcional de la corporación. A continuación se estudian determinados aspectos de financiamiento de derechos de tanto.

Derechos de suscripción: La mayoría de las emisiones de acciones comunes dan a los accionistas derechos de compra que les permite mantener su propiedad proporcional en la corporación cuando se hacen emisiones nuevas. La mayoría de los Estados exigen que se conceda este privilegio a los accionistas a menos que esté prohibido explícitamente en el acta constitutiva. Los derechos de suscripción permiten a los accionistas existentes mantener su control de la votación y evitar la dilución de su propiedad y utilidades. Desde el punto de vista de la empresa, la utilización de ofertas de derecho de suscripción para conseguir capital nuevo puede ser menos costosa que una emisión pública de acciones. Un ejemplo puede ayudar a aclarar el uso de los derechos.

EJEMPLO

La Compañía Ganadera actualmente tiene suscritas 100000 acciones comunes y proyecta la emisión de 10 000 acciones adicionales por medio de una oferta de derechos. Cada accionista existente recibe un derecho por acción y cada derecho permite que el accionista adquiera 1/10 de acción de la emisión común nueva ($10000 \div 100\ 000$). En consecuencia, se requieren 10 derechos para adquirir una acción de capital. El tenedor de 1 000 acciones del capital común existente recibe 1000 derechos, de los cuales cada uno le permite la adquisición de 1/10 de acción de la emisión nueva. Así pues, puede adquirir 100 acciones comunes nuevas. Si ejercita sus derechos queda con 1000 acciones comunes de capital, o sea el 1 % del número total de acciones vigentes. Esto es la misma proporción que tenía antes de la oferta de derechos.

Mecánica de las ofertas de derechos de tanto: Cuando una compañía hace una oferta de derechos de tanto, la junta directiva debe fijar una fecha de cierre del registro de accionistas, que es la fecha final en la cual quien reciba un derecho debe ser el propietario legal que se indique en el mayor de acciones de la compañía. Debido al atraso en los procedimientos contables, las acciones normalmente se venden ex derechos (es decir sin derechos) cuatro días hábiles antes de la fecha de cierre del registro de accionistas. Antes de este punto, las acciones se venden cum derechos o con derechos, lo cual quiere decir que los compradores de las acciones reciben los derechos.

La empresa emisora envía los derechos de tanto a los tenedores de registro que están en libertad de ejercerlos, venderlos o dejarlos expirar. Los derechos son transferibles y muchos de ellos se negocian con la suficiente actividad como para que estén registrados en las diferentes bolsas de valores. Se pueden ejercer durante un período específico de tiempo, generalmente no más de unos pocos meses, a un precio que esté un tanto por debajo del precio prevaleciente de mercado. Como no siempre se emiten fracciones de acciones a veces es necesario comprar derechos adicionales o vender derechos adicionales. El valor de un derecho depende en gran parte del número de derechos necesarios para adquirir una acción de capital y de la suma en que el precio para ejercer el derecho esté por debajo del precio corriente de mercado. Si los derechos tienen

un valor muy bajo y una persona posee solamente un número pequeño de acciones puede permitir que expiren los derechos.

Decisiones administrativas: El administrador financiero de una empresa debe tomar dos decisiones principales al prepararse para una oferta de derechos. La primera es el precio al cual puedan comprar los tenedores de derechos una acción nueva de capital común. Se debe fijar el precio de suscripción por debajo del precio corriente del mercado, pero el valor que se fije depende de la evaluación de la administración acerca de la reacción del mercado a un cambio de precios, el grado de dilución en la propiedad y las utilidades previstas y el monto de la oferta de derechos. La administración considera que una oferta de derechos tiene éxito si se ejercitan aproximadamente el 90% de los derechos.

Una vez que la administración haya determinado el precio de suscripción, debe determinar el número de derechos de tanto necesarios para adquirir una acción de capital. Como se conoce de antemano la cantidad de fondos que se van a conseguir, el precio de suscripción se puede dividir entre esta cifra para obtener el número total de acciones que deben venderse. Dividiendo el número total de acciones suscritas entre el número total de acciones que vayan a venderse, la administración obtiene el número de derechos necesario para adquirir una acción de capital.

EJEMPLO

La Compañía de construcciones tiene la intención de conseguir \$1 000 000 con una oferta de derechos. Actualmente la empresa tiene suscritas 160 000 acciones, que recientemente se han venido negociando entre \$53, y \$58 por acción. La Compañía ha consultado a una empresa bancaria de inversiones que le recomienda fijar el precio de suscripción de los derechos a \$50 por acción. Cree que con este precio la oferta se suscriba en su totalidad. En consecuencia la empresa tiene que vender 20 000 acciones adicionales (\$1 000 000 ÷ \$50/acción). Esto quiere decir que son necesarios 8 derechos (es decir 160 000 ÷ 20 000) para adquirir una acción nueva en \$50. En consecuencia cada derecho autoriza a su tenedor a una octava parte de una acción de capital común.

Valor de un derecho de tanto: Teóricamente el valor de un derecho debería ser el mismo que si la acción se vendiera con derechos (cum derechos) o ex derechos. Sin embargo, el valor de mercado de un derecho puede Ser diferente de su valor teórico.

Con derechos Una vez que se ha declarado una oferta de derechos las acciones se negocian con derechos solamente durante unos pocos días. La Ecuación 22.2 se utiliza para encontrar el valor de un derecho cuando la acción se está negociando con derechos.

$$D = \frac{M_0 - S}{N} \quad (22.2)$$

Donde,

D = valor teórico de un derecho

Mo = valor de mercado de la acción con derechos

S = precio de suscripción de la acción

N = número de derechos necesarios para adquirir una acción de capital

EJEMPLO

Los valores de la Compañía de Construcciones actualmente se están vendiendo con derechos a un precio de \$54,50 por acción, el precio de suscripciones es de \$50 por acción y se necesitan 8 derechos para adquirir una nueva acción de capital. De acuerdo con la Ecuación 22.2 el valor de un derecho es de \$0,50 $[(\$54,50 - \$50,00) \div (8 + 1)]$. En consecuencia en el mercado un derecho debe tener un valor de \$0,50.

Ex derechos Cuando se negocia ex derechos una acción de capital, queriendo decir que el valor del derecho ya no se incluye en el precio del mercado de la acción, se espera que el precio de la acción tenga un precio menor, igual al valor de un derecho. La Ecuación 22.3 se utiliza para encontrar el valor de mercado de las acciones que se negocian ex derechos, M_e . La misma notación se utiliza en la Ecuación 22.2.

$$M_e = M_o - R \quad (22.3)$$

El valor de un derecho cuando la acción se negocia ex derechos se da en la Ecuación 22.4.

$$D = \frac{M_e - S}{N} \quad (22.4)$$

El uso de estas ecuaciones se puede ilustrar volviendo al ejemplo de la Compañía de Construcciones.

EJEMPLO

De acuerdo con la Ecuación 22.3 el valor de mercado de las acciones de la Compañía de Construcciones que se vendan ex derechos es de \$54 ($\$54,50 - \$0,50$). Sustituyendo este valor en la Ecuación 22.4 se obtiene el valor de un derecho cuando la acción se venda ex derechos, el cual es de \$0,50 $[(\$54,50 - \$50,00) \div 8]$. El valor teórico de un derecho cuando la acción se venda con derechos o ex derechos es el mismo.

Comportamiento de los derechos de tanto en el mercado: Como ya se indicó los derechos de tanto de acciones son instrumentos negociables que se negocian en las bolsas de valores.

El precio de mercado de un derecho de tanto generalmente difiere de su valor teórico. El grado en que difiere depende de la forma en que se espere que se comporte el precio de la acción de la empresa durante el período en que pueda

ejercerse el derecho. Comprando derechos en lugar de acciones, los inversionistas pueden alcanzar rendimientos mayores sobre su dinero que cuando mejoran los precios de las acciones.

Ofertas de suscripciones deficientes y totales: La compañía emisora puede hacer las ofertas de derechos de tanto por medio de suscriptores o directamente. La mayoría de las ofertas de derechos se hacen por medio de bancos inversionistas que suscriben y emiten los derechos. En la mayoría de los convenios de suscripción el banquero inversionista conviene un arreglo de standby que constituye una garantía formal de que el banco inversionista compra todas las acciones que no se suscriban o se vendan al público. Esta garantía asegura a la empresa la venta total de la emisión de tal manera que no sea de suscripción deficiente. Naturalmente el banco inversionista exige comisión adicional por prestar esta garantía.

La mayoría de las ofertas de derechos de tanto incluyen un privilegio de suscripciones en exceso, que estipula la distribución de acciones cuyos derechos no se hubieran ejercido a inversionistas interesados, con base a prorrata sobre el precio de suscripción establecido. Este privilegio es un método de restringir la propiedad a un mismo grupo, aunque las proporciones de propiedad puedan variar ligeramente. Las acciones que no se puedan vender con el privilegio de suscripciones en exceso se pueden ofrecer al público. Si se utiliza un banco inversionista, puede dejarse al arbitrio de éste la disposición de las acciones que no se hayan suscrito.

Valores fundamentales de la acción común:

El valor de una acción de capital común se puede calcular de varias maneras. Tienen valor en libros, valor de liquidación, valor de mercado y valor intrínseco. El valor en libros y el de liquidación no reflejan el valor de la empresa como un negocio en marcha, sino que más bien consideran a la empresa como un conglomerado de activos y pasivos sin ninguna capacidad de generar utilidades. El valor en libros calcula el valor de la acción común como el ó monto por acción del aporte de acciones comunes que se indica en el balance general de la empresa. El valor de liquidación se basa en el hecho de que el valor en libros de los activos de la empresa generalmente no es igual a su valor de mercado. Se calcula tomando el valor del mercado de los activos de la empresa, restando de esta cifra pasivos y las reclamaciones los accionistas preferentes y dividiendo el resultado entre el número de acciones de capital común vigentes.

La manera que tiene más aceptación para determinar el valor real (o intrínseco) de una acción es encontrar el valor presente de todos los dividendos futuros por acción previstos durante la vida supuestamente infinita de la empresa. Este sistema es mucho mejor que la utilización de valores de mercado, ya que los papeles de una empresa pueden estar sobre-precitados o devaluados en el mercado. En el Capítulo 16 se presentó un estudio pormenorizado de la valuación de la acción común.

Ventajas y desventajas de la acción común

La acción común tiene varias ventajas y desventajas básicas. A continuación se estudian algunos de los factores que hay que tener en cuenta al considerar el

financiamiento de la acción común.

Ventajas Las ventajas básicas de la acción común provienen del hecho de que es una fuente de financiamiento que impone un mínimo de restricciones a la empresa. Como no hay que pagar dividendos sobre la acción común y el omitir su pago no compromete el recibo de pagos por parte de otros tenedores de valores, el financiamiento de la acción común es, bastante atractivo. El hecho de que la acción común no tiene vencimiento y elimina así cualquier obligación futura de cancelación, aumenta la conveniencia del financiamiento de la acción común. Otra ventaja de la acción común sobre otras formas de financiamiento a largo plazo es su habilidad para incrementar la capacidad de préstamos de la empresa. Mientras más acciones comunes venda una empresa es mayor la base de capital contable y en consecuencia puede obtenerse financiamiento de deuda a largo plazo más fácilmente y a menor costo.

Desventajas Las desventajas del financiamiento de la acción común incluyen la dilución del derecho al voto y las utilidades. Esto se puede evitar solamente cuando los derechos se ofrecen y sus tenedores los ejercen. Naturalmente, la dilución del derecho al voto y de las utilidades que se presenta con emisiones nuevas de acciones comunes puede que no la note el pequeño accionista. Otra desventaja del financiamiento de la acción común es su costo más alto. En el Capítulo 15 se indicó que la aportación de acciones comunes es normalmente la forma más costosa de financiamiento a largo plazo. Esto es debido a que los dividendos no son deducibles de impuestos y porque la acción común tiene más riesgo que la deuda o la acción preferente.

VENTA DE NUEVAS EMISIONES DE VALORES

La empresa puede utilizar cualquiera de dos planes fundamentales para vender sus valores, que pueden ser obligaciones, acciones preferentes o acciones comunes. La mecánica y costos de estas dos técnicas, colocación directa o venta al público por medio de un banco inversionista, difieren considerablemente.

Colocaciones directas

La colocación directa de una emisión de valores en manos de un comprador algunas veces se puede negociar por una empresa. Normalmente se utilizan las colocaciones directas solamente para obligaciones o acciones preferentes. Las acciones comunes rara vez se colocan directamente, excepto cuando se crea que una oferta de derechos se vaya a suscribir en su totalidad por parte de los accionistas de la empresa. Normalmente las colocaciones directas reducen los costos de emisión y administrativos y dan al emisor muchísima flexibilidad, ya que la empresa solamente tiene que protocolizar ciertas declaraciones de registro y no se le exige que obtenga la aprobación de la Comisión de Valores de Bolsa (SEC). A menudo, aún en el caso de colocaciones directas, se necesita la asesoría de un banco inversionista para fijar el precio correcto de emisión.

Algunas veces se hacen colocaciones directas de acciones comunes por medio de opciones de acciones o planes de compra de acciones. Generalmente las opciones de acciones se ofrecen a los directores y se les permite adquirir cierto

número de acciones a un precio establecido durante un período determinado de tiempo. Estas opciones tienen por objeto estimular las actividades administrativas que aumenten el éxito de la empresa con el correr del tiempo. Los planes de compra de acciones son beneficios laborales que ocasionalmente se ofrecen a los empleados de la empresa. Permiten que los empleados adquieran acciones de la empresa con descuento o sobre una base de igualdad en que la empresa absorbe parte del costo. Ambos planes incluyen capital contable y al mismo tiempo aumentan las motivaciones e interés del empleado por la compañía.

Ventas públicas por medio de un banco inversionista

Un banco inversionista es una institución financiera que compra valores al emisor y los revende al público. La mayoría de las emisiones de capital se venden por medio de bancos inversionistas y, como ya se indicó, el banco inversionista también puede estar involucrado en las ofertas de derechos. Aunque algunas veces los bancos inversionistas se contratan únicamente por su capacidad de asesoría o ventas, generalmente funcionan como aseguradores de emisiones de valores. Como asegurador, el banco inversionista compra una emisión de valores y acepta todos los riesgos de su venta. Si dicha emisión resulta demasiado grande para que la maneje un solo banco inversionista, se puede sindicalizar entre un grupo de bancos inversionistas. Algunas emisiones se manejan con base en las mejores gestiones. Esto quiere decir que el asegurador conviene en vender todos los valores que pueda al precio establecido. En este convenio el banco inversionista no es responsable por los valores que no se vendan.

El banco inversionista se compensa por sus servicios de asesoría y suscripción con la diferencia entre los precios a los cuales compra y vende la emisión de valores. El banco inversionista en particular que utilice la empresa se puede escoger por medio de una puja competitiva. Recibe la emisión el banco inversionista o sindicato de bancos inversionistas que ofrezca el precio más alto por ella. En el caso de una oferta negociada generalmente el emisor elige al banco inversionista con base en su experiencia. Como el banco inversionista permanece en contacto permanente con los mercados de valores, la asesoría que presta al emisor generalmente es invaluable.

El costo efectivo de comercializar una emisión de valores públicamente difiere con el tamaño y tipo de la emisión. Porcentualmente las emisiones pequeñas cuestan más que las grandes emisiones. La acción común es el tipo más costoso de valor para emitir, le sigue en su orden la acción preferente y los bonos son los menos costosos. El costo total de financiamiento que se establece como porcentaje del producto neto fluctúa del 1 al 20%. El costo de financiamiento tiene 2 componentes básicos, costo de suscripción que generalmente es del 1 al 12% y el costo administrativo que generalmente es menos del 8%. El costo administrativo incluye renglones tales como costo de impresión, honorarios legales, gastos de negociación de suscripción, gastos de registro y otros gastos relacionados con la preparación de la emisión. La empresa que contemple una emisión de valores debe considerar los costos de una venta pública en comparación con el costo y factibilidad de una colocación directa.

RESUMEN

Tanto las acciones preferentes como las comunes son instrumentos para conseguir capital (social) a largo plazo. Estos valores representan formas de propiedad y en consecuencia no es obligatorio el pago de dividendos. Así mismo, estos valores no tienen vencimiento. La acción preferente se considera como un valor prioritario en comparación con la acción común ya que los tenedores de acciones preferentes tienen prelación sobre los accionistas comunes con respecto a la distribución de utilidades y activos. Antes de pagar dividendos o distribuir activos a los accionistas comunes se deben satisfacer las reclamaciones de los accionistas preferentes. En procesos de liquidación las reclamaciones de los accionistas preferentes se satisfacen inmediatamente después de haber satisfecho las reclamaciones de los acreedores.

La acción preferente es similar a la deuda en que tiene un dividendo anual fijo. Como las reclamaciones de los accionistas preferentes tienen prelación sobre las reclamaciones de los accionistas comunes, estos no corren los mismos riesgos que los accionistas comunes que son los verdaderos dueños de la empresa. En consecuencia no reciben ningunos privilegios de voto. Las emisiones de acciones preferentes tienen ciertas cláusulas restrictivas, similares a las de emisiones de bonos. También tienen características tales como dividendos acumulativos, participación en las utilidades, opción de compra, característica de conversión o ciertas opciones de retiro.

Los accionistas comunes son los verdaderos dueños de la empresa porque subordinan sus reclamaciones a las de todos los interesados. Por esta razón reciben privilegio de voto y la probabilidad de un rendimiento ilimitado. Existen sistemas diferentes de votación para ofrecer a la minoría una representación en la Junta Directiva*. Generalmente los tenedores de acciones comunes reciben derechos de suscripción que les dan la oportunidad de adquirir cualquier clase de nuevas emisiones de acciones comunes, con base a prorrata, para mantener su proporción de votos y utilidades. Los derechos de tanto de acciones, se utilizan para trasladar a los dueños una opción de compra. Se necesita cierto número de derechos de tanto para adquirir acciones a precio reducido, lo cual hace que estos tengan un valor. Los derechos de tanto se pueden vender, ejercer, adquirir o dejar que expiren. El valor de una acción de capital común se puede juzgar por su valor en libros, valor de liquidación, valor de mercado o valor intrínseco.

El emisor puede colocar directamente con el comprador, o un banco inversionista puede vender valores corporativos tales como acciones preferentes, acciones comunes y bonos. A un banco inversionista se le debe pagar por asegurar una emisión de valores. Cuando una emisión pública de valores se hace por medio de un banco inversionista, también se deben absorber los gastos administrativos adicionales.

UTILIDADES RETENIDAS (SUPERÁVIT) Y DIVIDENDOS

Para la empresa las utilidades retenidas o superávit son la fuente principal de fondos de generación interna a largo plazo. Suministran capital a la empresa en

la misma forma en que lo hacen los préstamos a largo plazo, las obligaciones, las acciones preferentes y las acciones comunes, y como el capital proveniente de otras fuentes, los fondos de utilidades retenidas no son "libres". Como la alternativa en la retención de utilidades es el pago de ellas a los dueños de la empresa en forma de dividendos, hay una relación recíproca entre las utilidades retenidas y los dividendos.

Una vez que una empresa haya satisfecho sus obligaciones con sus acreedores, el gobierno y sus accionistas preferentes (si los tiene) se puede retener cualquier utilidad remanente, distribuirse como dividendos o dividirse entre utilidades retenidas y dividendos. Las utilidades retenidas se pueden invertir en activos que ayuden a la empresa en su expansión, o para mantener su tasa actual de crecimiento. Si no se retuvieran utilidades, habría que conseguir fondos adicionales por medio de las otras fuentes de financiamiento a largo plazo. Generalmente los dueños de la empresa desean alguna clase de pago o rendimiento inmediato sobre su inversión de capital, y el pago de un dividendo que reduce el monto de utilidades retenidas, generalmente cumple con este requerimiento. Una decisión difícil y bastante decisiva que afecta el objetivo total de la empresa de maximizar la riqueza del dueño alrededor de la decisión de dividendos-utilidades retenidos.

Este capítulo se dedica a utilidades retenidas y dividendos. El énfasis principal se hace en la decisión de dividendos ya que, en realidad, se toma para producir el nivel deseado de utilidades retenidas, a tiempo que se satisfagan los requerimientos inmediatos de los accionistas de la empresa. El capítulo tiene cuatro secciones principales. La primera sección profundiza en ciertas consideraciones de procedimiento y teóricas con respecto a utilidades retenidas y dividendos. La segunda sección presenta los factores principales que afectan la política de dividendos de la empresa. Algunos de estos factores operan en forma restrictiva sobre la decisión de dividendos corporativos. La tercera sección estudia los objetivos y tipos de políticas de dividendos de uso común. La sección final del capítulo estudia los métodos de pago de dividendos sin erogaciones de caja al declarar dividendos en acciones o al hacer readquisiciones de acciones.

CONSIDERACIONES DE PROCÉDIMIENTO Y TEORICAS

Para entender la mecánica e importancia de la decisión de dividendos, el lector debe entender la forma en que las utilidades retenidas son una fuente de fondos a largo plazo para el negocio, los procedimientos para pagar dividendos y, lo que es más importante, ciertos puntos de vista teóricos acerca de la importancia de los pagos de dividendos. Esta sección estudia las utilidades retenidas como fuente de financiamiento, procedimientos de pagos de dividendos y los principales puntos de vista teóricos acerca de la importancia de las políticas de dividendos.

Utilidades retenidas como fuente de financiamiento

Las utilidades retenidas se consideran como fuente de financiamiento, ya que la distribución de utilidades como dividendos a los accionistas comunes origina la disminución del activo de caja. Para aumentar nuevamente los activos de la

empresa al nivel que hubiera prevalecido si no se hubieran pagado dividendos, la empresa debe obtener deuda o financiamiento de capital contable adicionales. Al renunciar a los pagos de dividendos y utilidades retenidas la empresa puede evitar el tener que conseguir un monto dado de fondos, o puede eliminar ciertas fuentes de financiamiento existentes. En cualquier caso, la retención de utilidades es una fuente de fondos para la empresa. Un ejemplo sencillo aclara este punto.

EJEMPLO

Los estados financieros de la Compañía Harinera del Molino, que se presentaron en la Tabla 24. 1, se elaboraron bajo la suposición de que la compañía distribuyó todas sus utilidades como dividendos. La Compañía tenía utilidades disponibles por \$32 000 después de pagar todas las reclamaciones diferentes de las de los accionistas comunes, y decidió distribuir los \$32 000 como dividendos a sus dueños sin reinvertir en la empresa parte alguna de estas utilidades. Si la empresa se hubiera ido al otro extremo y hubiera retenido la totalidad de sus utilidades de \$32 000 a disposición de accionistas comunes, la parte final de su estado de resultados hubiera sido la siguiente:

Utilidades a disposición de accionistas comunes	\$32 000
Menos: Dividendos de acciones comunes	<u>0</u>
A utilidades retenidas	\$32 000

La Tabla 24.2 presenta el balance general de la empresa cuando retiene las utilidades de \$32 000. Comparando el balance general de la Tabla 24.2 con el de la Tabla 24.1 aparece que la empresa tiene a disposición \$32 000 más de financiamiento como resultado de retener (en lugar de distribuir en dividendos de acciones comunes) los \$32 000 de utilidades para distribución entre accionistas comunes. Haciendo caso omiso de la forma en que la empresa detiene los \$32 000 de financiamiento que resultan de la operación del periodo presente, la empresa al retiene

Estados Financieros de la Compañía Harinera del Molino cuando todas las utilidades se Reparten como Dividendos

Balance general

Activo	Pasivo y capital contable		
En caja	20 000	Cuentas por pagar	30 000
Valores negociables	30 000	Documentos por pagar	150 000
Cuentas por cobrar	100 000	Pasivos acumulados	20 000
Inventario	200 000	Total pasivo circulante	\$ 200 000
Pagos anticipados	10 000	Deuda a largo plazo	\$300 000
Total activo circulante	360 000	Acciones comunes	\$100 000
Activos fijos (neto)	640 000	Capital pagado en exceso	200 000
Total de activo	1000000	Acciones preferentes al 8%	100 000
		Superávit	100 000
		Total capital contable	500 000
		Total del pasivo y capital contable	\$1 000 000

Estado de ingresos

Ventas	1 500 000
Menos costo de ventas	1 000 000
Utilidad bruta	500 000
Menos: gastos	420 000

Utilidades antes de impuestos	80 000
Menos: Impuestos (.50)	40 000
Utilidades después de impuestos	40 000
Menos: dividendos de acciones preferentes	8 000
Utilidades a disposición de accionistas comunes	32 000
Menos: dividendos de acciones comunes	32 000
A superávit (utilidades retenidas)	0

TABLA 24.2 Balance General de la Compañía Harinera del Molino cuando se retienen todas las Utilidades

Activo		Pasivo a capital líquido pagado	
En caja	52 000	Cuentas por pagar	30 000
Valores negociables	30 000	Documentos por pagar	150 000
Cuentas por cob.	100 000	Acumulados	20 000
Inventario	200 000	Total pasivo circulante	200 000
Pagos anticipados	10 000	Pasivo a largo plazo	300 000
Tota. activo circulante	392 000	Acciones comunes a la par	100 000
Activos fijos (neto)	640 000	Capital pagado en exceso	200 000
Total de activos	<u>1032000</u>	Acciones preferentes al 8%	100 000
		superávit	132 000
		Total capital contable	\$ 532 000
		Total del pasivo y capital	<u>\$ 1 032 000</u>

El ejemplo anterior debe dejar en claro para el lector que la decisión de dividendos es realmente una decisión financiera, ya que el pago de un dividendo afecta directamente el financiamiento de la empresa. El estudio en el resto del capítulo se dedica principalmente a la decisión de dividendos, pero el lector también debe tener en cuenta las consecuencias financieras del pago de dividendos.

Procedimientos de pago de dividendos

El pago de dividendos para los accionistas corporativos lo decide el Consejo de Administración. Normalmente los directores tienen una reunión de dividendos trimestral o semestral en la cual evalúan la ejecución financiera del último período para determinar si se deben pagar dividendos y su monto. También se

debe establecer la fecha de pago de los dividendos, si se declaran.

Monto de los dividendos: Si deben pagarse dividendos, y de ser así, cuál debe ser su cuantía son decisiones importantes que dependen en gran parte de la política de dividendos de la empresa. La política de dividendos se investiga en mayor detalle en una sección posterior. Se puede decir sin peligro que la mayoría de las empresas pagan algunos dividendos en cada período. El monto es generalmente fijo, aunque aumentos o disminuciones significativas de las utilidades pueden justificar un cambio. Aunque la mayoría de las empresas tienen una política fija con respecto al monto del dividendo periódico, los directores de la empresa pueden variar el monto en su reunión periódica de dividendos.

Datos importantes: Si los directores de la empresa declaran un dividendo, también indican la fecha de cierre de registro y pago relacionadas con el dividendo. Los directores publican una declaración en que indican su decisión de dividendos, la fecha de cierre de registro de accionistas y la fecha de pago. Generalmente esta declaración se cita en el Wall Street Journal, Barrons, y otros medios de noticias financieras.

Fecha de cierre del registro de accionistas Todas las personas cuyos nombres aparecen como accionistas en el mayor de acciones de la empresa en la fecha de cierre del registro, la cual fijan los directores, reciben un dividendo declarado.

Estos accionistas a menudo se denominan como tenedores de registro. Debido al tiempo necesario para hacer asientos contables cuando se negocia una acción, ésta se vende ex dividendos durante cuatro días hábiles antes de la fecha de cierre del registro. La Bolsa de Nueva York y otras bolsas de valores permiten cuatro días hábiles para registrar cambios de propietario. Cuando una acción se vende con anterioridad a la fecha dividendos, los compradores no reciben los dividendos. Cuando una acción vende con anterioridad a la fecha de ex dividendos, se dice que se está vendiendo con dividendos o cum dividendos.

Fecha de pago Los directores fijan también la fecha de pago. Generalmente se fija unas cuantas semanas después de la fecha de registro. La fecha de pago es la fecha real en la cual la compañía envía el pago por correo a los tenedores de registro. Un ejemplo aclara las fechas diferentes y asientos contables relacionados con el pago de dividendos.

EJEMPLO

En la reunión trimestral de dividendos de la Compañía Central de Armeros que tuvo lugar el 10 de junio los directores declararon dividendos de \$0, 80 por acción para tenedores de registro el día lunes 10 de julio. La empresa tiene suscritas 100 000 acciones comunes. La fecha de pago de dividendos es el 10 de agosto. Antes de declarar los dividendos, las cuentas clave de la empresa eran las siguientes:

En caja	\$200 000	Dividendos por pagar	0
		Utilidades retenidas	1 000 000

Cuando los directores anunciaron el dividendo se trasladaron \$80 000 utilidades retenidas a la cuenta de dividendos por pagar. Las cuentas claves se volvieron así:

En caja	\$200 000	Dividendos por pagar	\$	80 000
		Utilidades retenidas		920 000

La Compañía Central de Armeros vendió acciones ex dividendos durante cuatro días hábiles con anterioridad a junio 25 que es la fecha de cierre de registro. En junio 24 o antes, los compradores de las acciones recibieron los derechos a los dividendos, y los que las compraron en junio 25, o después, nada recibieron. Al llegar la fecha de pago, o sea agosto lo, la empresa envió por correo los cheques de dividendos a los tenedores de registro en Julio 1º , esto produjo los saldos siguientes en la cuenta clave de la empresa.

En caja	\$120 000	Dividendos por pagar	\$	0
		Utilidades retenidas		920 000

Así pues, el efecto neto de la declaración y pago de dividendos fue reducir en \$80 000 los activos totales de la empresa (capital contable).

Puntos de vista teóricos

Los dos principales puntos de vista teóricos en relación con la importancia de la política de dividendos difieren con respecto a la importancia de los dividendos. Un punto de vista es que los dividendos son irrelevantes y que el monto de dividendos que se paga no afecta el valor de la empresa. Otro punto de vista es que los dividendos son relevantes y que el monto de dividendos que se paga afecta el valor de la empresa, tal como se calcula en el mercado.

Irrelevancia de los dividendos: El principal argumento que indica que los dividendos son irrelevantes fue propuesto inicialmente por Franco Modigliani y Merton Miller en 1961. Modigliani y Miller (M y M) basaron su argumento en varias suposiciones, de las cuales las más decisivas fueron:

1. Que no tiene costo de financiamiento.
2. Que no pagan impuestos.
3. Que no hay incertidumbre.

Utilizando estas tres suposiciones básicas M y M sostuvieron que el valor de la empresa no se determina por el monto de dividendos que se pagan, sino más bien por la capacidad para generar utilidades de los proyectos en los cuales la empresa invierta su dinero. Alegaban que la forma en que la empresa divida sus utilidades entre dividendos y reinversión no tiene efectos directos sobre su valor, ya que en un mundo sin impuestos no hay diferencia alguna entre dividendos y ganancias en bienes de capital. Los argumentos que utilizaron M y M para sostener esta suposición básica se denomina como efecto sobre la clientela. El efecto sobre la clientela afirma que una empresa atrae accionistas cuyas preferencias con respecto

al patrón de pagos y estabilidad de dividendos corresponda al patrón y estabilidad de pagos de la empresa. Como los accionistas, o la clientela de la empresa reciben lo que esperan, el valor de las acciones de ésta no se afecta con los cambios en su política de dividendos.

La clave para la teoría de M y M es la creencia de que como la retención de utilidades es una forma de financiamiento de capital, la venta de acciones comunes es una fuente alternativa de financiamiento de capital. Sostienen que el efecto negativo de la dilución de utilidades y propiedad que resulta de la venta de acciones comunes sobre el valor de las acciones se compensa apenas por el efecto positivo de los dividendos que se pagan. Como M y M suponen que no hay comisiones de corretaje, el costo de conseguir capital común por medio de la retención de utilidades o la venta de acciones nuevas, se supone que, en efecto, sea el mismo. Su conclusión es que dadas ciertas suposiciones "restrictivas" la política de dividendos es irrelevante, ya que no tiene efecto sobre el valor de mercado de la empresa.

Sin embargo, al reconocer que los dividendos de una u otra forma afectan los precios de las acciones, M y M indican que los efectos positivos de los aumentos de dividendos en las acciones son atribuibles, no al dividendo mismo, sino más bien al contenido informativo de los dividendos con respecto a las utilidades futuras. La información que suministran los dividendos hace que los propietarios eleven el precio de las acciones con base en las probabilidades que tengan acerca de utilidades futuras. Los argumentos de M y M inducen a creer que cuando no haya oportunidades aceptables de inversión, la empresa debe distribuir los fondos necesarios a los dueños quienes pueden invertir el dinero en otras empresas que tengan alternativas aceptables de inversión. Esta consideración de los dividendos no un residuo está de acuerdo con la teoría de la irrelevancia de los dividendos de M y M. Esta teoría indica que como, dadas ciertas suposiciones, los dividendos son ajenos al valor de la empresa, ésta no necesita una "política de dividendos".

Importancia de los dividendos: Otra escuela sugiere que sin las suposiciones restrictivas de M y M su argumento se derrumba. Afirma que como, en realidad, los inversionistas operan en un mundo de comisiones de corretaje, impuestos e incertidumbre, es mejor considerar a la empresa a la luz de estos factores.

Si se elimina la suposición de que no hay incertidumbre, puede verse que la mayoría de los inversionistas prefieren algún tipo de pago corriente en forma de dividendos a un rendimiento eventual en forma de una ganancia en bienes de capital. La incertidumbre relacionada con los resultados financieros futuros de la empresa es la que impulsa a los dueños a preferir algún tipo de pago corriente como compensación por el capital que haya invertido. Como los pagos corrientes de dividendos reducen la incertidumbre de inversionistas, estos descuentan las utilidades de la empresa a una tasa más baja, dando así mayor valor a las acciones de la empresa.

Si no se pagaran dividendos, rentaría la incertidumbre del inversionista, elevando la tasa, la cual se descuentan las utilidades de la empresa, y reduciendo el valor de sus acciones.

El argumento anterior con respecto a la disminución de incertidumbre está unida estrechamente al argumento de M y M acerca de que el valor de las acciones de la

empresa pues de aumentar solamente a causa del contenido informativo de los dividendos. Sin embargo M y M no admiten que el mayor precio de las acciones sea el resultado de un aumento en el valor que se asigne a las utilidades debido a una disminución en la incertidumbre acerca de los rendimientos. Indican más bien que el mayor valor que se da a las utilidades se basa solamente en la probabilidad de que sean más altas en el futuro. La dificultad real al refutar la teoría de M y M acerca de la irrelevancia de los dividendos está en oponerse a la utilización del argumento del efecto sobre la clientela de M y M para indicar que para los accionistas la empresa es indiferente recibir dividendos o ganancias en bienes de capital. Eliminando la suposición de M y M de que no se pagan impuestos, es obvio que para los accionistas no sea indiferente si reciben dividendos o ganancias en bienes de capital, ya que tasas impositivas sobre ganancias en bienes de capital son más bajas. Sin embargo, esto no refuta necesariamente el efecto sobre la clientela. Al establecer una política de dividendos la empresa debe tener en cuenta el efecto de los impuestos que favorecer, las ganancias en bienes de capital y la incertidumbre de los rendimientos. Aunque la reducción de la incertidumbre sugiere la necesidad de los pagos de dividendos, y la presencia de impuestos indica la ventaja de utilidades retenidas, ambos factores indican que la decisión de dividendos es importante y los dividendos son importantes.

M y M utilizan la suposición de la ausencia de costos de transacción (es decir comisiones de corretaje) y de impuestos para argumentar que si las oportunidades internas de inversión de la empresa son mayores que el costo de fondos de capital, de la empresa debe retener todas sus utilidades, ya que si se distribuyen las utilidades en forma de dividendos los beneficiados los utilizarían para adquirir acciones de capital adicionales en la empresa. Como los accionistas no tendrían que pagar comisiones de corretaje ni impuestos, su participación en el capital de la empresa no sería diferente si esta hubiera retenido las utilidades.

Este argumento como los otros que presenta M y M es válido, dadas sus suposiciones altamente restrictivas e impracticables.

El principal defensor de la escuela de la importancia de los dividendos, Myro J Gordon, sugiere que los accionistas tienen preferencias por los dividendos corrientes es decir que realmente, hay una relación directa entre la política de dividendos de una empresa y su valor de mercado. Gordon argumenta que generalmente los inversionistas evitan el riesgo y vinculan menos riesgo a los dividendos es de capital corrientes que a las futuras. Este argumento de que "mis vale pájaro en mano" sugiere que la política, de dividendos de una empresa es importante, ya que los inversionistas prefieren alguna clase de dividendos en forma inmediata para reducir su incertidumbre Cuando los inversionistas tienen menos incertidumbre acerca de sus rendimientos, descuentan a una tasa menor las utilidades futuras de la empresa, dando, en un mayor valor a la empresa. Los argumentos de Gordon con respecto a la relevancia de los dividendos son mucho más aceptables que los de M y M. Como en este texto nos ocupamos del comportamiento de las empresas en el mundo actual, el resto de este capítulo da cuerpo a la creencia general de que los dividendos son relevantes, y de que cada empresa debe establecer una política (de dividendos que cumpla los objetivos de sus dueños y de maximizar su riqueza con el transcurso del tiempo).

FACTORES QUE AFECTAN LA POLITICA DE DIVIDENDOS

Es importante que la empresa establezca una política general cota al pago de dividendos. Antes de estudiar los tipos comunes de políticas de dividendos, se deben considerar los factores implícitos en la formulación de, una política de dividendos. Estos factores incluyen ciertas restricciones legales, contractuales e internas, las perspectivas de crecimiento de la empresa, consideraciones por parte de los dueños y consideraciones de mercado.

Restricciones legales, contractuales e internas

La política de dividendos de la empresa a menudo se ve restringida por ciertos factores legales, contractuales v/o internos. Los factores legales provienen de ciertas leyes estatales y federales: las restricciones contractuales normalmente provienen de ciertas cláusulas de préstamo y las internas son el resultado de la situación de activo realizable de la empresa.

Restricciones legales Hay cuatro restricciones legales principales ante las cuales se encuentra la corporación con respecto a sus pagos de dividendos. Se refieren al capital, utilidades netas, insolvencia y la acumulación de utilidades en exceso.

Deterioro del capital La mayoría de los Estados prohíben que las corporaciones distribuyan como dividendo una parte cualquiera del capital social de la empresa, tal como se calculan por el valor a la par de las acciones comunes.

Otros estados definen que el capital social incluye no solamente el valor a la par de las acciones comunes, sino también cualquier capital pagado, sobre la par. Generalmente las restricciones de deterioro de capital se establecen para dar base suficiente de capital que proteja las reclamaciones de los acreedores en los activos de la empresa. Un ejemplo aclara las diferentes definiciones de capital.

EJEMPLO

El balance general de la Compañía harinera del Molino que se presentó en la Tabla 24.2 indicaba que la empresa tenía a acciones comunes con un valor a la par de 109 000, capital sobre par de \$ 200 000 y, utilidades por \$ 13: 000. En estados donde el capital de la empresa se define canto el valor a la par de sus acciones comunes la empresa podría distribuir \$332 000 ($\$.200\ 000 + S\ 132\ 000$) en dividendos sin menoscabar su capital.

En estados donde el capital de la empresa incluye todo el capital pagado, la empresa podría distribuir solamente \$ 132 000 en dividendos.

Utilidades netas El requerimiento de utilidades netas es similar al requerimiento de deterioro de capital en que limita el monto de los dividendos a las utilidades actuales y anteriores de la empresa. En otras palabras, la empresa no puede pagar más en dividendos que la suma de sus más recientes utilidades y superávit. Este requerimiento tiene el mismo efecto que la regla de deterioro de capital en que el capital se define como capital pagado en su totalidad. Sin embargo, el lector debe

reconocer que a la empresa no se le prohíbe pagar dividendos en exceso de sus utilidades corrientes.

EJEMPLO

Los estados financieros de la Compañía Harinera del Molino que se presentaron en la Tabla 24.1 indican que actualmente la empresa tiene disponibles utilidades para distribución por \$32 000. Un análisis del balance general indica que la empresa tiene utilidades retenidas de \$ 100 000. Así pues podría pagar dividendos hasta por \$132 000.

Insolvencia Si una empresa tiene obligaciones vencidas o es legalmente insolvente (es decir un activo es menor que su pasivo), muchos Estados prohíben el pago de dividendos. Esta restricción tiene por objeto proteger a los acreedores de la empresa, prohibiendo la liquidación de una empresa al borde de la quiebra por medio del pago a los dueños de dividendos. El pago de dividendos por parte de una empresa insolvente podría empeorar seriamente las reclamaciones de sus acreedores en caso de bancarrota.

Acumulación de utilidades en exceso El Servicio Interno de Rentas (Internal Revenue Service) prohíbe que las empresas acumulen utilidades en exceso. Los dueños de una empresa deben pagar impuestos sobre la renta por dividendos al recibirlos, pero no se gravan sobre ganancias en bienes de capital por el valor de mercado hasta que se vendan las acciones. Una empresa puede retener gran parte de sus utilidades para proporcionar a los dueños oportunidad de ganancias. Si el Servicio Interno de Rentas (Internal Revenue Service) puede determinar que una empresa ha acumulado un exceso de utilidades para evitar impuestos sobre la renta privada, puede imponer un impuesto de exceso de utilidades al superávit de la empresa. Una empresa que haya pagado dividendos bajos o se haya abstenido de hacerlo, que tenga una retención alta de utilidades y gran cantidad de efectivo y valores negociables, es un candidato probable para que lo investigue el Servicio Interno de Rentas (Internal Revenue Service). No es favorable la actitud del Gobierno Federal con respecto a las empresas que retienen utilidades para que sus dueños eviten pagar impuestos sobre su renta Privada. Esto es un incentivo para que las empresas paguen dividendos si no existen oportunidades atractivas de inversión interna.

Restricciones contractuales. A menudo la capacidad de la empresa para pagar dividendos

se ve restringida por ciertas cláusulas proteccionistas en un convenio de préstamo a largo plazo, una escritura de obligación, un convenio de acciones preferentes o un contrato de arrendamiento. Generalmente estas restricciones prohíben el pago de dividendos hasta que se haya alcanzado cierto grado de utilidades, o limitan el monto de dividendos por pagar a una proporción o porcentaje determinado de las utilidades. Como el efectivo es necesario para pagar dividendos, las restricciones

sobre pagos de dividendos ayudan a proteger a los acreedores, accionistas preferentes y arrendadores por pérdidas a causa de insolvencia por parte de la empresa. Las restricciones contractuales sobre los pagos dividendos son bastante comunes y generalmente su violación es el motivo de una exigencia inmediata para la cancelación, por parte de los proveedores de fondos que se vean afectados.

Restricciones internas La capacidad de la empresa para pagar dividendos por caja se ve restringida generalmente por el monto disponible de excedentes de efectivo. Naturalmente, es posible que una empresa tome prestados fondos para pagar dividendos, pero si el préstamo fuera necesario, es muy probable que se pague el dividendo mínimo. Los prestamistas no están especialmente interesados en prestar dinero para pago de dividendos, ya que éstos no producen beneficios tangibles o de operación que ayuden a la empresa a pagar el préstamo. Es importante tener en cuenta que aunque una empresa pueda tener utilidades altas, su capacidad para pagar dividendos se puede ver restringida por el nivel bajo de activos realizables (caja y valores negociables).

EJEMPLO

Los estados financieros de la Compañía Harinera del Molino que se presentaron en la Tabla 24.1 indican que si se define el capital de la empresa como pagado en su totalidad, la empresa puede pagar \$ 132 000 en dividendos, ya que tiene \$ 100 000 de utilidades retenidas más \$32 000 de utilidades corrientes. La empresa tiene activos líquidos totales de \$50 000 (\$20000 en caja + valores negociables por \$30 000), pero se necesitan \$40 000 para operaciones. En consecuencia, la empresa puede pagar un máximo en dividendos de \$10 000. Es importante reconocer las restricciones de liquidez internas al tomar la decisión de dividendos.

Perspectivas de crecimiento

Se deben evaluar las perspectivas de crecimiento de la empresa al establecer una política de dividendos. La empresa debe planear el financiamiento necesario por medio de sus perspectivas de crecimiento pronosticadas. La disponibilidad de financiamiento exterior y la regulación exacta de los fondos necesarios afectan muchísimo la necesidad de utilidades retenidas para financiar el crecimiento. A continuación se estudian por separado dos factores relacionados con el crecimiento, que son requerimientos financieros y disponibilidad de fondos.

Requerimientos financieros Los requerimientos financieros de la empresa están relacionados directamente con el grado de expansión de activos que se anticipe. Si la empresa está en una etapa de crecimiento puede necesitar todos los fondos a su disposición para financiar desembolsos capitalizables. Una empresa en crecimiento también necesita fondos para mantener y mejorar sus activos. Normalmente las empresas de alto crecimiento se encuentran en necesidad constante de fondos. Sus requerimientos financieros se pueden distinguir como mediatos e inmediatos. Otras empresas que presentan poco o ningún crecimiento, pueden no tener necesidad de fondos nuevos, pero pueden necesitar fondos para reemplazar o modernizar activos. En muchos casos puede que no se requieran estas erogaciones en Corma inmediata sino más bien dos o tres años más tarde.

Esta clase de requerimientos de fondos de empresas maduras se puede considerar periódicos, ya que son solamente para proyectos específicos. La naturaleza de necesidad de fondos de la empresa tiene mucho efecto sobre la disposición de sus utilidades.

Disponibilidad de fondos. Una empresa debe evaluar su situación financiera desde un punto de vista de rentabilidad y riesgo para comprender la naturaleza de su capacidad para conseguir capital externo. Debe determinar no solamente su capacidad para conseguir fondos, sino también el costo y la rapidez con las cuales se pueda obtener el financiamiento. Generalmente la empresa grande y madura tiene mayor acceso a capital nuevo que la empresa en estado de crecimiento rápido.

Por esta razón, los fondos a disposición de la empresa que crece rápidamente pueden no ser suficientes para sostener sus numerosos proyectos. Los fondos a disposición de la empresa que crece rápidamente pueden no ser suficientes para sostener sus numerosos proyectos aceptables. Una empresa en expansión es probable que deba depender en gran parte el financiamiento interno por medio de utilidades retenidas, para aprovechar los proyectos rentables que tenga a disposición. En consecuencia es muy probable que se distribuya como dividendos solamente un porcentaje pequeño de sus utilidades. Sin embargo no todas las empresas en crecimiento son organizaciones pequeñas en lucha permanente; la IBM se considera como una empresa en expansión con distribución baja de dividendos.

La empresa más estable que necesite fondos de capital solamente para erogaciones planeadas, haría mejor en pagar gran parte de sus utilidades, especialmente si tiene fuentes fáciles de financiamiento, en lugar de retener éstas utilidades e invertir las en valores negociables hasta que deba hacerse la erogación planeada. Se supone que los dueños de la empresa pueden obtener mayor rendimiento con otras inversiones. Cuando se necesitan fondos la empresa debe obtenerlos en forma externa. Solamente cuando las fuentes externas de fondos de la empresa sean limitadas, debe retener utilidades para una erogación futura planeada. Si los fondos son de necesidad inmediata, también puede ser justificable la retención de utilidades. El punto importante que debe tener presente el administrador financiero, haciendo caso omiso de si la empresa está en crecimiento o es madura, es que sus procedimientos con respecto a la retención o distribución de utilidades debe tener por objetivo maximizar la riqueza de los dueños.

Consideraciones de los propietarios

Al establecer una política de dividendos, el interés principal debe ser la forma de maximizar la riqueza de los dueños de la empresa en el transcurso del tiempo. Aunque es imposible establecer una política que maximice la riqueza de cada dueño, la empresa debe establecer una política que tenga un efecto favorable sobre la riqueza de la mayoría de sus dueños. Los tres factores que deben tenerse en cuenta son: la situación tributaria de los dueños, las otras oportunidades de inversión que tengan y la dilución de la propiedad.

Situación fiscal de los dueños de la empresa La situación fiscal de los dueños de una empresa puede tener un efecto significativo sobre la política de dividendos de ésta. Si una empresa tiene un gran porcentaje de accionistas acaudalados que estén en una alta categoría tributaria puede distribuir un porcentaje bajo de sus utilidades para proporcionar un ingreso a sus dueños en forma de ganancias en bienes de capital, en lugar de dividendos. Como la tasa impositiva normal, estos dueños

acaudalados se encontrarían ante una menor obligación tributaria. Por otra parte, una empresa puede tener una mayoría de accionistas de menores ingresos que necesiten la renta por dividendos y estén en una categoría tributaria baja. Estos dueños prefieren una mayor utilización de utilidades, ya que su situación tributaria no es fuente de preocupación.

Es bastante difícil para el administrador financiero de una empresa grande y de propiedad diversificada conocer la situación fiscal de sus dueños y puede basar su evaluación solamente en la evaluación de los directores y en los datos que obtenga en el mercado. Si los directores creen que es preferible una distribución baja de dividendos, los dueños que estén en desacuerdo con esta estrategia pueden deshacerse de sus valores y adquirir las acciones de una empresa que distribuya un porcentaje alto de sus utilidades. Aunque, como ya se indicó en la sección anterior, la situación fiscal de los dueños puede no ser el factor principal en la decisión de debe prestarse a ésta un poco de atención.

Oportunidad del dueño Una empresa no debe retener fondos para invertir en proyectos que produzcan rendimientos más bajos de los que los dueños pudieran obtener con inversiones externas. La empresa debe evaluar los rendimientos esperados en sus oportunidades de inversión y determinar si se pueden obtener mayores rendimientos con inversiones externas, tales como valores gubernamentales u otros valores corporativos. Si parece que los dueños tengan mejores oportunidades en otra parte, la empresa debe distribuir un porcentaje alto de sus utilidades. Si las oportunidades de inversión de la empresa son por lo menos tan buenas como en inversiones externas, se justifica una distribución baja de utilidades. Una empresa no debe retener fondos, en forma de valores negociables para hacer alguna erogación futura, más bien, debe distribuir estas utilidades en forma inmediata y conseguir más tarde los fondos necesarios cuando deba hacerse la erogación. Al formular las decisiones de política de dividendos se deben evaluar y considerar las oportunidades de inversión externas de los dueños, pues de otra manera la maximización de la riqueza del dueño puede no llevarse a cabo.

Dilución de la propiedad Como la alternativa que más se puede comparar a la aplicación de utilidades retenidas como fuente de financiamiento de capital es la venta de acciones comunes nuevas, es necesario tener en cuenta la dilución de la participación de propiedad que pueda resultar de una política de alto pago de dividendos. Si una empresa distribuye un porcentaje alto de utilidades, es necesario conseguir nuevo capital contable con acciones comunes, lo cual puede ocasionar la dilución del control y las utilidades para los dueños existentes. Distribuyendo un porcentaje bajo de sus utilidades (es decir reteniendo un porcentaje alto de sus utilidades) la empresa puede minimizar la posibilidad de la dilución del control. Los pagos de un porcentaje alto aumentan la probabilidad de que en el futuro la empresa experimente la dilución.

Es de mayor importancia que los accionistas reconozcan los motivos de la empresa para retener o distribuir un gran porcentaje de utilidades. Aunque la política definitiva de dividendos depende de numerosos factores, es importante evitar el descontento de los accionistas. Si los accionistas no están satisfechos con la política existente de dividendos, puede vender sus acciones aumentando así la posibilidad de que un grupo extraño se apodere de control de la empresa. La "ocupación" de una empresa por parte de extraños es más probable cuando los dueños no estén satisfechos con su política de dividendos.

Es responsabilidad del administrador financiero mantenerse al tanto de la actitud usual de los dueños en lo relacionado con los dividendos.

CONSIDERACIONES DE MERCADO

Al establecer la política de dividendos es importante tener en cuenta ciertos aspectos de comportamiento del mercado de valores. Como la riqueza de los dueños de la empresa se refleja en el precio de mercado de las acciones de la empresa, al formular una política de dividendos adecuada es útil tener conocimiento de la respuesta probable del mercado a ciertos tipos de políticas de dividendos.

OBJETIVOS Y TIPOS DE POLITICAS DE DIVIDENDOS

La sección anterior presentó varios factores que se deben tener en cuenta al establecer una política de dividendos. Algunas veces parece que estos factores estén en conflicto, y es responsabilidad del administrador financiero y del consejo de administración establecer una política de dividendos que cumpla de la mejor manera los objetivos totales de la empresa. Esta sección estudia los objetivos principales de la política de dividendos y los tipos más comunes de políticas de dividendos.

Objetivos de la política de dividendos

La política de dividendos de la empresa representa el plan de acción a seguir siempre que deba tomarse una decisión de dividendos. La política de dividendos se debe formular con dos objetivos fundamentales en mente: maximizar la riqueza de los dueños actuales de la empresa y disponer de fuentes suficientes de fondos. Estos objetivos no son mutuamente excluyentes, si no, más bien interrelacionados. Se deben cumplir teniendo en cuenta varias restricciones legales, contractuales, internas, relacionadas con el dueño y relacionadas con el mercado que limitan las alternativas de quien toma las decisiones al establecer una política de dividendos.

Maximizaci6n de la riqueza La política de dividendos de la empresa debe ser tal, que sustente el objetivo general de maximizar la riqueza de los dueños en el transcurso del tiempo. Se debe proyectar no simplemente para maximizar el precio por acción durante el año siguiente, sino para maximizar la riqueza a largo plazo, ya que se supone que la empresa tiene vida infinita. Naturalmente, teóricamente se espera que los accionistas e inversionistas en perspectiva reconozcan los efectos a largo plazo de una política de dividendos sobre su propiedad, y que este reconocimiento se refleje en el nivel de utilidades futuras que pronostiquen. En realidad, los dueños a menudo no están completamente conscientes de las implicaciones de ciertas políticas de dividendos y como resultado su conducta puede ocasionar una caída en el precio de las acciones. Es responsabilidad de la administración de la empresa poner al tanto a los dueños acerca de los objetivos e implicaciones de la política de dividendos, de tal manera que la reacción del mercado sea favorable.

Suministro de suficiente financiamiento La provisión de suficiente financiamiento se puede considerar como objetivo secundario de la política de dividendos. Sin financiamiento suficiente para poner en ejecución proyectos aceptables, el proceso de maximización de la riqueza no se puede llevar a cabo. La empresa debe pronosticar sus necesidades futuras de fondos teniendo en cuenta la disponibilidad externa de fondos y ciertas consideraciones de mercado, determinar el monto de

financiamiento de utilidades retenidas necesariamente y el monto de utilidades retenidas disponibles después de haber pagado los dividendos mínimos. En otras palabras, los pagos de dividendos no se deben considerar como una erogación residual sino más bien como una erogación necesaria, después de los cuales cualquier remanente se puede reinvertir en la empresa. Si la empresa fuera a considerar como residual sus pagos de dividendos, estaría sustentando la teoría de la irrelevancia de los dividendos que ya se describió. Al invertir utilidades retenidas en proyectos rentables y al distribuir solamente utilidades retenidas "extra" o residuales, al administrador financiero no atribuye importancia alguna a los dividendos. Si el dividendo es tan relevante para la evaluación; de la empresa como parece, el trato de los dividendos como un residuo en lugar de una variable de decisión eficaz está de acuerdo con el objetivo de maximización de la riqueza del dueño. Sola-2r, raras ocasiones debe la empresa suprimir sus dividendos para obtener fondos. El punto importante que debe recordarse aquí es que el monto disponible de financiamiento con utilidades retenidas se debe pronosticar con base después de dividendos, ya que se puede esperar que el mercado reaccione en forma adversa a la supresión de dividendos.

Tipos de políticas de dividendos

Aunque hay un número infinito de políticas posibles de dividendos a disposición del negocio, la mayoría de ellas tienen varias características fundamentales. En esta sección se describen brevemente tres de las políticas de dividendos que se utilizan más comúnmente: política de proporción de pago constante, política de monto constante y política de dividendos regulares y extra. La política de dividendos de una empresa en particular puede incorporar elementos de cada una de estas políticas.

Política de proporción de pago constantes Un tipo de política de dividendos que a menudo adoptan las empresas en el uso de una proporción de pagos constantes. La empresa simplemente establece un determinado porcentaje de utilidades que se distribuyen cada período. El problema con este tipo de política es que si las utilidades de la empresa rebajan u ocurre una pérdida en un periodo dado, los dividendos son bajos, o aún desaparecen. Como se considera que los dividendos proporcionan cierta información acerca del futuro de la empresa, es muy probable que las acciones de la empresa se vean afectadas en forma adversa por un hecho de esta naturaleza. Un ejemplo aclara los problemas que se presentan con una política de proporción de pagos constantes.

EJEMPLO

La Compañía de Autos del Valle tiene por política pagar el 40% de sus utilidades. En períodos en que se presenta una pérdida, la política de la empresa es la de no pagar dividendos. Las ganancias y dividendos por acción de la Compañía durante los últimos seis años son los siguientes:

Año	Ganancias por acción	Dividendos por acción
1970	\$ 4,50	\$1,80
1971	2,00	,80
1972	- 1,50	,00
1973	1,75	,70
1974	3,00	1,20
1975	- 0,50	,00

Los dividendos aumentaron en el período 1972-73 y 1973-74 y disminuyeron en 1970-71, 1971-72 y 1974-75. Generalmente en años de dividendos disminuidos las acciones de la empresa están en baja y cuando estos aumentan, aumenta el precio de

Las acciones. Los pagos esporádicos de dividendos de la Compañía pueden restar certidumbre ante los dueños acerca de los rendimientos que puedan esperar por su inversión en la empresa, y generalmente reducen los precios de las acciones. Aunque algunas empresas utilizan la política de dividendos de proporción de pagos constantes, esto no es recomendable.

Política de cantidad constante Otra clase de política de dividendos se basa en el pago de un dividendo de monto fijo cada período. Esta política no suministra a los dueños información favorable o desfavorable, pero minimiza su incertidumbre. Las empresas que utilizan esta política a menudo aumentan el dividendo de monto fijo una vez que se haya presentado un aumento comprobado de utilidades. Con esta política los dividendos casi nunca disminuyen. Un ejemplo aclara la forma en que opera la política de dividendos de monto constante.

EJEMPLO

La política de dividendos de la Compañía Petrolera de Tulsa es pagar anualmente dividendos de \$1 por acción hasta que las ganancias por acción hayan excedido los \$4 durante tres años consecutivos, época en la cual el dividendo anual se eleva a \$1,50 por acción y se establece un nivel nuevo de dividendos. La empresa no espera disminuir sus dividendos a menos que su liquidez esté en peligro. Las ganancias y dividendos de la Compañía durante los últimos doce años se presentan a continuación.

AÑO	Ganancias por acción	Dividendos por acción
1964	3,00	\$1,00
1965	2,80	1,00
1966	,50	1,00
1967	,75	1,00
1968	3,00	1,00
1969	6,00	1,00
1970	2,00	1,00
1971	5,00	1,00
1972	4,20	1,00
1973	4,60	1,50
1974	3,90	1,50
1975	4,50	1,50

Se puede ver que, haciendo caso omiso del nivel de utilidades, la empresa pagó dividendos por acciones de \$ 1 en 1972. En 1973 el dividendo se elevó a \$1,50 por acción, pues se alcanzaron ganancias de \$4 por acción durante tres años consecutivos. En 1973 la empresa también habría tenido que establecer un nuevo nivel de utilidades para aumentos adicionales de dividendos.

A menudo una política de dividendos de cantidad constante, tal como la de la Compañía Petrolera de Tulsa, se cimenta sobre un objetivo de proporción de pago de dividendos. La empresa trata de distribuir cierto porcentaje de sus utilidades, pero más que dejar que fluctúen los dividendos paga un dividendo establecido y lo ajusta al objetivo de pagos a medida que se presentan aumentos de utilidades comprobados. Por ejemplo, la Compañía Petrolera de Tulsa parece que tiene un objetivo de proporción de pagos de aproximadamente el 35%.

El pago fue de aproximadamente el 33 % (51 – 53) cuando se estableció la política de dividendos. 1964 y se cambió a \$1,50 cuando las ganancias por acción fueron mayores de por acción, o sea aproximadamente el 38 %. La utilización del objetivo de proporción pagos con, una política de dividendos de monto fijo no es excepcional.

Política de dividendos regulares y extra Algunas empresas establecen una política de dividendos de, cantidad constante que se denomina como dividendo regular. Si las utilidades son mayores que lo normal en un período dado, la empresa puede pagar un dividendo adicional que se designa como dividendo extra, Al estimular la suma en que el dividendo extra sobrepaga los pagos normales, la empresa evita dar falsas esperanzas a los accionistas existentes y en perspectiva

acerca de dividendos mayores en períodos posteriores. El uso de la estipulación de extras regulares es común, especialmente entre las compañías que experimentan variaciones cíclicas de utilidades.

Al establecer un dividendo regular que se pague cada período, la empresa da a los inversionistas el ingreso estable por dividendos necesario para cimentar su confianza en la empresa, en tanto que el dividendo extra permite que estos participen del botín si la empresa atraviesa un período especialmente favorable. Las empresas que utilizan esta clase de política de dividendos deben elevar el nivel del dividendo regular una vez que se hayan alcanzado aumentos comprobados de utilidades. No debe permitirse que el dividendo extra se convierta en un evento regular, pues llegaría a carecer de significado. Es aconsejable la utilización del objetivo de proporción de pagos al establecer un nivel regular de dividendos.

Las tres políticas de dividendos que se describen en esta sección son solamente los planes principales a disposición de la empresa, y se ha hecho énfasis en la interrelación de estos planes. El lector debe tener en cuenta la importancia de establecer una política de dividendos que conozcan no solamente los directores, sino también los dueños de la empresa. La política se debe ajustar a las diferentes restricciones que se imponen a la empresa y ésta debe cumplir con el objetivo a largo plazo de maximizar la riqueza del dueño.

DIVIDENDOS SIN DESEMBOLSO

Hasta este punto se ha prestado atención en este capítulo al pago de dividendos, en efectivo. La empresa tiene varias alternativas o complementos al pago de dividendos en efectivo. Un sistema excepcional, que no se estudia en este texto, es el pago de dividendos en mercancías de las que produce la empresa. Sin embargo, en esta sección se estudian dos métodos de pago de dividendos sin desembolso, que son dividendos en acciones y re adquisiciones de acciones. Los dividendos en acciones se pueden reconocer fácilmente como un pago de dividendos. La readquisición de acciones tiene un efecto similar al del pago de dividendos, ya que se puede considerar como unos métodos alternativos de distribuir fondos a los dueños de la empresa.

Dividendos en acciones

A menudo las empresas pagan dividendos en acciones como reemplazo o complemento al pago de dividendos, en efectivo. Aunque los dividendos en acciones no tienen valor real, es probable que los accionistas de la empresa crean que representan algo que no tenían antes y que, en consecuencia, tiene valor. Por definición, un dividendo en acciones es un pago de capital a los dueños existentes. En esta sección se estudian los aspectos contables, el punto de vista del accionista y el punto de vista de la compañía acerca de los dividendos en acciones.

Aspectos contables. En sentido contable el pago de un dividendo en acciones es un traslado de fondos entre cuentas de capital, más que una aplicación de fondos. Cuando una empresa declara un dividendo en acciones, los procedimientos generales son respecto a su anuncio y distribución son los mismos que ya se describieron para un dividendo en efectivo.

La diferencia es que el dueño recibe acciones adicionales, que en realidad representan algo que ya es de su propiedad. No cambia su proporción en la propiedad ni aumentan los activos de la empresa. A continuación se presenta un ejemplo de los asientos contables relacionados con el pago de dividendos en acciones.

EJEMPLO

En la actualidad el capital contable de la Compañía J y L en su balance general es el siguiente:

Acciones preferentes	300 000
Acciones comunes (100 000 acciones a \$4 par)	400 000
Capital pagado en exceso de la par	600 000
Superávit	<u>700 000</u>
Capital contable	2000 000

Si J y L declara un dividendo en acciones del 10% y el precio de mercado de sus acciones es de \$15 por acción, se capitalizan \$150 000 ($10\% \cdot 15/\text{acción} \cdot 100\ 000$ acciones) de utilidades retenidas. Los \$150 000 se distribuyen entre las acciones comunes y el capital pagado en exceso de las cuentas a la par con base en el valor a la par de las acciones comunes. Los saldos contables que resultan se presentan a continuación:

Acciones preferentes	300 000
Acciones comunes (110 000 acciones a \$4 par)	440 000
Capital pagado en exceso de la par	710 000
Superávit	<u>550 000</u>
Capital contable	2000000

Obviamente, el valor neto de la empresa no cambia como resultado de pago de dividendos en acciones del 10%. Como se emitieron 10000 acciones nuevas (10% de \$ 100 000) y el precio predominante de mercado era de \$15 por acción, se trasladaron \$ 150 000 (\$15 por acción \cdot 10 000 acciones) de ganancias retenidas a las cuentas de acciones comunes y capital pagado. Se agregó un total de \$40 000 (\$4 par - 10 000 acciones) a acciones comunes y los restantes \$110 000 [(\$15 — \$4) 10 000 acciones] se agregaron al capital pagado en exceso de la par. El lector

debe reconocer que el capital contable de la empresa no ha cambiado, simplemente se han redistribuido fondos entre las cuentas de capital contable.

Punto de vista de los accionistas El accionista que recibe un dividendo en acciones no percibe nada de valor. Después de pagar el dividendo en acciones, el valor por acción de su capital disminuye en proporción al dividendo en acciones, de manera tal que el valor de mercado de sus pertenencias en la empresa permanece sin modificación. Su proporción de propiedad en la empresa también permanece igual, y mientras las utilidades de la empresa no sufran alteración, tampoco lo hace su proporción en las utilidades. Un ejemplo aclara este punto.

EJEMPLO

El señor X tenía 10 000 acciones de capital de la Compañía J y L. Las utilidades más recientes de la Compañía fueron de \$220000, y no se espera que estas varíen en un futuro cercano. Antes del dividendo en acciones el Señor X tenía el 10 % de las acciones de la empresa (10 000 acciones— 100 000 acciones) las cuales se estaban vendiendo a \$15 por acción. Las ganancias por acción eran de \$2,20 (\$220 000 — 100 000 acciones). Como el Señor X tiene 10 000 acciones sus ganancias eran de \$22 000 (\$2,20 por acción • 10 000 acciones). Después de recibir el dividendo en acciones del 10% el Señor X tiene 11000 acciones que una vez más representan el 10% de la propiedad (11 000 acciones – 110 000 acciones). Se puede esperar que el precio de mercado de las acciones rebaje a \$13.64 por acción [\$15 (\$1 1.10)J, lo cual quiere decir que el valor de mercado de las pertenencias del Señor X es de \$ 150 000 (11000 acciones • \$13.64 por acción). Este es el mismo valor inicial de sus pertenencias (10 000 acciones • \$15 por acción). Las ganancias futuras por acción rebajan a 52 (\$220000— 110 000 acciones), ya que los mismos \$220000 de ganancias se deben dividir ahora entre 110 000 acciones. Como el Señor X aún es propietario del 10%de las acciones, su participación en las ganancias totales es aún de 522 000 (\$2/acción • 11 000 acciones). En resumen, si las utilidades de la empresa permanecen constantes y disminuyen sus dividendos, un dividendo en acciones puede dar por resultado un valor menor de mercado para las acciones de la empresa.

Algunas veces cuando una empresa emite un dividendo en acciones, mantiene el dividendo por acción, aumentando así la distribución de dividendos ya que hay más acciones vigentes. Esta clase de operación representa en realidad un aumento en dividendos que puede ocasionar un mayor valor de mercado para las acciones de la empresa. El efecto de este dividendo aumentado depende en parte de las oportunidades existentes de inversión y de las necesidades de fondos de la empresa. Otra ventaja del dividendo en acciones es su contenido informativo. Aunque no tiene valor corriente, el dividendo en acciones puede indicara los dueños si la empresa retiene y reinvierte sus utilidades, éstas aumentan lo suficiente para compensar con creces el menor valor de mercado y ganancias por acción provenientes del pago del dividendo en acciones.

Punto de vista de la compañía Resulta más costoso emitir los dividendos en acciones que los dividendos en efectivo, pero las ventajas de su utilización generalmente compensa estos costos. Con el dividendo en acciones las empresas

encuentran una manera de dar algo a sus dueños sin tener que recurrir a la utilización de fondos. Generalmente, cuando una empresa crece rápidamente y necesita financiamiento interno para continuar su crecimiento, se utiliza un dividendo en acciones. Mientras los inversionistas reconozcan que la empresa se está reinvertiendo sus utilidades de manera tal que maximice sus utilidades futuras, el precio de mercado de las acciones de la empresa no debe sufrir efectos adversos. Si paga el dividendo en acciones, de tal manera que puedan retenerse fondos para cancelar cuentas vencidas, puede que la reacción del mercado sea menos favorable.

El lector puede reconocer una similitud entre dividendos en acciones y divisiones de acciones que se estudiaron en el Capítulo 22. Como el dividendo en acciones rebaja el precio de las acciones de la empresa, tiene un efecto similar al de una división de acciones. Un precio más bajo por acción puede significar una Actividad mayor en el mercado de las acciones. Sin embargo, la utilización de dividendos en acciones para rebajar el precio de mercado de las acciones se debe tener en cuenta solamente como objetivo colateral. La utilización principal de los dividendos en acciones desde el punto de vista de la empresa, es un medio para evitar la distribución de efectivo y dar a los dueños, al mismo tiempo, cierta clase de crédito psicológico o informativo.

Readquisiciones de acciones

Desde hace algún tiempo las empresas han comenzado a readquirir acciones suscritas en el mercado. Las acciones comunes se readquieren por varias razones, tales como obtener acciones para utilizar en adquisiciones, para planes de opciones de acciones o simplemente para acciones suscritas. Esta sección se ocupa de la readquisición de acciones para su retiro, ya que esta clase de readquisición se puede utilizar como sustituto para el pago de dividendos. Cubre los asientos contables que resultan de las readquisiciones, motivos para el retiro de acciones y el proceso de readquisición.

Asientos contables Los asientos contables que se producen cuando se readquieren acciones son una disminución de efectivo y la apertura de una cuenta de activos que se denominen "acciones en tesorería" que normalmente aparece como deducción de capital contable. La denominación de acciones en tesorería se utiliza para indicar la presencia de acciones readquiridas en el balance general de la empresa. La readquisición de acciones se puede considerar como un dividendo pues involucra la distribución de efectivo a los dueños de la empresa que son los vendedores de las acciones.

Motivos para el retiro de acciones Cuando se readquieren acciones comunes para su retiro, el motivo fundamental es distribuir excedentes de caja de los dueños de la empresa. El retiro de acciones quiere decir que los dueños reciben efectivo por sus acciones. La razón fundamental general para esta operación es que mientras las utilidades permanezcan constantes la readquisición de acciones reduce el número de acciones suscritas, elevando las ganancias por acción y en consecuencia el precio de mercado de cada una de ellas. El retiro de acciones comunes se puede considerar como un tipo de dilución a la inversa ya que las ganancias por acción, y el valor de mercado de ellas, aumenta al reducir el número de acciones vigentes.

Un ejemplo sencillo aclara este punto.

EJEMPLO

La Compañía Rivera ha hecho públicos los siguientes datos financieros.

Utilidades disponibles para acciones comunes	1 000 000
Número de acciones suscritas	400 000
Ganancias por acción (\$1 000 000 — 400 000)	2,50
Precio de mercado por acción	50.00
Proporción de precio sobre utilidades (\$50 / \$2,50)	20.00

La empresa proyecta pagar dividendos de \$2 por acción, lo cual eleva el precio de cada una de ellas a \$52 (el precio de mercado es de \$50) mientras se estén vendiendo las acciones con dividendos. El monto total de dividendos pagaderos por la empresa es de \$ 800 000 (400 000 acciones \$ 21 por acción). Sin embargo, en lugar de pagar \$800 000 en dividendos, la empresa podría readquirir acciones a razón de \$52 por acción. Con \$800 000 podría readquirir aproximadamente 15 385 acciones. Como resultado de esta readquisición quedaría un saldo de 384 615 acciones suscritas (400 000 acciones — 15 385 acciones). Las ganancias por acción se elevarían a \$2,60 (\$1 000 000 -- 384 61 S), y si las acciones aún se vendieran a 20 veces las ganancias, su valor de mercado se elevaría a \$52 por acción. Se debe tener en cuenta que el precio de mercado por acción sería el mismo, es decir \$52, haciendo caso omiso de si se paga el dividendo o se readquieren las acciones.

Las ventajas de las readquisiciones de acciones son, aumentar las ganancias por acción y ciertos beneficios fiscales. El aumento en ganancias por acción de la Compañía Rivera se ilustró arriba. La ventaja tributaria proviene del hecho de que si se paga el dividendo los dueños tienen que pagar impuestos normales sobre la renta, en tanto que el aumento de \$ 2 en el valor del mercado de las acciones por razón de la readquisición de acciones es gravable a la tasa sobre ganancias en bienes de capital (suponiendo que se hayan quedado las acciones por lo menos durante 6 meses). El Servicio Interno de Rentas (Internal Revenue Service) vigila estrechamente a las empresas que readquieren acciones en forma regular e impone sanciones si cree que estas readquisiciones se hicieron para proteger a los accionistas de tener que pagar impuestos sobre dividendos.

Aunque la utilización de readquisiciones de acciones para retirar acciones se considera muy usualmente como una decisión de dividendos, algunos la consideran como una inversión o decisión financiera. Una readquisición de acciones es una decisión de inversión en el sentido de que la empresa tiene excedentes de caja pero ninguna oportunidad aceptable de inversión, excepto readquirir acciones. Esto se puede considerar como una inversión en las propias acciones de la compañía, que a la larga debe contribuir a maximizar la riqueza de los dueños restantes, aunque no se pueda atribuir un rendimiento específico a la inversión. El retiro de acciones por medio de readquisiciones se puede considerar como, una decisión financiera en el sentido de que permite que la empresa desplace su razón de deuda capital a una situación de mayor apalancamiento. Cuando se utiliza la deuda o acciones preferentes para conseguir fondos para una readquisición de acciones, es más probable que esto se considere como una decisión financiera. Sin embargo, en este capítulo nos ocupamos principalmente de la utilización de readquisiciones de acciones como una forma de dividendos.

Proceso de readquisición Cuando una compañía tiene la intención de readquirir un paquete de acciones suscritas, debe comunicar sus intenciones a los accionistas. Específicamente, debe informarles acerca del propósito de la readquisición y de la disposición (si la hay) que se proyecte dar a las acciones readquiridas. Usualmente se utilizan dos métodos de readquisición. Uno de ellos es readquirir acciones en el mercado abierto. Esto presiona el alza en el precio de las acciones si la cantidad que se vaya a readquirir es razonablemente grande en comparación con el número total de acciones vigentes. Al hacer readquisiciones de paquetes importantes de acciones en el mercado abierto, es muy importante que se comunique dicha operación a los propietarios de las acciones. Si no se les comunica, pueden vender sus acciones cuando aumente el precio, sin tener en cuenta que resulta un aumento en las ganancias por acción que probablemente eleve más aún el precio de éstas.

El segundo método para readquirir acciones es por medio de ofertas de compra. Una oferta de compra es una oferta formal por parte de la empresa para adquirir un número dado de acciones a un precio determinado. Para atraer compradores, el precio al cual se hace la oferta de compra se fija sobre el precio corriente de mercado. Si el número de acciones que se desea no se puede readquirir por medio de la oferta de compra, se pueden hacer compras en el mercado abierto para obtener las acciones adicionales. Las ofertas de compra son preferibles al readquirir un gran número de acciones, ya que las intenciones de la compañía se manifiestan claramente y cada accionista tiene la oportunidad de vender sus acciones al precio de oferta.

RESUMEN

En este capítulo se han estudiado dos temas íntimamente relacionados, que son utilidades retenidas (superávit) y dividendos. La decisión de dividendos normalmente es una decisión trimestral que toma el administrador de la corporación. Cualquier remanente de utilidades después de pagar dividendos se convierte en utilidades retenidas que para la empresa representan fondos reinvertidos. Las utilidades retenidas son fuente de financiamiento para el negocio. Como son una fuente de capital, representan una alternativa a deuda a largo plazo, obligaciones, acciones

preferentes o la venta de acciones comunes nuevas. Las utilidades retenidas se pueden considerar como una emisión de acciones comunes completamente suscrita, ya que representan nuevo capital contable.

Se han propuesto argumentos teóricos que sugieren la irrelevancia de los dividendos con respecto al valor de mercado de una empresa. Los proponentes principales de esta corriente son Modigliani y Miller que basan sus pruebas en suposiciones muy poco prácticas y restrictivas. Otra escuela sugiere que, a falta de las suposiciones restrictivas de M y M, los dividendos son relevantes y un factor importante para maximizar la riqueza de los dueños de la empresa. El pago de dividendos reduce la incertidumbre de los dueños en lo referente al futuro éxito de la empresa y hace que descuenten sus utilidades a una tasa más baja. El efecto de esta tasa de descuento más baja es aumentar el valor de mercado de las acciones de la empresa.

La empresa debe tener en cuenta ciertos factores al establecer su política de dividendos. Las leyes estatales prohíben la distribución de capital, que se define como el valor a la par de las acciones o todo el capital pagado. Algunas leyes limitan los dividendos a un monto que sea igual solamente a las utilidades corrientes y retenidas. La mayoría de los Estados prohíben que empresas insolventes distribuyan dividendos. Las cláusulas de préstamos, escrituras de obligaciones, contratos de arrendamiento y actas de acciones preferentes, muy a menudo limitan los dividendos a cierta cantidad. La cantidad de efectivo y valores negociables que tenga una empresa a menudo opera como una restricción interna sobre dividendos. Otros factores que requieren consideración por parte de la empresa son sus perspectivas de crecimiento, los impuestos de los dueños, otras oportunidades de inversión de los dueños, la dilución y ciertas consideraciones de mercado.

La empresa debe establecer una política de dividendos que maximice la riqueza de sus dueños en el transcurso del tiempo, al mismo tiempo que le permita financiamiento suficiente para perpetuarse. Un dividendo no se debe considerar como un pago residual para los dueños, sino que debe establecerse y en seguida reinvertir cualquier utilidad remanente. Las políticas de dividendos comunes incluyen una proporción de pagos constantes, dividendos de cantidad constante o dividendos regulares y extra. A menudo la política de dividendos de una empresa es una combinación de estas políticas. Usualmente las empresas establecen un objetivo de proporción de pagos, que se esfuerzan en mantener haciendo aumentos discretos de dividendos con base en aumentos comprobados de utilidades. La mayoría de las empresas tratan de establecer políticas de dividendos que no las obliguen a disminuirlos.

Ocasionalmente las empresas no pueden pagar dividendos o pueden pagar solamente un dividendo bajo. Para dar algún indicio a los dueños de que la empresa está operando satisfactoriamente pueden pagar dividendos en acciones. Los dividendos en acciones son el resultado de capitalizar utilidades retenidas y realmente no tienen valor para el beneficiario. Sin embargo, el efecto psicológico de los dividendos en acciones sobre los dueños, generalmente es favorable. Otro método de pagar dividendos sin desembolsos de caja es readquirir y retirar acciones para aumentar sus utilidades y el precio de mercado por acción. El hacer readquisiciones de acciones en vez de pagar dividendos puede proporcionar beneficios tributarios a los dueños de la empresa. Algunas empresas readquieren

acciones para opciones de acciones, para adquisiciones o por razones de financiamiento. Las readquisiciones de acciones se pueden hacer directamente en el mercado o por medio de ofertas de compra.