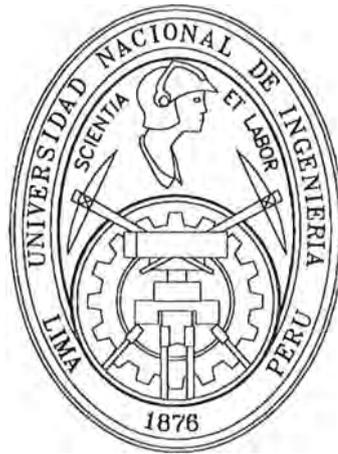


UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERIA

**FACULTAD DE INGENIERIA ECONOMICA Y
CIENCIAS SOCIALES**



**ESTRATEGIA DE REESTRUCTURACION FINANCIERA PARA EMPRESAS CON
PROBLEMAS DE INSOLVENCIA
1996-2000**

PARA OPTAR EL TITULO PROFESIONAL DE:

INGENIERO ECONOMISTA

POR LA MODALIDAD DE TESIS

ELABORADO POR :

GOLDA MANSILLA NUÑEZ

Lima – PERU

2002

DEDICATORIA:

A Dios y a mis padres por la
paciencia y la confianza
depositada en mi.

**ESTRATEGIA DE REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA PARA EMPRESAS CON
PROBLEMAS DE INSOLVENCIA**

1996-2000

INDICE

Presentación

Introducción

I.- ASPECTOS TEORICOS Y METODOLOGÍA	Pág.
1.1 Marco Teórico	6
1.2 Marco Conceptual	15
1.2.1 Los Créditos	15
1.2.2 El Estado de Perdidas y Ganancias	31
1.2.3 El Balance General	31
1.2.4 El Flujo de Caja	32
1.2.5 Los Ratios Financiero	32
1.2.6 Las Acciones	41
1.2.7 Los Bonos	42
1.3 Planteamiento del problema	43

1.4 Los Objetivos	44
1.5 Las Hipótesis	45
1.6 La Metodología	45
II.- LA ECONOMIA PERUANA Y LA REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA	
2.1 La Economía Peruana 1996-2000	46
2.2 El papel del sector empresarial en la economía	48
2.3 Importancia del mercado financiero en la Reestructuración	49
2.4 Marco Legal	52
III.- CRISIS FINANCIERA, INSOLVENCIA	
3.1 Crisis por Insolvencia y factores que generan la crisis	68
3.2 Endeudamiento de las empresas	74
3.3 Las empresas frente a sus dificultades financieras	76
IV.- ESTRATEGIAS Y PROPUESTAS	
4.1 Estrategias en la Reestructuración Financiera	79
4.1.1 Empresas potencialmente viables y económicamente rentables	80
4.1.2 Agrupamiento de Acreedores	92
4.1.3 Creación de los Títulos Valores	99
4.1.4 Inscripción y colocación de los Títulos Valores	103
4.2 El Papel de los Agentes Económicos Relevantes en la Reestructuración	117

4.3 Proyección Económico Financiero	120
4.3.1 Evaluación de las proyecciones	123
4.4 Ventajas y desventajas	124
4.5 Limitaciones y recomendaciones	126
Anexos:	
Anexo 1: Caso de la empresa "Bakelita y Anexos S.A."	130
Anexo 2: Experiencias similares vividas en otros países	137
Conclusiones	147
Bibliografía	149

PRESENTACIÓN

El empresario como agente económico y de acuerdo al actual entorno globalizado, debe lograr ser competitivo, reducir costos, adquirir tecnología, realizar aportes de capital etc., por otro lado la falta de control, rentabilidad, respuesta inmediata y oportuna puede llevarlo a problemas de insolvencia técnica. Este estado de imposibilidad de cumplimiento con sus obligaciones inmediatas, lo llevan acogerse a la Ley de Reestructuración Patrimonial, el cual presenta alternativas como el concurso preventivo, el sistema simplificado y el proceso de insolvencia, siendo éste último el de mayor acogida.

El proceso de insolvencia exige la presentación de un plan de reestructuración que será sometida a la aprobación de la Junta de Acreedores, la reestructuración patrimonial tiene dos dimensiones que muchas veces se confunden y que se deberían diferenciar.

La reestructuración económica-estratégica y la reestructuración financiera. La primera llamada también viabilidad que apunta a la relación de la empresa con el mercado y se centra en el concepto de valor añadido. Si la empresa ha perdido competitividad y productividad, de nada servirá reestructurarla financieramente si los productos o servicios no son requeridos por el mercado.

La presentación de una metodología para un plan de reestructuración presenta criterios técnicos paso por paso que ilustra el mecanismo utilizado en el tiempo, en el caso de la reestructuración económico-estratégica se mencionarán conceptos generales o características propias que se deberá rescatar de la empresa a reflotar.

La reestructuración debería busca crear un carácter diferencial en las relaciones que se tienen con los empleados, clientes y accionistas y operar de manera tal que se multiplique el valor de ese carácter distintivo, que lo lleve a crear valor que es el principal objeto de las empresas.

INTRODUCCION

La difícil situación financiera por la cual están atravesando las empresas actualmente, requieren con frecuencia tomar una determinación con respecto al destino de las mismas, principalmente en función a la viabilidad del negocio, es que se decidirá seguir por su reestructuración o liquidar a la empresa.

En el caso de empresas viables operativamente, para su reestructuración financiera y de fortalecimiento patrimonial, se propondrá crear instrumentos financieros de reestructuración de la deuda emitido para un mercado primario formado por los acreedores; a su vez éstos podrían recurrir a un mercado secundario para captar recursos frescos de capital que contribuyan a lograr la reestructuración de mas empresas, cuya trascendencia sería reactivadora para la economía.

En la reestructuración participan diferentes agentes; el Estado es el agente de mayor importancia, por lo cual su papel; no sólo como acreedor (SUNAT, EsSalud, etc.); debería ser el establecer un marco legal que permita la reestructuración de mas empresas, facilitando o brindando mecanismos de apoyo a bajo costo o sin costo alguno para la inscripción de los títulos valores.

El planteamiento de reestructuración propone mecanismo que logra captar recursos frescos del mercado secundario donde los agentes demandantes de títulos, como los institucionales (AFP's, Seguros, Fondos Mutuos) a los que se les ofrece una opción mas en títulos donde podrán invertir sus excedentes de liquidez en busca de rentabilidad futura, expresada precisamente por los títulos de reestructuración.

A este planteamiento no se descarta complementos estrategias que se señalan mas adelante. Las empresas favorecidas en la reestructuración deberán estar dispuestas y preparadas para configurar, organizar e ingresar a un nuevo modelo de empresas de naturaleza moderada.

La metodología tiene como objetivo estratégico global de encontrar una salida financiera al problema de insolvencia, planteando una reprogramación de la deuda, cuantificada y estructurada en títulos de deuda y de participación en mediano y largo plazo que tengan como finalidad crear un mercado secundario de títulos o papeles de reestructuración, asimismo el Estado participa como titular de valores que provienen de la deuda reprogramada de origen tributario, y se podría crear títulos que despertaran el interés de comitentes por las ventajas y tributos del título que podría concebirse como híbrido puesto que además de ofrecer una tasa de interés como renta fija; podría configurar crédito tributario negociable.

Uno de los objetivos es proponer un mercado secundario de títulos de deuda y de participación producto de la reestructuración de la deuda de empresas insolventes o de aquellas que están con signos de caer en dicha situación de insolvencia.

Cabe destacar que lo más importante de esta reestructuración mediante títulos de deuda y de participación, serán el medio de captación de recursos frescos de capital del mercado de valores que en el mediano plazo terminará financiado en gran parte el problema de insolvencia de las empresas en reestructuración, que podría llegarse a pagar a plazos que van entre dos y seis años. Los títulos de deuda y participación que aceptan los acreedores de empresas reestructuradas, incluido el Estado, podrán beneficiarse con la liquidez lograda en el mercado secundario de valores.

Este planteamiento requerirá del apoyo de todo un mecanismo, como un marco legal, por otra parte apoyo de las instituciones como la SBS, el BCRP y el Ministerio de Economía y Finanzas, y que regulan el mercado de valores como la CONASEV.

El hecho de captar recursos frescos a cambio de títulos en el mercado de valores; contribuye a restablecer la cadena de pagos y por tanto contribuirá a reactivar la economía del país por lo que sería de necesidad inmediata su implementación.

Finalmente en los Anexos se presentan las proyecciones de la empresa "Bakelita y Anexos S.A." y las experiencias de reestructuración empresarial emprendida en Colombia, país en el que se establecieron las acciones y los bonos de riesgo, para llevar a cabo la reestructuración, asimismo se incluye la experiencia de Argentina.

CAPITULO I

ASPECTOS TEORICOS Y METODOLOGÍA

1.1 Marco Teórico

a.- El Valor

Para los clásicos

Consideraron que el conocimiento de la ley del valor era el punto de partida y el tema más trascendente de la economía política; a partir de el se pueden comprender todos los aspectos importantes del acontecer económico, como es la creación de valor en un negocio.

Según Adam Smith:

En su libro fundamental, (“La Riqueza de las Naciones”), Adam Smith, al referirse al valor asevera que:

“Ha de observarse que la palabra valor tiene dos significados diferentes: expresa a veces la utilidad de algún objeto particular, y, en ocasiones, el poder de comprar otros bienes que la posesión de ese objeto confiere. El uno puede llamarse “valor de uso”; el otro, “valor de

cambio”. Las cosas que tienen máximo valor de uso poseen frecuentemente un valor de cambio pequeño o nulo; y, al contrario, las que tienen gran valor de cambio poseen con frecuencia un valor de uso de cambio pequeño o nulo.”

“Para Smith el trabajo invertido en producir activos que no sea apropiadamente fijado no de dejará huella o valor alguno.

...la conclusión que yo saco es que el capital no es el stock de activo reunidos sino el potencial de estos para desplegar una nueva producción. Este potencial es, por supuesto abstracto... crear capital también exige un proceso de conversión que libere el capital potencial apresado en un activo".¹

“Hay diferentes especies de moneda de papel, pero las letras circulantes, o billetes de Banco, son las más conocidas, y las que sirven más a nuestro intento.

Luego que las gentes de un país llegan a concebir tal género de confianza del caudal, probidad y conducta de un banquero particular, que le creen dispuesto siempre a pagar de contado cualquier billete o letra de cambio que le sea presentada, estas letras y estos billetes llegan también a tener el mismo giro, curso y salida que la moneda de plata u oro, porque en todo tiempo se reputan aquéllas por dinero efectivo (*).

¹ El Misterio del Capital, Hernando de Soto , pag. 73

(*) La equivalencia legal que tiene la moneda de papel a la plata y oro, depende de la autoridad pública que da la Ley a este instrumento de comercio; pero el reputarse en la negociación mercantil por dinero efectivo y seguro, estriba en la confianza que el público llega a concebir de los fondos, sean públicos o particulares, que aseguran tanto la reducción a plata u oro en caso necesario, como el pago pronto y efectivo de sus intereses anuales...Informado el Gobierno del buen concepto con que el público recibía ya esta moneda de papel, y teniendo presente las ventajas que trae a la negociación mercantil, tanto por razón del movimiento que con ellas se da a muchos fondos parados en la circulación, como por quedar dentro del Reino el premio que consigo lleva, el cual habría de ceder en beneficio de los extranjeros si se hubiese de recurrir a los empréstitos de Potencias extrañas, hizo una nueva creación de vales s., de 300 pesos de a 128 cuartos cada uno, hasta la cantidad de 16 millones, y 200 de los mismos pesos para subvenir a las presentes urgencias del Estado, de un modo más benigno y menos gravoso, dando el premio anual de un cuarto por ciento como en los de anterior creación, con varios arbitrios para su reducción a efectivo y para su reducción a efectivo y para su gradual extinción, de lo cual ...Esta y todo el aprecio con que deben mirarse su ventajas, desterrando la envejecida preocupación de que sólo el oro y la plata pueden ser instrumentos útiles del comercio y medios únicos de aumentar la riqueza nacional, para cuya inteligencia debe meditarse con mucha reflexión y tenerse muy presente toda la doctrina de este capítulo, en la cual vierte el autor cuanto puede desearse en la materia para una instrucción completa.»²

b.- Estrategia Competitiva

Todo análisis en una empresa se comienza por la estrategia competitiva de la misma pues la crisis se presenta principalmente por la pérdida de competitividad lo que acerca el hundimiento lento y paulatino de la unidad de producción.

² Riqueza de las Naciones – Libro II, Adam Smith, pág. 24

Las compañías ubican a lo largo de una cadena continua llamada cadena de valor. Esta cadena parte las actividades primarias hasta el consumidor.

Desde la perspectiva de las funciones que se generan en la empresa, tenemos el siguiente cuando:

El concepto de cadena de valor implica un análisis estructural. Las empresas no son átomo ni árboles aislados. Son parte de un bosque de un sistema interrelacionado pues reaccionan a una estructura de mercado y al comportamiento de la competencia. Para que una empresa entienda como manejar su compañía tiene que entender de la economía del país y de la industria en la cual actúa.

Se pueden crear nuevas relaciones si comparamos las actividades vinculadas a costos.

No todas las industrias se comportan igual. Unas son muy competitivas, otras no. Para entender la posición de una empresa dentro de la industria en la cual actuamos Pinkas Flint³ elabora un mapa estratégico al que denomina mapa perceptual..

Este mapa se construye en base a 2 ó 3 ejes relevantes que permite visualizar donde se ubica una empresa en la industria y contra quien compite, pueden existir miles de empresas compitiendo en una industria no todas ellas son competencia directa o indirecta.

³ Gestión de empresas en crisis, Pinkas Flint, pág. 37

El mapa perceptual relaciona distintos niveles de competitividad, asimismo ilustra gráficamente contra quien se compite y quien a lo largo del tiempo ha mejorado de posición por mejora en su productividad y quien ha perdido posiciones.

Este análisis es por período ya que el mercado es cambiante, asimismo se debe tener en cuenta el tipo de competencia de mercado en el que se encuentra la empresa (oligopolio, monopolio, etc.).

En ambos tipos de economías se presentan una gran complejidad en la actividad empresarial, estructura financiera y relaciones externas con actividades diversas y poco relacionadas, presencia de filiales y participación en otras empresas no integrales al grupo.

Asimismo la participación o el rol de los organismos del gobierno en las regulaciones administrativas deben ser analizadas y que determinan el marco legal dentro de los cuales funcionan los mercados.

Frente a estos marcos regulatorios y las competencias del mercado las empresas son golpeadas pero muestran una persistente negación a los problemas que enfrentan hasta que es tarde, frente a estos problemas no es necesario detener la caída y reflotamiento lo que implica:

La aparición de medidas correctivas en empresa en crisis de países desarrollados nunca han podido ser aplicadas a las economías subdesarrolladas sino es mediante una adecuación o adaptación.

c.- La Valoración de una empresa

La valoración de una empresa es una forma de medir la eficacia de la gestión realizada en la misma; siendo un típico problema de análisis de inversiones. La necesidad de valorar una empresa puede resumirse en tres casos fundamentalmente:

1. Enajenación de la propiedad de la empresa en su conjunto
2. Enajenación o liquidación de un derecho de participación en la empresa
3. Evaluación por algunos fines concretos ajenos a toda venta

Toda valoración es una estimación. No se puede pretender calcular el valor verdadero y definitivo. La valoración persigue determinar el valor objetivo que es hallado en circunstancias normales dentro de su contexto e independientemente del valorador, todo esto servirá de base para la negociación entre las partes, de la que surgirá el precio definitivo a pagar por la empresa. La valoración de una empresa es un proceso que consta de las siguientes etapas:

1. Conocer la empresa y su cultura organizativa
2. Conocimiento de los responsables y puestos directos
3. Conocer el negocio y su entorno

4. Cálculo del valor real de la empresa en base a los beneficios que producirían en el futuro.
5. Consiste en matizar los resultados obtenidos por el experto en valoración con arreglo a la finalidad perseguida.

Valoración capitalizado: Estimación de los resultados futuros y tipos de capitalización

El valor capitalizado, es también llamado valor de rendimiento está constituido por las rentas futuras actualizadas.

El valor de rendimiento está en función de 3 variables:

1. Las rentas futuras
2. Del tipo de interés (k) al que se capitalizan dichas rentas
3. De la duración de las mismas (n)

La estimación de las rentas futuras: Rentas futuras son los beneficios o flujos de caja que se estima la empresa va a proporcionar en el futuro. El cálculo de los beneficios previsibles debe hacerse tanto basándose en el beneficio pasado como en un análisis del beneficio del futuro, los que se podrían determinar mediante:

El método ex-post; que estima el beneficio futuro basándose en los datos ya conocidos del pasado.

El método *ex-ante*; este método propugna la evaluación de los beneficios futuros para después compararlos con los del pasado. Este último suele ser el más utilizado al combinar el futuro y el pasado.

La tasa de descuento: La idea básica a la hora de elegir un tipo de descuento adecuado es que el comprador deberá buscar una remuneración que le permita:

1. Remunerar los capitales que invierte
2. Cubrir el riesgo que acepta correr
3. Compensar la ausencia de movilidad de su capital

El tipo de descuento puede desglosarse en tres tipos de componentes: tipo base, la prima de riesgo y la prima de liquidez.

Tipo base. El tipo base ideal será el denominado tipo libre de riesgo que en este caso vendrá dado por el rendimiento de la Deuda Pública a largo plazo (por ejemplo, el de las Obligaciones del Estado a 10 años).

La prima de riesgo: Basándose en el método alemán, esta prima será del 33% del tipo de interés del país. Así por ejemplo el riesgo país es del 12% añadiéndole un tercio más obtendremos un valor del 16%.

La prima de liquidez: cuando se valora una compañía es fundamental estudiar la falta de transmisibilidad de sus acciones o participaciones, es decir, de su liquidez, lo que implicará necesariamente la aplicación de un determinado descuento denominado prima de liquidez.

La consideración del tiempo: los analistas parecen inclinarse por una duración de las rentas futuras realizables entre 3-5 años, donde la personalidad del empresario es una variable muy importante a la hora de obtener un fondo de comercio (o *goodwill*), es decir n nos indica el momento en el que se supone que los beneficios de la empresa dependerán sólo de la gestión del adquirente.

Valoración del activo: El valor sustancial

El cálculo del valor sustancial consiste en descomponer el patrimonio social en sus elementos reales a los que atribuye, a continuación y separadamente, un valor estimativo.

Cuando el *valor de rendimiento (VR)* es inferior al *valor sustancial (VS)*, la remuneración de éste no está asegurada y, por lo tanto, tampoco lo está la supervivencia de la empresa. Cuando ello ocurra, tendría sentido vender o liquidar la empresa. De hecho, en una empresa que cotiza en Bolsa, el valor de sus activos supera en mucho a su capitalización bursátil. Indicará la imposibilidad de los accionistas de realizar dichos activos. Estas empresas son ideales para aquellos agentes que adquieren la empresa barata y a liquidarla obtienen considerables beneficios.

Para el cálculo del valor sustancial se tomarán en cuenta: los elementos concretos del patrimonio unidos orgánicamente a la explotación y necesarios para asegurar el beneficio que constituye la base del valor capitalizable, asimismo la valoración de la empresa es independiente de la composición de la estructura financiera de la empresa.

El *valor de mercado* es el precio que se establece mediante una negociación privada el día de la valoración. Cuando un activo tiene un valor de utilización alternativo, puede ser relevante su valor de liquidación.

Este tipo de valoración supone:

1. La existencia de un vendedor de buena voluntad
2. Una razonable período de venta
3. Los pedidos se mantendrán invariables a lo largo de la negociación
4. La propiedad será libremente expuesta al mercado
5. No se tendrán en cuenta ofertas adicionales realizadas por compradores especiales.

1.2 Marco Conceptual

1.2.1 Los Créditos Bancarios

Son las Instituciones Bancarias, quiénes otorgan créditos tanto en moneda nacional como en moneda extranjera y son los Bancos los principales acreedores de las empresas que necesitan reestructuración financiera, en el sistema encontramos diferentes tipos de créditos así tenemos:

A. Pagares

a. Definición

Es un Título Valor crediticio que surge de un compromiso de pago en donde el emisor se obliga incondicionalmente a pagar una suma de dinero en favor de una ó más personas naturales o jurídicas en un plazo establecido. Manejado principalmente por los Bancos.

b. Mercado Objetivo

Se orienta a los siguientes segmentos

- 1°. Clientes Calificados
- 2°. Requerimientos de Caja Eventual por el Giro del Negocio
- 3°. Contar con un medio de pago definido y aceptado

c. Características y Requisitos

- 1°. Título a la Orden
- 2°. Promesa Pura y Simple de Pago
- 3°. Formalidad Sencilla y Rigurosa
- 4°. Especifica persona a la cual debe pagarse
- 5°. Lugar donde debe de efectuarse el pago
- 6°. Tasa Vencida y Tasa Adelantada
- 7°. Fuente de Recursos Locales y Externos

d. Beneficios para el Cliente

- 1°. Flexible
- 2°. De fácil simple y rápido
- 3°. Desembolso en un Solo Documento

- 4°. Puede ser desembolsado en cualquier plaza de nuestra red
- 5°. Los intereses se cobran por el plazo utilizado (tasa vencida)

e. Análisis de la Competencia

- 1°. No es producto diferenciado debido a su modalidades
- 2°. La tasa de interés es modificable en razón de la competencia entre los intermediarios financieros.
- 3°. Es dinámico en la toma de decisiones empresariales
- 4°. El Servicio Colateral Integral de los Intermediarios es importante en el desarrollo de negocios.

f. Beneficios para el Banco

- 1°. Simple y de rápida ejecución
- 2°. Es Flexible en términos Operativos Renovable, Amortizable en Cuotas Fijas o Variables.
- 3°. De fácil control define claramente deudor, monto y vencimiento.
- 4°. Es un solo documento
- 5°. Representa menos riesgos que otros productos.

g. Riesgos y Debilidades

- 1°. Título Valor Formalizado
- 2°. Es difícil la comprobación de su destino final
- 3°. Términos Onerosos es Falsificable tanto para el titular como los Avales.
- 4°. Implicancias de Fraude
- 5°. Los términos legales son muy positivos en los negocios.

B. Crédito en Cuenta Corriente

B1 Sobregiro

a. Definición

Es una modalidad de crédito que permite a personas jurídicas y naturales disponibilidad inmediata de fondos a través de un débito en un cuenta corriente, sin los fondos necesarios. Esta operación está respaldada por un contrato firmado al momento de la apertura de la cuenta corriente. Las modalidades son:

- . Crédito Interno : Crédito Confidencial en cuenta corriente que el Banco otorga a sus clientes
- . Crédito en Cuenta Corriente : Línea autorizada de pleno conocimiento por parte del cliente hay un contrato por medio.

b. Mercado Objetivo

Esta destinada a las personas jurídicas que requieran disponibilidad inmediata de fondos de forma transitoria para sus negocios.

c. Características

1°.Plazo: Revolvente. Su utilización debe ser de corto plazo

2°.Tasa: Tasa Máxima Vigente.- No hay tasa preferencial

3°. Capitalización: Diario sobre saldos deudores

4°. Liquidación: Mensual y Vencida de Acuerdo a las Fechas de Corte establecidas por el Banco.

d. Requisitos

1°. Ser cliente del Banco, cuenta correntista

2°. Presentar movimientos elástico en su cuenta corriente tanto en saldos deudores como acreedores.

3°. Contar con un contrato de línea debidamente firmado en el caso de créditos en cuenta corriente para respaldar la Operación.

e. Beneficios

1°. Obtención de Liquidez en forma inmediata ya sea por giro de cheques o cargo en cuenta.

2°. Flexibilidad Costo en función al período de utilización del Crédito.

3°. Cobros de Intereses Vencidos pudiéndose alargarse pero en pocos días.

f. Análisis de la Competencia

1°. Es similar la competencia entre los intermediarios financieros, solamente radican la diferencias en las tasas de interés y el nivel de servicios complementarios.

2°. Los cambios en los servicios depende de la competitividad del mercado.

g. Beneficios para el Cliente

1°. Producto de alta flexibilidad en su empleo diario

2°. Una dinámica y agilidad en su operatividad y aprobación del crédito.

3°. Le otorga altos márgenes de ganancias en el corto plazo.

4°. Es una puerta de inicio para que el cliente empiece sus negociaciones en con el Intermediario Financiero.

h. Riesgos Debilidades

1°. Dificultades al momento de Cobros debido a la falta implícita de un documento valorado de carácter ejecutivo.

2°. Permanente cuentas sobregiradas llegando en algunos casos a convertirse en deudas inmovilizadas con sobrecostos bancarios.

3°. Preferencia a los clientes de Tipo A. Los Sectoristas están autorizadas a tener autonomía en sus funciones.

B.2 Avance y/o Adelanto en Cuenta Corriente

a. Definición.

Es un financiamiento de corto plazo definido y no mayor a 20 días que el Banco pone a disposición de sus clientes. El cliente debe hacer llegar al sectorista una solicitud-contrato de adelanto en cuenta corriente debidamente suscrita y firmada por los representantes de la empresa.

b. Mercado Objetivo

Personas Naturales y/o Jurídicas que presentan requerimientos de capital de trabajo de muy corto plazo.

c. Características :

1° Tasa Vencida Negociable

2° Plazo Mínimo : 02 días

3° Plazo Máximo : 20 días

4° Monto Mínimo : S/5,000 o su equivalencia en ME

5° Al Vencimiento se cancela con cargo automático en la Cuenta Corriente del Titular.

6° Esta modalidad de crédito no acepta amortizaciones

7° Se puede precancelar sin castigo

d. Requisitos

- 1° Ser Cuenta Correntista
- 2° Presentar la Solicitud de Adelanto en Cuenta Corriente
- 3° Contar con una línea de crédito establecida
- 4° Tener bien definida la fuente de repago

e. Beneficios para el Cliente

- 1°. Disponibilidad Inmediata de Fondos
- 2°. Menores Costos Financieros que los del Sobregiro. Permite negociar tasas preferenciales de acuerdo al importe del cliente.
- 3°. Puede utilizarse como una operación puente, previa al desembolso de créditos más elaborados.
- 4°. Permite a la empresas adecuar su pago de acuerdo a los ingresos propios del giro del negocio.
- 5°. Intereses Vencidos y Posibilidad de Pre-cancelamiento.

f. Análisis de la Competencia

- 1° Similarmente a otros no es producto diferenciado
- 2° La Tasa de Interés es la que genera la competencia
- 3° Es rápida en la toma de decisiones
- 4° Servicios Complementarios son fundamentales para el cliente y su fidelidad.

g. Beneficios para el Banco

- 1° Simple y Rápida Ejecución
- 2° Es flexible en cuanto a renovaciones, amortizaciones

3° Control Permanente.

4° Es solo un documento

5° Presenta un menor riesgo que otros productos.

h. Riesgos y Debilidades

1° Su formalidad es rigurosa

2° Resulta difícil la comprobación de su destino final

3° El documento se presenta a ser falsificable

4° Se presenta posibilidades de fraude

5° Marco legal es fundamental.

C. **Créditos de Firma**

Es aquel crédito que cubre todas aquellas operaciones por las cuales el Banco garantiza a sus clientes frente a terceros.

Las Modalidades son:

- Avales
- Fianzas
- Stand By

C.1 **Fianza**

a. Definición

Es una garantía evidenciada en un documento que el Banco otorga a sus clientes respaldándose en el cumplimiento de sus obligaciones adquiridas ante terceros.

b. Características

- 1° Puede garantizar el cumplimiento de cualquier pago letras, pagares, entre otros, pago de derechos aduaneros, devolución de adelantos de contratos, cumplimiento de contratos, pagos de impuestos, falta de documentos de embarqué, presentación a licitaciones, internamiento temporal, entre otros.
- 2° La Fianza debe constar por escrito en un documento aparte Carta Fianza.
- 3° El Banco queda obligada por aquello que expresamente está garantizado en la Carta Fianza.
- 4° El Banco queda obligado por aquello que expresamente esta garantizado en la carta fianza.
- 5° La Fianza es Solidaria irrevocable, sin beneficio de excusión, de realización automática puede ser incondicional.
- 6° Es Intransferible y Renovable.
- 7° El monto y plazo puede ser modificados con el consentimiento del beneficiario creando un nuevo documento en el que se indique el número de carta fianza que se reemplaza.
- 8° El inicio del período de vigencia no puede ser anterior ni posterior a la fecha de emisión de la Carta Fianza.
- 9° Tiene Vencimiento Definido.
- 10° Su ejecución puede ser solicitada dentro del período de vigencia hasta quince días posteriores a su vencimiento.
- 11° Es aceptada en todo el país.
- 12° El afianzado puede ser distinto al solicitante de la carta fianza.

c. Beneficios para el Cliente

1° Favorece el desarrollo comercial de los clientes garantizando la oferta de sus productos y el cumplimiento de sus contratos.

2° Versatilidad, ya que puede ser utilizada para garantizar eventualmente cualquier tipo de transacción compra-venta de productos y/o servicios, fiel cumplimiento de contratos, pagares, letras, pago adelantado, seriedad de ofertas, prestamos exceptuando prestamos ante terceros.

3° Puede ser revolvente ante mismo beneficiario en un tiempo determinado dentro de la validez de la fianza.

d. Beneficios para el Banco

1° Rentabilidad basada en el prestigio de la Organización Bancaria.

2° Posibilidades de Negocios Colaterales Futuros

3° Identificación de Clientes Potenciales a través de los Beneficiarios.

e. Riesgos y Debilidades

1° Posibilidad de Ejecución de la Carta Fianza a pesar del cumplimiento del Obligado sobre todo en entidades públicas.

2° Salvedades en caso de Licitaciones de debido a montos de Cartas Fianzas, debido a que esta representa un pequeño porcentaje de la Carta Fianza.

3° Se presentan problemas en el proceso de solicitud y emisión de una Carta Fianza.

C.2 Avales

a. Definición

Es el compromiso del Banco mediante una firma que pone al pie del titulo valor letras de cambio u otro titulo de crédito, por medio del cual el Banco responde ante terceros

por el eventual incumplimiento de la obligación contraída por su cliente obligado principal. El avalista pone la firma precedida de las palabras "Aval".

b. Mercado Objetivo

Está representado por los clientes personas naturales o jurídicas que necesiten garantizar el cumplimiento de una obligación contraída en el exterior. Normalmente, no es aplicable para el mercado interno.

c. Características

1° El Banco garantiza el pago de la importación

2° Además efectúa la cobranzas del documento avalado

3° Se rige por reglamentación internacional

4° Es aceptado internacionalmente.

d. Beneficios para el Cliente

1° Favorece las transacciones entre compradores y vendedores de distinta nacionalidad.

2° El importador no tiene que pagar por adelantado menor riesgo.

3° Reduce el Costo de Transacción

4° A través de un Título Valor Avalado por el BCRP el importador puede ofrecer al vendedor extranjero una garantía bancaria.

5° Competencia en las comisiones.

e. Beneficios para el Banco

1° Complementariedad de Negocios futuros

2° Identificación de Clientes Potenciales dentro del proceso

3° Rentabilidad Competitiva de acuerdo al desempeño del Banco.

4° Rentabilidad Adicional por garantías efectivas.

f. Riesgos y Debilidades

1° El Intermediario Bancario avala un operación y asume el riesgo y debe de cancelarla al vencimiento, al margen de qué exista problemas de operación.

g. Observaciones

1° Comisiones deberían ser cobradas en Ctas. en M.N. y M.E.

2° Reglamentación de la Carta de Garantía del Banco a la Empresa para las salvedades del caso.

3° Indicar la Nota de Cargo el Código de Operación por Comisiones.

D. Operaciones Especiales : Leasing

a. Definición

En un sentido más práctico se puede definir el leasing como un sistema de financiación, a través del cual el cliente escoge un bien mueble o inmueble precisado para su explotación, solicitando a la compañía del leasing que lo adquiera expresamente para alquilárselo por un período determinado de tiempo y con una opción de compra al finalizar dicho período.

b. Características

El Banco es el Propietario legal del bien durante el contrato.

El cliente tiene derecho al uso y usufructo del bien.

Bienes que califican deben ser tangibles, identificables y depreciables.

Se sustenta en beneficios tributarios.

Las cuotas están gravadas con el IGV.

- El Plazo mínimo legal es de 13 meses.
- El bien debe estar asegurado a favor del Banco durante el plazo del Contrato.
- Por lo general, está dirigido a personas jurídicas o personas naturales en pequeñas y medianas empresas.
- Los Montos a financiar fluctúan entre los US\$10,000 y US\$50,000.

c. Modalidades

Los bienes que más comúnmente se financian con leasing son:

- Inmuebles.
- Maquinaria industrial.
- Para obras públicas.
- Automoción Autos, Maquinarias y Equipos.
- Leasing Estructurando

d. Beneficios

1°. Beneficios Tributarios :

- Escudo Tributario generado por la depreciación acelerada a través de la cuota.
- La cuota incluye capital y se reconoce íntegramente como gasto deducible.
- Difiere y distribuye el pago del IGV del bien adquirido a través del IGV sobre las cuotas.

2°. Beneficios Financieros :

- Proveedor recibe el pago al contado 100%°.
- Tributariamente el contrato de arriendo no es considerado una deuda.
- Se puede financiar el seguro durante el plazo del contrato.

No distrae capital de trabajo en adquirir activos fijos.

Estructura Flexible de las Cuotas, esto permite ajustarlas de acuerdo a fuentes de ingresos que generan altos pagos de impuestos a la Renta. Estacionalidad en Ventas, Proyectos con generación gradual de utilidades.

e. Tipos de Leasing

1° Leasing Financiero

Es un arrendamiento con opción de compra. La empresa que necesita un determinado bien de equipo trata con el proveedor y una vez decidida su adquisición acude a una sociedad de leasing. En esta compra el bien del proveedor se lo arrienda a la empresa pactando una opción de compra.

El arrendatario está obligado irrevocablemente a continuar arrendando el equipo hasta el fin del período convenido. A lo largo del mismo ha de pagar totalmente el capital invertido más los intereses, gastos y el margen de beneficios de la sociedad de leasing.

Suele ser una operación a medio plazo entre 3 y 5 años, para bienes muebles y a más largo plazo en el caso de bienes inmuebles.

El valor residual se convierte en una cuota más que se paga, en caso de que el arrendatario la ejercite, al final del período contratado. En este leasing intervienen tres figuras: el proveedor, el usuario y la sociedad de leasing. Otras características del leasing financiero son:

- Es realizado por sociedades financieras que normalmente son filiales de entidades de crédito tradicionales bancos y cajas de ahorro;
- El usuario puede elegir el bien de cualquier fabricante;
- Se refiere en general a bienes nuevos.
- El acuerdo se formaliza en un solo contrato.
- La conservación y mantenimiento será siempre a cargo del arrendatario.
- En el leasing financiero la duración del contrato suele ser mayor y el plazo es irrevocable por ambas partes, por lo que la obsolescencia es soportada por el usuario.
- Al finalizar el período estipulado el usuario puede ejercer la opción de compra, continuar el arrendamiento con un nuevo contrato o devolver el producto.

2º. Lease-back

También denominado leasing de retro o retroleasing, el lease-back es una fórmula de financiación que tiene parte de leasing financiero. El contrato de lease-back tiene dos fases. En la primera, la empresa que precisa financiación vende a la sociedad de leasing un determinado bien, normalmente un inmueble. Como segunda fase la empresa vendedora se compromete a pagar las cuotas de arrendamiento financiero, correspondientes al mismo bien, a la sociedad de leasing. Por lo tanto, la sociedad de leasing, tras la compra del bien, lo alquila a la empresa vendedora.

De esta forma, la empresa vendedora puede materializar en efectivo el bien por cien de un bien y posteriormente con el pago de las cuotas del leasing lo puede seguir

utilizando. Al finalizar el período contratado, la empresa vendedora tendrá la opción de comprar de nuevo el bien, y, por lo tanto, en caso de ejercer dicha opción será otra vez propietaria del mismo.

Otras características básicas del lease-back son las siguientes:

- Permite convertir activos fijos en liquidez a cambio del compromiso de pago de los alquileres correspondientes.
- Puede ajustarse a la vida económica del bien y a las disponibilidades de fondos del usuario en el futuro.
- Los acuerdos se formalizan dos contratos al mismo tiempo. Por un lado, está el de compra-venta y por otro, el de alquiler. En el primero se formaliza la venta de activo fijo y en el segundo el arrendamiento a cargo del anterior propietario. La existencia de estos dos contratos es lo que motiva que a esta operación se la denomine también "sale and lease-back", es decir, venta y leasing de retro.
- El contrato se formaliza mediante escritura pública o intervención de fedatario público para garantizar su fuerza ejecutiva.
- Se tiene que acompañar un certificado de entrega del material en donde se consigna que el comprador lo ha recibido y lo considera de su entera satisfacción.
- Los bienes que pueden ser objeto de este tipo de leasing son los inmuebles y los bienes de equipo.

1.2.2 El Estado de Resultados

Es aquel informe contable en el cual se determina en qué grado ha aumentado o disminuido la participación de los propietarios, durante cierto período, y los factores específicos del cambio. Este estado financiero determina la utilidad neta para un periodo determinado.

1.2.3 El Balance General

Es el estado financiero que muestra en una fecha determinada el activo, el pasivo y patrimonio de la empresa. Esta conformado por:

1.- Activo

Es el conjunto de bienes y derechos que posee una empresa, es decir, todo aquello de valor y de propiedad de ella.

- a) Activo Corriente.- Son aquellos activos que se espera puedan convertirse en efectivo, vendidos o consumidos, durante el periodo contable de un año. Esta conformado por Caja y Bancos, Cuentas por Cobrar y Existencias.
- b) Activo Fijo Tangible.- Esta compuesto por aquellos activos de larga duración y en general, por partidas tangibles de propiedad de la empresa. A este rubro se debe restar la depreciación acumulado.
- c) Activo Fijo Intangible.- En esta cuenta se encuentra los gastos pre-operativos, la puesta en marcha, los gastos de organización entre otros.

2.- Pasivo

La conforma todas las obligaciones que contrae la empresa por las operaciones del negocio, es decir, las deudas que tienen la sobre la empresa los acreedores.

- a) Pasivo Corriente.- Contiene todas aquellas obligaciones que se espera pagar en el año y para cuya liquidación se piensa usar el activo corriente.
- b) Patrimonio.- El patrimonio o capital representa la participación o derecho de los propietarios sobre los activos.
- c) Capital Social.- Es el monto con que ese carácter figura en el instrumento de constitución de la sociedad, es decir que se encuentra suscrito y totalmente pagado.

1.2.4 El Flujo de Caja

Es el estado financiero en el cual se presupuesta los movimientos de entrada y salida de efectivo con el fin de determinar la liquidez de la empresa. Este flujo de dinero nos permite detectar las necesidades de préstamos en efectivo, calificando las cantidades requeridas y condicionando las formas de reembolso del préstamo y sus intereses y otros gastos.

1.2.5 Los ratios financieros

Pruebas de Liquidez

Las Razones de Liquidez, son el medio de apreciar la capacidad de la empresa para cancelar sus obligaciones a corto plazo, corrientes o circulantes. También se conocen como Índices de Solvencia Financiera y se caracterizan por centrar el análisis en el activo y pasivo corrientes.

a.- Razón Corriente: Denominada también Ratio de Liquidez es uno de los indicadores más utilizados en el análisis financiero, expresándose de la siguiente manera:

$$\text{Razón Corriente: Activo corriente} / \text{Pasivo corriente}$$

Un índice elevado puede significar una mayor capacidad de la empresa para cumplir con sus deudas a corto plazo; sin embargo se debe considerar que no está tomando en cuenta la liquidez relativa de los elementos, o cuentas, que integren el activo corriente.

Una razón corriente, para ser considerada aceptable, depende mayormente del sector industrial en que la compañía desarrolla sus actividades.

b. Razón de Acidez: Prueba Acida: También denominada Prueba Acida es una medida más severa, que permite evaluar críticamente la liquidez de la empresa. Para su calculo se deducen del activo corriente los inventarios debido a que estos constituyen la parte menos líquida del activo a corto plazo o circulante. La razón de acidez se obtiene según la siguiente formula:

$$\text{Razón de Acidez} = (\text{Activo Corriente} - \text{Inventario}) / \text{Pasivo Corriente}$$

Generalmente, es recomendable una razón de ácida de 1 o mayor, ya que tal índice expresa una situación financiera bastante aceptable.

c.- Razón de Efectivo: También conocida como prueba ácida, es un análisis más profundo de la liquidez, ya que considera la relación entre el efectivo en Caja y Bancos frente a las deudas de vencimiento a corto plazo. La razón de efectivo se expresa:

$$\text{Razón de efectivo} = \text{Caja y Bancos} / \text{Pasivo Corriente}$$

d.- Posición Defensiva: También denominada Periodo de Liquidez Extrema, la cual se define como el periodo del cual la firma podría funcionar sobre la base de sus activos líquidos, sin tener que financiarse de recursos u otras fuentes, es decir, el tiempo en que podría vivir solo con sus activos líquidos, sin tener que financiarse de recursos vía ventas u otras fuentes, es decir el tiempo que podría vivir con sus activos líquidos. Los activos líquidos para el calculo de este índice, incluyendo básicamente el efectivo en Caja y Bancos, los Valores Negociables y las Cuentas y Letras por Cobrar a Corto Plazo. Se calcula con la siguiente formula:

Posición Defensiva: $\text{Activos Líquidos} / \text{Egresos operativos diarios Presupuestados}$.

Pruebas de Rotación

También conocidas como pruebas de Gestión, constituyen un medio para evaluar el nivel de actividad, así como para medir la eficiencia en la gestión de los recursos financieros de la empresa. A menudo esta evaluación de la actividad recae sobre las cobranzas, los pagos, los inventarios, los activos fijos y el activo total.

a.- Rotación de Inventarios: También conocida como Liquidez de los Inventarios, indica la rapidez o velocidad con que los inventarios se convierten en cuentas por cobrar mediante las ventas, al determinar el número de veces que rota el stock promedio durante el año.

Rotación de inventarios: Costo de ventas / Inventario Promedio

b.- Periodo Promedio de Inventarios: Denominado también Periodo de Inmovilización de los Inventarios es el número de día promedio en que un producto, artículo o bien de cambio permanece dentro del inventarios de la empresa, también se puede considerar como el número de días que transcurre entre la adquisición de una materia prima y la venta del producto terminado.

Periodo Promedio de Inventarios = $360 / \text{Rotación de Inventarios}$

c.- Rotación del Activo Total: Permite establecer el nivel de empleo de todo el activo en la generación de ingresos, a través de las ventas. Esta razón se calcula de la siguiente manera:

Rotación del Activo Total = Ventas Anuales Netas / Activo Total

La rotación de activos, experimenta un continuo decrecimiento, de esta manera aunque se espera las ventas crecen continuamente, el crecimiento el total de activos seria en una mayor medida, debido a una mayor disponibilidad de caja de inventarios principalmente.,

Pruebas de Solvencia

Las razones de Solvencia ó Ratios de Solvencia Económica se definen como aquellos indicadores, que permiten conocer principalmente, la contribución de los propietarios, frente a la de los acreedores o terceros. Es obvio que a mayor endeudamiento, menor probabilidad de pago a los acreedores.

a.- Razón de Endeudamiento a Corto Plazo: Mide la relación entre los fondos a corto plazo aportados por los acreedores y los recursos aportados por los propietarios de la empresa, permitiendo evaluar el grado de palanqueo financiero a corto plazo. Esta razón se obtiene así:

Razón de Endeudamiento = Pasivo Corriente / Patrimonio Neto a corto plazo

b.- Razón de Endeudamiento a Largo Plazo: Esta razón mide la relación entre los fondos a largo plazo proporcionados por los acreedores y los recursos aportados por los propietarios de la empresa permitiendo determinar además el grado de palanqueo financiero a largo plazo.

Razón de endeudamiento a largo plazo = Pasivo No Corriente / Patrimonio Neto

c.- Razón de Endeudamiento Total: Este ratio, evalúa la relación entre los recursos totales, a corto y largo plazo, aportados por los acreedores y los aportados por los propietarios de la empresa. Además, este coeficiente se utiliza para estimar el nivel de palanqueo o leverage financiero de la empresa.

Razón de endeudamiento total = Pasivo Total / Patrimonio Neto

La Razón de Endeudamiento Total está en función de la naturaleza de la actividad empresarial y la variabilidad de los flujos de caja; por ello las empresas que tienen una gran inversión en activos fijos y flujos de caja muy estable, presentan elevadas razones de endeudamiento total y viceversa.

El ratio de endeudamiento total muestra una continua tendencia a decrecer, ello se explicaría principalmente por el pago de la deuda, lo que hace disminuir al pasivo corriente.

d.- Razón de Endeudamiento del Activo Fijo: Esta razón evalúa la relación del Pasivo No corriente o a Largo Plazo y el Activo Fijo o Inmuebles, Maquinaria y Equipo, permitiendo establecer el empleo de los recursos financieros de largo plazo en la adquisición de activos fijos.

Razón de endeudamiento = Pasivo no corriente / Activo Fijo Neto o Inmueble,
del activo fijo ó a largo Plazo Maquinaria y Equipo Neto.

El rendimiento del activo fijo muestra un comportamiento de crecimiento hasta los próximos años y luego empieza su descenso, explicado por el pago de la deuda y la pérdida del valor (depreciación) que experimentan los activos.

e.- Razón de Endeudamiento del Activo: Esta razón tiene como objetivo medir el nivel del Activo Total de la empresa, financiado con recursos aportados a corto y largo plazo por los acreedores y se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Razón de Endeudamiento del Activo} = \text{Pasivo Total} / \text{Activo Total}$$

Mientras más elevada sea la razón, mayor será el palanqueo financiero de la empresa, ya que más alto será el aporte de recursos financieros proporcionados por los acreedores, que la empresa está utilizando en la generación de sus utilidades.

Pruebas de Rendimiento

Estas razones permiten conocer la rentabilidad de la empresa con relación a las ventas, el patrimonio y la inversión, indicando además la eficiencia operativa de la gestión empresarial.

a.- Rentabilidad Bruta sobre Ventas

Esta razón conocida también como Margen Bruto o Utilidad Bruta sobre Ventas, muestra el margen o beneficio bruto de la empresa con respecto de las ventas. La Utilidad Bruta se obtiene al deducirle a las ventas el costo de ventas, o costo de mercaderías vendidas.

$$\text{Rentabilidad Bruta sobre Ventas} = (\text{Ventas} - \text{Costo de Ventas}) / \text{Ventas}$$

Una razón elevada nos indica una gran rentabilidad en relación con el valor de las ventas, además de una adecuada eficiencia operativa de la empresa.

b.- Rentabilidad Neta sobre Ventas

El ratio de Rentabilidad Neta sobre Ventas es un índice de rentabilidad más concreto, ya que determina el margen obtenido luego de deducir de las ventas todos los costos y gastos, incluyendo el impuesto a la renta.

$$\text{Rentabilidad Neta sobre Ventas} = \text{Utilidad Neta d.d. Impuestos} / \text{Ventas Netas}$$

Un coeficiente elevado nos indica gran eficiencia relativa de la empresa. Si se toman las razones de Rentabilidad Bruta y Neta en forma conjunta se puede derivar una valiosa información. Tal es el caso que si, por ejemplo, la razón de Rentabilidad Bruta sobre Ventas permanece constante durante varios años, pero la razón de Rentabilidad Neta sobre Ventas disminuye durante el mismo periodo, puede deberse a un incremento en los gastos de administración, de ventas o financieros, o a un aumento en la carga impositiva que soporta la empresa. Del mismo modo, si la Rentabilidad Bruta sobre Ventas disminuye, puede deberse a un incremento en los costos de producción, o a un descenso en el precio de venta. Como puede notarse, es posible desarrollar innumerables combinaciones de causas de variación entre las razones de Rentabilidad Bruta y Neta sobre ventas, permitiendo determinar rubros específicos de deterioro o mejoría en la actividad operativa de la empresa.

c.- Rentabilidad Neta del Patrimonio

Esta razón mide la capacidad de generar utilidades o beneficios con la inversión de los accionistas o patrimonio de la empresa.

Rentabilidad Neta del Patrimonio = Utilidad Neta d.d. Impuesto / Patrimonio Neto

El índice de Rentabilidad Neta del Patrimonio es muy útil cuando se desea comparar el rendimiento de la empresa con el de otras de similar actividad y, además, cuando se desea averiguar la tasa de retorno del capital invertido en la empresa.

Otra forma de medir la Rentabilidad del Patrimonio, es la de considerar en el numerador de la formula, la Utilidad Neta antes de Intereses e Impuestos (U.A.I.I.) en lugar de la Utilidad Neta después de Impuestos. Esta modalidad resulta mucho menos conveniente emplearse, cuando los intereses o gastos financieros son bastantes elevados, afectando por consiguiente el beneficio o utilidad neta obtenida después de Impuestos. Empleando esta modalidad se limpia o elimina de la influencia de las diferentes formas, en que se financia la empresa.

d.- Rentabilidad de la Inversión

Este ratio es conocido también como Rendimiento de la Inversión, Tasa de Rendimiento sobre los Activos o Capacidad generadora de los Activos y determina la productividad o rentabilidad de las ventas como resultado del empleo de los activos totales o los activos de operación. También se dice que determina la capacidad de generar utilidades con los activos totales. La Rentabilidad de la inversión es considerada como el ratio más representativo de la marcha global de la empresa ya que informa que puede ser incrementado ya sea por el volumen mayor de ventas por dólar invertido o sino aumentando el margen de rentabilidad neta por dólar invertido.

$$\text{Rentabilidad de la Inversión} = \text{Utilidad Neta después de impuestos} / \text{Activo Total}$$

El resultado obtenido debe evaluarse en comparación con el promedio del sector económico de la empresa con el fin de obtener resultados significativos.

1.2.6 Las Acciones

Las acciones representan partes alícuotas del capital social. Es nula la creación de acciones que no respondan a una efectiva aportación al capital de la sociedad. No pueden emitirse acciones que no hayan sido escritas. Es nula la emisión de acciones y la enajenación antes de la inscripción de la Sociedad en el Registro Mercantil.

Tipos de acciones

➤ **Acciones laborales.-**

Títulos nominativos que confieren a sus titulares el derecho a participar en los dividendos a distribuir y en toda distribución de patrimonio proveniente de reducción de capital o liquidación de la sociedad, de acuerdo a su valor nominal. Las acciones laborales participan en los derechos patrimoniales de la sociedad en un porcentaje igual a la proporción que ellas representan en el patrimonio social.

➤ **Acciones Preferentes.-**

Los que poseen prerrogativas que otorgan a sus propietarios preferencias respecto al pago de dividendos, preferencia con respecto al pago de activos, en

caso de una liquidación etc. Estas acciones conceden a los accionistas preferentes el derecho a recibir sus dividendos antes que los accionistas comunes.

1.2.7 Los Bonos

Los bonos son título-valor de renta, representativo de una deuda contraída por una empresa o el Estado, redimible a corto, mediano o largo plazo.

Es una obligación de renta fija que representa una deuda contraída por una persona, empresa o entidad gubernamental, la que emite dicho valor con un período de maduración en corto y mediano plazo.

Tipos de bonos

- **Bonos sin garantías específicas** : obligaciones respaldadas únicamente por el prestigio de la empresa que le emite. No existe garantía específica para su pago en caso de liquidación de la empresa emisora.
- **Bonos con garantías específicas:** obligaciones que pueden estar respaldadas a favor de los tenedores de títulos, por medio de hipotecas, prendas de efectos públicos, prendas con desplazamiento o sin él, garantías del Estado, de personas jurídicas de derecho público interno o de alguna entidad para estatal. En caso de liquidación de la empresa emisora, se reembolsa a los tenedores de estos tipos de obligaciones con recursos provenientes de la realización efectiva de dichas garantías

- **Bonos convertibles** : obligaciones que se caracterizan por no entregar intereses periódicos. Así, el rendimiento de los mismos está en función del descuento al cual son colocados en el mercado y del periodo de vigencia.

Ventajas del Emisor de Bonos

Facilidad en la obtención de los recursos: para muchas empresas, dependiendo de los montos y los plazos, es más factible poder obtener liquidez mediante su emisión.

Formas de Emisión

Los bonos pueden ser colocados en el mercado mediante oferta pública o privada. Se puede recurrir a instituciones especializadas para la colocación, reduciendo de esta manera los riesgos inherentes a este mecanismo (como las Sociedades Agentes de Bolsa). Estas instituciones pueden colocar por su cuenta y riesgo, o mediante comisión, la emisión primaria, encargándose de todos los trámites respectivos.

1.3 Planteamiento del problema

Reprogramación global de las obligaciones contraídas con anterioridad al estado de insolvencia.

Mejores fuentes de financiamiento (uso de instrumentos financieros).

Una empresa puede reestructurar su deuda y financiar capital de trabajo.

¿A qué fuentes de financiamiento adecuados y viables se recurrirá para reestructurar el pasivo y darle solidez a la empresa?

¿Cualquier empresa en reestructuración puede generar valor?

¿El estado de insolvencia permite a una empresa acceder al mercado financiero?

¿ La postergación de los deudas vencidas permitirán a la empresa obtener liquidez?

1.4 Los Objetivos

Los objetivos que se persiguen con la realización del trabajo de investigación son los siguientes:

- Presentar una metodología que sirva como guía, con criterios que una empresa que se encuentra con problemas de liquidez debería considerar en su reestructuración.
- Proponer un mercado secundario de títulos de deuda y de participación productos de la reestructuración de la deuda de empresas insolventes o de aquellas que están en posibilidad de caer en dicha situación de insolvencia. Siendo lo más importante que esta reestructuración mediante títulos de deuda y de participación serán el medio de captación de recursos frescos de capital del mercado de capitales que en el mediano plazo terminarán aliviando en gran parte la deuda de la empresa.
- El Fortalecimiento del mercado de valores; mediante la adquisición de los títulos de deuda y participación que aceptan los acreedores de empresas reestructuradas (incluido el Estado), pudiendo beneficiarse con la liquidez lograda en el mercado secundario de valores.

1.5 Las Hipótesis

Hipótesis general:

Las empresas con problemas de insolvencia pueden reestructurarse financieramente, mediante la emisión de títulos valores negociables.

Hipótesis Específicas:

Hipótesis 1: El aplazamiento de los pagos permitirá la tranquilidad financiera de la empresa permitiéndole su normal funcionamiento.

Hipótesis 2: La viabilidad económica financiera de una empresa en reestructuración la determina el mercado.

Hipótesis 3: Una empresa se encuentra en situación extrema o crítica cuando tienen una pérdida de los 2/3 de su patrimonio.

1.6 La Metodología de la investigación

Se aplicará las técnicas, métodos y procedimientos adecuados para la evaluación económica y financiera conocida por las ciencias económico, financieras y contables que nos permitan precisar la problemática financiera actual de la empresa en sus aspectos particulares y concretos.

CAPITULO II

LA ECONOMIA PERUANA Y LA REESTRUCTURACION FINANCIERA

2.1 La Economía Peruana 1996-2000

Desde los inicios del gobierno del Ing. Alberto Fujimori Fujimori se contrajo un compromiso con el FMI y el BM de reinsertarse en el Sistema financiero internacional recurriendo al pago de la deuda externa y adoptando un programa económico de ajuste estructural.

Evidentemente el modelo de desarrollo implícito es el de desarrollo hacia fuera, liderado por el capital transnacional, basado en la modernización y expansión de las exportaciones.

A partir de agosto de 1990 el gobierno, bajo las recomendaciones del FMI y el Banco Mundial, empezó a aplicar un nuevo proceso de política económica de carácter neoliberal y sustentado bajo la teoría económica convencional ortodoxa.

Según el FMI la nueva política debe sustentarse en la estabilidad macroeconómica y en las reformas estructurales.

De acuerdo a ese marco teórico conceptual el Perú aceptó seguir con la receta propuesta por el FMI-BM.

Cinco fueron los objetivos que se perseguía con la implementación de esta política económica.

- Reducir drásticamente el proceso hiperinflacionario
- Estabilidad Económica
- Lograr un crecimiento económico
- Equilibrar la balanza de pagos
- Lograr la pacificación del Perú con un mayor bienestar de la población

A fines de 1997 y principios de 1998 ocurren dos fenómenos exógenos que afectaron negativamente a la economía peruana: el primero un tercio de la economía global está en crisis (Japón y el Asia), que luego se agrava con la crisis Rusa de agosto de 1998 y la crisis Brasileña de diciembre de 1998. Sus efectos fueron la caída de los precios de exportaciones, la salida de capitales de los países emergentes, las caídas en sus bolsas de valores y el retorno de estos capitales a sus lugares de origen (EE.UU. y Europa).

El segundo, se refiere al fenómeno del Niño, que causó destrucciones en la infraestructura, en las ciudades y en los campos. Asimismo, la producción y exportaciones pesqueras cayeron en 70%.

En términos de balanza de pagos, estos dos fenómenos se reflejaron en un deterioro de la balanza en cuenta corriente alcanzando -4 billones de dólares, una reducción del superávit de

la balanza de capitales a 3 billones de dólares y a una pérdida de reservas internacionales del orden de 1 billón de dólares. Ello generó una caída en el crecimiento del PBI desde 7.2% en 1997 a 0.7% en 1998; una menor inflación y una gran recesión y desempleo.

En esta economía recesiva, las empresas cualquiera sea su tamaño, tienen el problema de la carencia de liquidez no pudiendo emprender sus proyectos de inversión ni ser competitivas dentro del mercado; más aun, considerando nuestra condición de integrantes del mercado globalizado en el que también se tiene que competir con empresas que están en situación ventajosa. Ante esta coyuntura estas empresas recurren a diversos mecanismos de financiamiento: autofinanciamiento (nuevos aportes, capitalización de utilidades, conversión de obligaciones en acciones), financiamiento por captación de fondos de terceros.

2.2 El papel del sector empresarial en la economía

La empresa no es más que una de las miles de formas de organización empleadas por los seres humanos que se dedican a una actividad con propósito. Internamente, es un sistema de procesos de acción recíproca, pero no necesariamente compatibles, así como uno de los muchos grupos de interés cuyos objetivos y acciones afectan y están afectados por la distribución de los recursos, la posesión y ejercicio del poder, así como por los valores de la sociedad. Las finalidades y el comportamiento de las empresas pueden mezclarse o no con aquellos de otros grupos, pero como organizaciones orientadas hacia la acción, las empresas son unidades dinámicas, económicas, políticas y sociales.

Entre las posibilidades internas y externas de éxito o fracaso, está el deber de los propietarios de una firma de "administrar"; es decir, el saber escoger, entre las metas y estrategias, en formas y grados distintos, los riesgos y las incertidumbres; el saber apreciar las oportunidades y desplegar recursos eficazmente, dadas estas metas y estrategias.

Orientar el negocio hacia la creación de valor no es tarea fácil. Los principales problemas se centran en el uso de una medida de creación de valor débilmente ligada con el sistema de retribución existente, una insuficiente comunicación hacia la organización y fallos operativos en la implantación del sistema de control.

Desde un punto de vista amplio, las sociedades se conforman de empresas como actores principales que crean valor y permiten el desarrollo de las economías; y, el desarrollo de la economía depende del crecimiento sólido de las empresas. Por consiguiente, la calidad de las empresas es fundamental para el crecimiento de la economía.

2.3 Importancia del mercado financiero en la Reestructuración

Dentro del mercado financiero existen diversas maneras de financiamiento. La intermediación indirecta tradicional conformada por las empresas del sistema financiero donde pueden obtener créditos de corto plazo (menor a un año). Por otro lado tenemos la intermediación directa, que pretende obtener financiamiento proveniente del ahorro público, el Mercado de Valores brinda una gran oportunidad para que las empresas puedan crecer y acceder (a captar.

recursos de terceras personas) a mayores volúmenes de fondos a menores costos financieros, requeridos para hacer realidad proyectos de inversión.

El proceso de desintermediación bancaria se observa cuando las alternativas de financiamiento directas (aquéllas que el sector empresarial viene empleando mediante la emisión de títulos de deuda como bonos) empiezan a suplir a aquellas convencionales ligadas al financiamiento bancario (préstamos, pagarés, descuento de letras, etc.). En tal contexto, dadas las ventajas de costo y plazo, el sector empresarial debe tomar conciencia que en el nuevo entorno macroeconómico resulta provechoso financiar el proceso de consolidación de capital e incluso de reestructuración de deuda, a través de la emisión de valores negociables en el Mercado de Valores

Este mercado que centraliza las operaciones de compra y venta de valores, está claramente reglamentado, en sus dos objetivos primordiales: la rentabilidad y el financiamiento empresarial. De estos dos; el segundo objetivo ha sido pobremente conseguido. Esto implica que algunas empresas en nuestro país se financian reinvertiendo sus utilidades, lo que es deseable dentro de ciertos límites, pues si se generaliza el mecanismo, se corre el riesgo de evitar la fluida canalización de recursos de sectores superavitarios hacia aquellos que los requieren o sectores deficitarios.

Frente al reto de la reactivación económica el papel que cumple el sector financiero es de vital importancia es así que surge el planteamiento de cómo en qué medida, el mercado de capitales y en especial el mercado de valores puede contribuir a respaldar este proceso,

asimismo, es oportuno mencionar que existe una innegable relación entre la reestructuración económica y la modernización de los instrumentos de financiamiento.

El mercado de valores se encarga de la movilización de los ahorros internos para el financiamiento de la reestructuración, esta participación de la actividad bursátil o extra-bursátil se refiere no solamente a la captación de ahorros, sino también, a su uso eficiente en inversiones de mayor rentabilidad socioeconómica.

En los países latinoamericanos que cuentan con mercados de valores organizados, éstos han demostrado su idoneidad como mecanismos eficientes en la intermediación financiera y en la movilización de recursos internos. Si bien las condiciones y circunstancias desfavorables han afectado seriamente su desarrollo, no hay duda que un proceso económico y recuperado y bien orientado permite una revitalización a corto plazo de dichos mercados, con las positivas opciones financieras que ofrecen.

El Mercado de Capitales ofrece como un mecanismo eficaz y una alternativa real de financiamiento de empresas públicas y privadas. Por lo tanto, los recursos e instrumentos que se requieren lo podemos encontrar en este mercado.

En los países donde las empresas experimentaron procesos de reestructuración financiera, específicamente el Mercado de Valores se convirtió en una parte sustancial de las alternativas financieras utilizadas, siendo su función principal la de desarrollar un mercado accionario que apoye la formación de capitales y coadyuve en el financiamiento de la reestructuración y por

ende la reactivación de la economía. Para lo cual, el financiamiento bursátil o extra bursátil pueden asumir formas tradicionales de crédito y también de aportaciones de capital de riesgo.

La reestructuración patrimonial y financiera debe entenderse dentro de un proceso de dirección estratégica concentrada en el aspecto del reforzamiento del capital de la empresa. No resulta pertinente, que sea entendido como un dispositivo que ampara a las firmas de la presión que generan sus acreedores; esto nos conduciría a un fracaso próximo en los negocios⁴.

2.4 Marco Legal

La dación de la Ley de Reestructuración Empresarial según el Decreto Ley 26116 en diciembre de 1991, marcó un cambio radical en el mercado peruano de reestructuración empresarial, se pasó de un modelo fundamental liquidatorio y judicializado, a un modelo privado que promueve la reestructuración de negocios viables. De la Ley Procesal de Quiebras de 1932, Ley 7566, que, como, mejor solución a la crisis, propició la liquidación bajo el marco de un proceso judicializado; se pasó a un modelo que en su lugar considerasen más conveniente a su intereses y, a su vez; limitó la intervención del Poder específicamente creada para ello, el INDECOPI.

Las subsiguientes reformas de 1996 (Ley de Reestructuración Patrimonial) y 1999 (Ley de Fortalecimiento del Sistema de Reestructuración Patrimonial) han tenido la virtud de

⁴ Comercio & Producción / Febrero 2000 , artículo “Dirección estratégica: Clave para la Reestructuración”
Carlos Palomino Selem

mantener y consolidar el modelo instaurado bajo la mencionada Ley de Reestructuración Empresarial: un modelo donde el Estado a través del Indecopi mantiene el rol de supervisor y garante de la legalidad y transparencia del proceso, y los acreedores por mayoría asumen el rol de decidir si lo más conveniente a sus intereses afectados es la reestructuración del negocio que ellos identifiquen como viable o la liquidación de los intereses.

La capacidad de autocrítica del Indecopi, sumada a su esfuerzo constante por mejorar y fortalecer el marco legal inicialmente establecido a partir de la mayor experiencia adquirida, se ve reflejada en que en un período de 7 años se hayan dictado las tres leyes de reestructuración patrimonial antes mencionadas. La creciente demanda por los procesos de reestructuración hizo imprescindible la adecuación de los procesos vigentes a una mayor carga procesal.

Sin embargo, después de casi 10 años de vigencia del modelo de reestructuración comentado, y a partir del diagnóstico elaborado por el Indecopi, se ha observado que las bondades teóricas del modelo legal establecido, hoy encuentran serias limitaciones.

En primer lugar la efectividad del marco legal establecido se ha visto seriamente limitada por la dación de dos decretos de urgencia que han terminado por convertir el marco legal de Reestructuración en un todo inorgánico incapaz de afrontar adecuadamente su objetivo de proteger adecuadamente el crédito. Así el 1ro de diciembre de 1999 se emitió el Decreto de Urgencia N° 064-99 creando el procedimiento de saneamiento transitorio y, posteriormente, el 19 de mayo del 2000 se dio el Decreto de Urgencia N°031-2000 creando un proceso de

reestructuración especial para pequeños agricultores. Ambos decretos de urgencia, distorsionando el marco legal, lo convierten en ineficiente para la tarea de proteger el crédito.

En segundo lugar, la efectividad del modelo de reestructuración patrimonial peruano se encuentra limitada, fundamentalmente, por los siguientes motivos: (1) los elevados costos de administración del sistema de reestructuración; (2) la falta de predictibilidad como consecuencia de las intervenciones del Poder Judicial en el proceso; y, (3) la falta de una mayor conciliación entre las disposiciones de la Ley de Banca y la Ley de Mercado de Valores, con el fin de contribuir a un sistema de reestructuración en mejor capacidad de proteger el crédito y, con ello capaz de atraer inversiones para aquellas empresas que demuestren viabilidad económica.

Por la agobiante situación el gobierno del Ing. Alberto Fujimori en el mes de Agosto del 2000 ante la difícil coyuntura por la que atraviesa el país anunció un paquete de apoyo a las empresas.

Dentro de éste apoyo la empresas agrarias recibirían un tratamiento de emergencia mediante el Programa de Rescate Financiero Agrario (RFA) y el Programa de Fortalecimiento Patrimonial para empresas no agrarias (FOPE), para empresas con un máximo de US\$ 10 millones en ventas, es decir el programa se dirigió a medianas y pequeñas empresas.

En la primera etapa los bancos descontarían o rebajarían la deuda por lo menos el 30% al empresario agrario y 20% al empresario no agrario, en la segunda etapa el estado sobre lo que

quedada de la deuda canjearía un porcentaje máximo de 30% para empresas agrarias y 20% para empresas no agrarias, por bonos pagaderos a 15 años.

Para aliviar la carga que representa la deuda bancaria, en la segunda etapa se anunció el otorgamiento de incentivos, mediante la emisión de bonos del Tesoro Público hasta US\$ 500 millones, de los cuales US\$ 400 millones corresponderían al sector no agrario y US\$ 100 millones al sector agrario.

Asimismo, en el reglamento de estos programas da la posibilidad de que sus beneficiarios negocien el tratamiento de la reducción de la deuda, de tal manera que no afecte la viabilidad de refinanciación global, señalándose que este tratamiento podrá incluir, entre otros, la capitalización de dicho monto de parte de los bancos.

En la tercera etapa los empresarios sobre lo que queda de la deuda, cancelan el 10% el empresario agrario y el 20% el empresario no agrario.

Una limitación en este sentido es que los bancos sólo puedan capitalizar deudas en empresas hasta por el 15% de su patrimonio efectivo. Al 30 de junio 2000, éste fue de US\$ 1,804 millones, por lo que el máximo a ser invertido temporalmente en acciones es de US\$ 271 millones. A menos que haya, una adquisición, se está limitando la posibilidad de capitalización a menos de la mitad de ese 20% de la deuda que debería ser condonada o capitalizada.

Sólo US\$ 11 millones ha utilizado el RFA y apenas US\$ 103,000 el FOPE de una total de US\$ 500 millones de bonos - estarían bajo la administración de COFIDE (US\$ 100 millones fueron destinados al RFA y el resto al FOPE)- que el Tesoro estaba autorizado para emitir a favor de este sistema de reestructuración patrimonial.

A fines del 2001, sólo 492 préstamos agropecuarios han sido autorizados para gozar de los beneficios del RFA. Las operaciones acogidas a este programa acumulan una deuda de US\$ 26.4 millones pero, luego de las reducciones respectivas-30% si son deficientes, 40% si son dudosas y 50% si son pérdida, que son asumidas íntegramente por las instituciones financieras (IF)-, el monto refinanciado se reduce a sólo US\$ 16 millones, de los cuales el 64% ha sido reestructurado por el Estado (a través de emisión de bonos) y el resto por las IF involucradas.

Mientras tanto, sólo 4 operaciones de crédito han ingresado al FOPE y han acumulado una deuda de US\$ 1 millón.

Así, después de realizar las reducciones de acuerdo a ley- si la deuda tiene calificación de deficiente, las IF condonan el 12.5% si cuentan con garantías , y el 25% en caso contrario; si tiene clasificación de dudosa, las IF condonan el 30% si poseen garantías, y el 60% si no cuentan con ellas -, el monto refinanciado es de US \$ 0.8 millones, de los que el Estado ha cofinanciado (vía bonos) el 14%.

Un ejecutivo de COFIDE manifestó que la falta de consolidación de estos programas se debe principalmente, a una confusa legislación de los mismos. Aunque lo cierto es que el Fope

sigue sin ser atractivo tanto para las empresas como para las IF involucradas. Debido que para acceder a este programa las empresas tienen que cancelar un porcentaje de su deuda y éstas quisieran que el Estado financie la cuota inicial y esto no está contemplado dentro de este programa.⁵

La demanda por servicios de reestructuración patrimonial ha aumentado considerablemente sobre todo, en el número de solicitudes de insolvencia presentadas. Es así, que en 1993 se presentaron 85 solicitudes estando para el 2000 alrededor de los 1000 pedidos de insolvencia.

En el procedimiento simplificado y en el concurso preventivo, en cambio, no se ha mantenido una tendencia clara a un incremento en los pedidos presentados. En 1997 hubieron 10 pedidos de procedimiento simplificado presentados, en 1998 aumentó a 12, en 1999 se presentaron solo 4 casos.

El concurso preventivo tampoco observa una tendencia al incremento en el número de solicitudes presentadas. Sin bien entre los años 1997 y 1999 se observó un incremento de 4 solicitudes por año a 34 solicitudes por año.

El procedimiento transitorio dado mediante Decreto Urgencia decretado para su vigencia durante el 2000, si bien en enero del 2000 se presentaron 23 pedidos, en mayo se han presentado 75 pedidos de acogimiento al procedimiento de saneamiento transitorio.

⁵ Semana Económica vol. 17 N° 787; 10 setiembre de 2001, pág. 14

La tendencia clara al incremento en los pedidos de acogimiento al procedimiento transitorio puede ser la explicación a la baja en los casos de concurso preventivo y el procedimiento simplificado. Sin perjuicio de la preferencia por el procedimiento preventivos, debe destacarse que el procedimiento de insolvencia como el proceso - de todos los que ofrece la ley- con mayor acogida entre deudores y acreedores. La tendencia al incremento de solicitudes en este proceso se ha mantenido creciente.

Lo que se debe es evaluar si la preferencia por el mencionado procedimiento se fundamenta en una mayor idoneidad del proceso para cumplir con los fines del sistema de reestructuración patrimonial o si, en cambio, tal preferencia encuentra otro tipo de sustento.

Es cada vez mayor la aceptación por los procedimientos de saneamiento transitorio que debería ser tomada como síntoma de que el diseño legal adoptado a este respecto es adecuado para la tarea de proteger el crédito. Por el contrario, es que tal mayor aceptación se debe fundamentalmente a que el proceso resulta en extremo favorable al deudor y perjudicial a los acreedores. El diseño legal adoptado permite la admisión a trámite del pedido sin mayores requisitos de información sobre el manejo del negocio y su viabilidad económica, otorgando además una efectiva protección inmediata de los activos del deudor. Adicionalmente el deudor dispone de un plazo de 6 meses para la presentación de un plan de reprogramación de pasivos, prorrogable a seis adicionales.

En suma el proceso de saneamiento transitorio, tal como ha sido diseñado, le permite al deudor en crisis obtener, sin mayores requisitos, un año adicional de permanencia artificial en

el mercado, postergando el pago de sus pasivos, a pesar de que el negocio carezca de viabilidad económica.

Finalmente, otorgándole un año adicional a la insolvente este no podrá obtener ningún préstamo en sus condiciones de insolvente o prestará más caro, asimismo el proceso de saneamiento transitorio resulta ineficaz, pues le da al deudor (que no cuenta con los incentivos adecuados para ello) la posibilidad de determinar cómo y cuándo paga en caso de que se presente la crisis.

Características y estadísticas del sistema de reestructuración:

La Ley de Reestructuración Empresarial y que posteriormente fortaleció la Ley de Reestructuración Patrimonial, consagrando finalmente un proceso que en vez de reducir los costos de acceso al capital protegiendo adecuadamente el crédito, termina por proteger en extremo al deudor brindándole "carta blanca" para no pagar sus obligaciones a pesar de su inviabilidad económica.

El cuadro N° 1 muestra como está distribuida la demanda por los servicios de reestructuración, es el dato respecto a los sectores económicos involucrados en procesos de insolvencia. Como se podrá observar el sector con mayor número empresas declaradas en insolvencia durante los años 1993-1997 fue el industrial - manufacturero, a partir del cual año 1998, el sector comercio se convierte en el sector con mayor número de empresas con problemas de liquidez.

CUADRO N° 1

Distribución Sectorial de Empresas Deudoras en el Proceso de Declaración de Insolvencia

Sector	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000*
1 Agricultura, ganadería caza y sicultura	0.00%	8.73%	0.00%	2.10%	2.40%	2.00%	4.36%	1.00%
2 Pesca	3.30%	0.00%	0.00%	2.10%	2.40%	6%	5.83%	2.00%
3 Minería	6.70%	4.32%	3.45%	2.10%	2.40%	3.00%	1.43%	1.00%
4 Industria manufacturera	56.70%	52.20%	48.33%	56.50%	36.10%	26.00%	34.83%	8.00%
5 Construcción	3.30%	0.00%	0.00%	2.10%	4.80%	8.00%	0.00%	2%
6 Comercio	20%	13%	27.60%	22.20%	22.90%	35.00%	27.52%	29.00%
7 Transporte, almacenamiento y comunicaciones	6.70%	13%	3.40%	0.00%	13.30%	7.00%	4.33%	3.00%
8 Intermediación financiera	3.30%	0.00%	3.40%	2.10%	2.40%	1.00%	0.00%	1.00%
9 Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	0.00%	8.73%	13.82%	8.80%	12%	6.00%	10.15%	8.00%
10 Enseñanza	0.00%	0.00%	0.00%	2.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
11 Servicios Sociales y de salud	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.00%	4.35%	13.00%
12 Otros	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.20%	5.00%	7.20%	32.00%
Total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Fuente: Comisión de Reestructuración Patrimonial

Elaboración: Área de Estudios Económicos del Indecopi

* A mayo del 2000

Otra de las características del sistema de reestructuración patrimonial es que del grupo de acreedores reconocidos son las entidades bancarias las que tienen mayor monto reconocido siendo sin duda más importante su participación dentro de la Junta de Acreedores.

CUADRO N° 2

Procedimiento de Declaración de Insolvencia

Montos de Créditos Reconocidos (2000*)

Entidad	%Participación
Bancos	32%
Laborales	8%
Tributarios	14%
Provisionales	6%
Otros Comerciales	30%
Otros	10%
Total	100%

Fuente: Gerencia de Desarrollo Institucional del Indecopi

* A mayo del 2000

En el caso de los procedimientos transitorios la predominancia de la acreencia financiera es aún más marcada, representando del total de acreencias reconocidas más del 50%.

Acerca de las decisiones sobre el destino de las empresas que ingresan al proceso de insolvencia desde 1993 a mayo del 2000 existe una tendencia que oscila entre el 20% y 30% del total de los casos presentados que se reestructuran.

Asimismo, se sabe que el promedio histórico de las decisiones de junta de acreedores han sido mayoritariamente a favor de la liquidación de empresas. Para efectos de evaluar con mayor precisión el porcentaje de empresas que son realmente reestructuradas, es pertinente tener en consideración, además, que proporción de las empresas en las que inicialmente se acordó la reestructuración, luego, devienen en un proceso de liquidación por decisión de la propia junta de acreedores.

Las estadísticas al respecto muestran claramente que no todas las empresas que se encuentran dentro de un proceso de reestructuración, terminan su proceso. Del 100% de los casos en los que se aprobó la reestructuración, el 24,9% de los casos deciden posteriormente modificar su decisión por la liquidación de activos. Tal estadística nos muestra claramente que de la reestructuración decidida, aproximadamente la cuarta parte es una decisión temporal, que luego es revertida a una decisión de liquidación

Del 100% de reestructuraciones acordadas, solamente el 2,8% son procesos de reestructuración que concluyen, cumpliendo con el pago de los créditos de acuerdo al cronograma de pagos aprobado en el plan de reestructuración correspondiente.

Para efectos de la elaboración de esta estadística La Comisión de Reestructuración Patrimonial, ha considerado que los planes de reestructuración se realizan en promedio en 8 años (el promedio considerado para empresas pequeñas es de 7 años y para empresas grandes es de alrededor de 10 años).

La efectividad del sistema de reestructuración patrimonial aparece como limitada, fundamentalmente en dos aspectos: i) los elevados costos administrativos del sistema, y ii) el alto margen de error en las decisiones.

Los elevados costos de administración del sistema afecta la efectividad del sistema como un instrumento efectivo para el cumplimiento de su función de proteger el crédito, y a partir de ello, reducir los costos de acceso al capital para las empresas.

Por otro lado, la efectividad del sistema aparece limitada por el hecho de que del 100% de las reestructuraciones que se acuerdan, casi el 25% de tales decisiones (la cuarta parte) sean revertidas posteriormente a una decisión de liquidación. El que un proceso de reestructuración se proyecte a durar 8 años y que, sumado a ello, exista la posibilidad de que 1 de cada 4 casos, tal decisión haya sido equívoca y mañana más tarde sea cambiada a liquidación, no hace sino abundar en el problema de los elevados costos del sistema de reestructuración: los proceso de

reestructuración son muy costosos por que tienden a durar demasiado y porque, además, tales elevados costos no se ven justificados por su reducido índice de éxito.

La aprobación de la Reestructuración: la Junta de Acreedores decidirá la continuación de las actividades de la empresa porque existen posibilidades reales para su recuperación económica y financiera, la empresa entrará en proceso de reestructuración por un plazo no mayor de un año, contado a partir de la fecha del acuerdo de la Junta de Acreedores sobre el destino de la empresa, prorrogable por acuerdo de la misma Junta⁶.

La Junta de Acreedores acordará el régimen de administración temporal que deberá tener la empresa en proceso de reestructuración. Para este efecto, podrá acordar:

1º La continuación del mismo régimen de administración; o,

2º La administración de la empresa por un Banco, acreedor o no de la misma,

Si la Junta de Acreedores opta por la alternativa 2º, a partir de su nombramiento y durante el proceso de reestructuración, el administrador designado sustituirá de pleno derecho en sus facultades, sin reserva ni limitación alguna, a los directores, representantes legales y apoderados de la empresa, pudiendo celebrar toda clase de actos y contratos que fueran necesarios para lograr su recuperación económica y financiera, según lo establezca el acuerdo de la Junta de Acreedores. Durante el proceso de reestructuración quedarán en suspenso los estatutos de la empresa. El Reglamento precisará los alcances y efectos de esta suspensión.

⁶ Artículo 14º-16º. Texto Unico Ordenado de Ley de Reestructuración Patrimonial Decreto Supremo N° 014-99-ITINCI del 30.10.1999.

El administrador deberá proponer a la Junta de Acreedores dentro de los sesenta días naturales siguientes a su designación, el Plan de Reestructuración al que se sujetará la empresa durante el plazo de duración del proceso de reestructuración, en el que se detallará, cuando menos, las acciones que se propone ejecutar, el cronograma de pago de los créditos hasta su cancelación, el financiamiento de la inversión requerida para la continuación de la actividad de la empresa, la política laboral a adoptarse y el presupuesto que contenga los gastos y honorarios que demande la administración.

La Junta de Acreedores aprobará el Plan de Reestructuración observando lo dispuesto en el segundo párrafo del artículo 47°.

El administrador deberá inscribir en los registros el acta de la Junta correspondiente por la Junta de Acreedores relativo a la continuación de la actividad de la empresa,

El Administrador, deberá notificar el acuerdo de la Junta de Acreedores al Juez, Arbitro o Tribunal Arbitral, Ejecutor Coactivo, según sea el caso, que conocen de los procesos judiciales, arbitrales o coactivos seguidos contra la empresa para que ordene el inmediato levantamiento de los embargos y de las demás medidas cautelares trabadas sobre los bienes de la misma. En el caso de que las indicadas medidas hayan sido ordenadas pero aún no trabadas el Juez, el árbitro o el Tribunal Arbitral, o ejecutor coactivo, según corresponda, se abstendrá de hacerlo.

Asimismo, por el mérito de la notificación a que se refiere el párrafo anterior y durante el proceso de reestructuración, se suspenderán todos los procesos judiciales, arbitrales o coactivos pendientes que se siguen contra la mencionada empresa, que tengan como objeto la ejecución de garantías reales, embargos definitivos o cualquier otra medida definitiva ordenada sobre los bienes de la misma.

A partir de la fecha de inicio del proceso de reestructuración que se indica en la notificación a que se refiere el párrafo anterior, se suspenderá la exigibilidad del pago de las obligaciones que tuvieran pendientes las empresas comprendidas en el indicado proceso con sus acreedores, las que quedarán sujetas al Plan de Reestructuración. El importe de las indicadas obligaciones podrá convertirse a dólares de los Estados Unidos de Norteamérica, al tipo de cambio venta promedio ponderado de la cotización de oferta y demanda, publicado por la Superintendencia de Banca y Seguros el día en que se inicia el proceso de reestructuración.

A partir del día siguiente y hasta que dure la suspensión dispuesta en el párrafo anterior, se aplicará a las obligaciones pendientes de pago por la empresa la tasa de interés pasiva en moneda nacional o extranjera que estuviere pactada; en defecto de régimen de intereses pactados o cuando se hubiere producido la conversión a dólares, se aplicará la tasa de interés que publica la Superintendencia de Banca y Seguros. En ningún caso correrán intereses moratorios por los adeudos mencionados.

Por Decreto Supremo con fuerza de ley se precisarán los casos en que serán nulos y carecerán de efectos legales los actos y contratos que de alguna manera afecten el patrimonio de la empresa en proceso de reestructuración.

En cualquier momento durante el proceso de reestructuración, el administrador que considere que no es posible la reestructuración económica y financiera de la empresa, convocará a Junta de Acreedores para que se pronuncie sobre posibles alternativas previstas en la ley.

Vencido el plazo de duración del proceso de reestructuración de la empresa, caducarán las funciones de la Junta de Acreedores y del administrador, y asumirán su administración aquellos a quienes corresponda según sus estatutos.

CAPITULO III

CRISIS FINANCIERA E INSOLVENCIA

Las crisis son las situaciones que mejor revelan las verdades ocultas de las organizaciones, permiten entender relaciones y vínculos, estructuras, modos de pensar y de hacer que, previamente al desencadenamiento de la crisis, no eran percibidos ni entendidos. También emergen posibilidades de repensar las estrategias y estructuras organizacionales cuya consideración era imposible de ser encarada con anterioridad a la situación de crisis. Es decir, que la crisis transparenta tanto las situaciones existentes como las oportunidades disponibles que precedentemente estaban veladas y, por lo tanto, no podían ser objeto de consideración.

El punto crucial se da en el desarrollo de una secuencia de acontecimientos y acciones, que convergen en otros acontecimientos, cuyo desenlace repercute en el futuro de la organización como un sistema. Esta situación se manifiesta como una disminución del control sobre los acontecimientos, incertidumbre ante su valoración y la formulación de las posibles soluciones. Si se han puesto en peligro los logros de los objetivos, se pone en una situación riesgosa a toda la organización, que se siente impaciente y que necesita medidas urgentes de acción.

La crisis económica por la que atraviesa actualmente las empresas está ocasionando que cada vez más de ellas vean en el procedimiento de reestructuración empresarial una vía de solución a sus problemas.

Según el Instituto de Defensa del consumidor y la propiedad privada (INDECOPI), al 24 de junio del 2000 un total de 747 empresas han solicitado su acogimiento al nuevo sistema de reestructuración patrimonial. Este sistema brinda protección al patrimonio de las empresas- frenando cualquier embargo de los acreedores- desde el momento en que se efectúa la publicación de la primera junta de acreedores.

Según la Ley de Reestructuración Patrimonial Decreto Legislativo del D.L. 845 (anteriormente Ley de Empresas N°2116) establece normas aplicables a la reestructuración económica y financiera, disolución y liquidación, y quiebra de las empresas, así como los mecanismos para la reprogramación global de las obligaciones contraídas con anterioridad al estado de insolvencia.

3.1 Crisis por Insolvencia y factores que generan la crisis

Procedimiento de Insolvencia

El procedimiento de insolvencia es uno de los procedimientos del Sistema de Reestructuración Patrimonial al que puede recurrir el deudor o los acreedores de una empresa que se encuentra en una situación de cesación de pagos con el fin de decidir su destino, ya sea su reestructuración o su liquidación.

Pueden solicitar la declaración de insolvencia uno o varios acreedores impagos cuyos créditos superen en total el equivalente a cincuenta Unidades Impositivas Tributarias vigentes en la fecha de la solicitud, así como también podrán solicitar la declaración de la insolvencia de una persona natural o jurídica ante la Comisión siempre que acredite cuando menos, alguno de los siguientes casos:

1. Que mas de las dos terceras partes del total de sus obligaciones se encuentren vencidas e impagas por un período mayor a treinta (30) días.
2. Que tenga pérdidas acumuladas, deducidas las reservas, cuyo importe sea mayor que las dos terceras partes del capital social pagado.

El deudor también podrá solicitar su insolvencia, siempre que demuestre que tiene pérdidas acumuladas que representen más de las dos terceras partes de su capital social pagado o que tenga más de las dos terceras partes del total de sus obligaciones vencidas e impagas por un período superior a 30 días.

Efectos que produce la declaración de insolvencia

Se suspende la exigibilidad de las obligaciones pendientes del deudor a partir de la fecha de publicación del aviso de declaración de insolvencia.

Con dicha publicación se obtiene inmediatamente la protección legal del patrimonio y en esa medida se suspenden los embargos o cualquier otra medida sobre los bienes o dinero del insolvente.

Se expondrá alternativas que brinda el sector financiero así mismo las que existen en el Mercado de Valores, mostrando diversas fuentes de financiamiento para una empresa en proceso de Reestructuración, logrando de esta manera el reflotamiento de la misma.

Factores que pueden originar una crisis por insolvencia:

Las crisis por insolvencia se origina tanto por factores cuantitativos así como factores cualitativos que integran la estructura organizacional de la empresa.

Factores Cualitativos

Cultura Organizacional: Define el ambiente, las costumbres, la manera de hacer y enfocar la vida cotidiana de la empresa.

Es muy importante que la dirección y la gerencia de la empresa generen identificación de los empleados con la organización, complementando tal afán con políticas que enmarquen un grado de control, logro de objetivos, riesgo, agresividad, manejo de conflictos, tolerancia al cambio estructural entre otros factores que determinen una línea de la cultura del grupo en sus funciones diarias.

Las empresas que afrontan coyunturas económicas y financieras producidas por factores de distinta índole, encuentran una salida a cualquier cambio que quieran realizar en la cultura organizacional, siendo ésta la que determina la rapidez con la que dichos cambios se realizarán.

Una crisis puede desencadenar en la quiebra de la empresa, en cuanto la cultura de la organización no fuese sólida, dado que son los miembros de la organización quienes en suma, son capaces de revertir una situación difícil.

Es por ello que uno de los principales logros de la dirección y la gerencia de la empresa es crear y fomentar una sólida cultura organizacional que identifique a cada uno de los miembros con los logros de la empresa y con su filosofía.

Los obstáculos encontrados a la hora de salvar una crítica situación por la que la organización atraviesa dependen mucho del papel que los miembros jueguen en la vida cotidiana de la empresa; si estos participan activamente en el desarrollo de la empresa, ésta podrá salir de los problemas con mayor facilidad. Pues si esto solo les toca celebrar los éxitos de la empresa como si fuesen sólo de la dirección o de la gerencia, el no aportar a una situación difícil es mera consecuencia de la ausencia de cultura empresarial en la organización.

Filosofía: El marco que determina la formulación de estrategias, tácticas, así como las políticas de la empresa tiene base en la filosofía de la empresa.

Es esta la que sintetiza el pensamiento de la dirección el cual es transmitido por la gerencia a la organización así como a los clientes y proveedores.

Al originarse una crisis en la empresa, la filosofía empresarial proyectada anteriormente a esta, juega un papel importante dentro de la percepción de los miembros de la organización, de los clientes y proveedores, respecto a los pasos que la empresa dará en el manejo de la situación. El apoyo que la alta dirección recibirá en las negociaciones y los cambios que realicen tendrán consecuencia con la filosofía que la empresa practicó en sus mejores momentos.

Si es el caso, los directivos proyectaron una imagen cuya filosofía estuvo basada únicamente en el logro de beneficios para los accionistas que representan a través de una gestión fría y objetiva, es casi seguro que los miembros de la organización tanto como los clientes y proveedores se conectarán a una actitud defensiva y un tanto reactiva para apoyar a un buen desenlace en las negociaciones que la empresa realice.

Dirección: Es muy importante determinar el rol que cumple la función de la dirección en una empresa, pues de ella dependen las estrategias, políticas y decisiones generales a las que esta se sujetará para cumplir con los objetivos trazados.

La dirección representada por el presidente del directorio, máxima autoridad de la empresa quien representa al equipo directivo, incluye usualmente al gerente general quien a su vez es el principal ejecutivo que representa al equipo gerencial.

En las pequeñas y medianas empresas, sobre todo familiares; la dirección está representada por el accionista o participacionista mayoritario quien a su vez realiza el papel de la gerencia general.

Gerencia: El funcionamiento de la empresa tiene como responsable a la gerencia, la cual es representada por el gerente general, quien dirige el equipo de gerencia que se responsabiliza por las distintas áreas que conforman esta.

Si bien es cierto la gerencia realiza las actividades que describe el directorio de la empresa, esta también establece un estilo a través del cual logran los objetivos trazados por la superioridad.

El desempeño de la gerencia en el desarrollo de la empresa es de suma importancia, mientras las decisiones del directorio sean coherentes, precisas y claras.

La habilidad en la gestión de la gerencia se debe acentuar en situaciones difíciles como la etapa de pre insolvencia y la propia insolvencia, es vital ya que de ella depende la cristalización del rumbo que la empresa deberá tomar para su recuperación económica y financiera.

La confianza en el futuro de la empresa por parte de los accionistas clientes y proveedores, luego de caer esta en una situación de insolvencia dados factores de distinta índole, recae en la gerencia.

Factores cuantitativos

Deficiencia en la Rentabilidad: Las empresas que tienen baja utilidad y que no les permite reinvertir, dificulta sus posibilidades de crecimiento, de esta manera las empresas pierden competitividad en el mercado.

Solvencia: El sobreendeudamiento de la empresa, implica que destine un parte de sus ingresos al pago de la deuda, dificultando con ello su operatividad, además una empresa altamente endeudada es riesgosa para cualquier inversionista.

Liquidez: La falta de liquidez, no permite que la empresa pueda hacer sus gastos tanto productivos como operativos, ello le genera problemas con sus trabajadores, prestamistas y sus proveedores.

Existen factores cuantitativos externos que agobian de igual manera al sector empresarial, se trata de las tasas de interés siendo las del mercado peruana relativamente altas a las de otros mercados (pues se considera un riesgo país elevados).

3.2 Endeudamiento de las Empresas

Actualmente las empresas peruanas se encuentran agobiadas por sus obligaciones y que no pueden hacer frente, dentro de las posibles razones de su endeudamiento podemos nombrar las siguientes:

1. Necesidad de mas capital: Una empresa para crecer, ser más rentable, requiere de más capital, éste puede ser propio o de terceros. El propio viene de los accionistas, si éstos no lo poseen pueden emitir acciones y venderlas en la bolsa para levantar capital adicional. Si el mercado de capitales es muy incipiente y subdesarrollado, no les queda otro camino que endeudarse para seguir creciendo y hacer negocio. Pero, esto tiene límites que si se sobrepasan, se pierde la empresa o se liquida.

2. Por razones tributarias: En vista que los intereses son deducibles de impuestos al igual que algunas amortizaciones, es rentable endeudarse y no financiar todos los activos con capital propio. Pues los accionistas verán incrementar el margen neto y podrán disponer de este si ellos financiaran dichos préstamos con bonos y/o leasing.

3. Por razones especulativas: En economía inestables con altas tasas de inflación, fuertes devaluaciones periódicas, tasas de interés reales negativas y racionamiento crediticio sí pueden ser negocio para una empresa endeudarse. Así, por ejemplo, en el Perú de los años 80's con las características antes señaladas se dieron dos casos: Una empresa tuvo un crédito en soles equivalente a 200 mil dólares a principios de los 80's, compró activos y por efectos de la devaluación y la inflación acabó pagando 20 mil dólares por su deuda a fines de los 80's. A ésta le fue bien.

Un segundo caso se dio a fines de los 80's: Una empresa se endeudó en soles y compró dólares por el equivalente a 60 millones de dólares para poder cancelar su deuda. La devaluación no fue la esperada, los intereses en soles fueron mayores que la inflación y en

conclusión esta empresa quebró. Endeudar empresas por razones especulativas es muy riesgoso y no hay resultados seguros.

4. Por razones de seguridad patrimonial: Un caso se dio en la década de los 70's con la dictadura de Velasco. Si con la comunidad industrial van expropiar la empresa, era negocio endeudarla para poner los activos a buen recaudo y dejar los pasivos en el Perú. Un segundo caso se dio para evitar una compra hostil de una empresa casi sin deuda y con accionariado difundido. Se le endeudó para evitar que fondos de inversión extranjera compraran el control de la empresa, luego la endeudarán y se repagarán con esos fondos la compra.

3.3 Las Empresas frente a sus Dificultades Financieras

Las empresas manejan las dificultades financieras de varias maneras tales como:

1. Venta de los activos principales
2. Fusión con otra empresa
3. Reducción de la inversión en investigación y desarrollo
4. Emisión de títulos nuevos
5. Negociación con bancos y otros acreedores
6. Intercambio de capital por deuda
7. Declaración de bancarrota

Los tres primeros conceptos se asocian con los activos de la empresa y los últimos cuatro comprenden el lado derecho del balance general de la empresa y son ejemplos de reestructuración financiera. Las dificultades financieras pueden incluir tanto la

reestructuración de los activos como la reestructuración financiera (es decir, implica ambos lados del balance general).

Algunas empresas en realidad pueden obtener beneficios de las dificultades financieras mediante la reestructuración de sus activos, de esta manera para algunas empresas, las dificultades financieras pueden originar nuevas formas de organización y estrategias operativas.

La reestructuración financiera puede llevarse a cabo en una reestructuración privada o en una reorganización de bancarrota. Aproximadamente la mitad de las reestructuraciones financieras se han efectuado por medio de reestructuraciones privadas.

Las dificultades financieras pueden funcionar como un sistema de "advertencia temprana" de problemas. Las empresas que tienen más deuda experimentarán dificultades financieras antes que aquellas que tienen menos deuda. Sin embargo, las empresas que experimentan dificultades financieras en un lapso menor tendrán más tiempo para las reestructuraciones privadas y la reorganización. Las empresas con un bajo nivel de apalancamiento experimentarán dificultades financieras más tarde y, en muchos casos, se verán forzadas a la liquidación.

Capítulo IV

ESTRATEGIAS Y PROPUESTAS

El presente capítulo recoge el planteamiento de reestructuración de la deuda de empresas, previamente clasificadas, con el fin de negociar con sus acreedores; para que estos acepten títulos tanto de deuda como de participación. Estos títulos están configurados y diseñados en función a un plan de actividades de corto y mediano plazo, dentro de un horizonte temporal que cubra las fechas de redención de los títulos de deuda.

La estrategia consiste en la creación y emisión de bonos denominados Bonos de Reestructuración será con la finalidad de reestructurar la deuda de la empresa, estos nuevos instrumentos ideados para una empresa en reestructuración representan los pasivos laborales, financieros, tributarios, comerciales y diversos, así mismo serán cancelados según la clasificación o agrupamiento de los acreedores según lo expuesto en el presente capítulo.

Asimismo, se ha considerado el cambio de deuda con personas ajenas a la empresa por acciones, creando bonos convertibles con la posibilidad de esta manera que parte de los acreedores se convirtieran en accionistas de la empresa, implicando con ello la mejora del patrimonio de la empresa.

La emisión primaria prevista para la reestructuración se realizará directamente para los acreedores, asimismo podrán negociar los instrumentos en el mercado secundario, su emisión será para la reestructuración de empresas técnica y económicamente viables, es así que se propone la constitución de un mercado para este tipo de empresas, y que tendrán que brindar información con bastante transparencia y realidad.

Las Instituciones financieras pueden clasificar según el reglamento aprobado mediante Resolución S.B.S. N° 1071-99, este ratifica que los deudores con créditos reestructurados u objeto de un convenio de saneamiento podrán ser reclasificados de acuerdo a su capacidad de pago. La reclasificación se hará efectiva de manera inmediata luego de la aprobación de la reprogramación de pagos.

4.1 Estrategias en la Reestructuración Financiera

La insolvencia se origina por la imposibilidad de cumplir con sus compromisos de deuda en el plazo acordado lo que es originado por la falta de liquidez, ocasionados por muchos factores descritos en el capítulo II, asimismo también debemos considerar que la empresa quizá no consideró el ciclo económico tanto de la economía como del sector en el cual actúa (historia y geografía).

La falta de control de los ratios de liquidez y de las variables como el retraso en los cobros, la reducción de créditos y la reorganización financiera (cuando el sistema actual se torna inadecuado para la realidad que se vive), son causa frecuente del fracaso de la empresa así

como también es la incompetencia de los directivos que no asumen su rol como gerentes y líderes de la empresa que ocasiona la debilidad de la empresa y su futura quiebra, así también se podría mencionar la falta de experiencia en coyunturas difíciles que no perciben con facilidad y por lo tanto no logran adaptarse o aplicar medidas correctivas inmediatamente lo que podría concluirse en la falta de habilidad de gerenciar en épocas de crisis.

El Plan de Reestructuración "Bakelita y Anexos S.A.", nos permitirá compartir la estrategia aprobada por su Junta de Acreedores.

Debiera evaluarse la conveniencia de establecer un estándar de información sobre el manejo del negocio único para acceder a los procesos de reestructuración previstos en la legislación vigente. Tal estándar de información deberá ser tal que permita garantizar transparencia y confianza a los que decidirán el destino del deudor, así como transparencia y confianza a los potenciales inversionistas.

4.1.1 Empresas potencialmente viables y económicamente rentables

El primer paso es determinar aquellas empresas que serían las que pasan a reestructurarse, pues serían aquellas que mediante evaluación sean consideradas potencialmente viables y económicamente rentables.

Diferentes criterios para clasificar a una empresa viable: Nivel mínimo de actividad de la empresa grado de eficiencia y rentabilidad para considerar técnicamente que una empresa debe ser reestructurada y no liquidada.

Los criterios que se exponen no se consideran excluyentes uno del otro, podrían más bien considerarse complementarios junto a otras que a criterio del analista o el responsable considere necesarias para la evaluación:

1. Determinar al costo de oportunidad del mercado los flujos futuros que generará la empresa durante 5 años, actualizado éstos compararlo con el valor residual actualizado de la empresa, es decir haciendo un corte en el momento de su reestructuración se calculará el valor de los activos de la empresa. Cuando el Valor Residual Actualizado (VRA) de la empresa sea menor al Valor de sus Flujos futuros Actualizados (VFA) la reestructuración es técnicamente posible.
2. Debe determinarse y analizarse el punto de equilibrio actual y futuro de la organización. Ello servirá para decisiones tácticas, operativas y estratégicas. Se debe analizar la serie histórica desde 2 a 3 años atrás, cuantificar la capacidad de respuesta de la empresa en el pago de su deuda y según el nivel de producción y venta alcanzados, calcular el Punto de Equilibrio económico y financiero, con la finalidad de visualizar la cobertura de los gastos generales, los gastos financieros y la amortización de la deuda estructural (sin considerar el capital de trabajo). Asimismo, se podrá determinar el financiamiento de diferentes

programas de producción de la empresa, dentro de los gastos generales (Administrativos y de Ventas, excluyendo depreciación, reservas y amortización de intangibles).

Se debe tener en consideración para esto los cálculos siguientes:

- el punto de equilibrio se define como aquel punto donde los ingresos totales por ventas de los productos y/o servicios de la organización se hacen iguales a los costos totales incurridos, es decir, donde las utilidades operativas (UAI) se hacen igual a cero, no obteniendo ni ganancias ni pérdidas en operaciones. En fórmulas se tiene:

IT = CT donde $CT = CFT + CVT$
IT = Ingreso total = $P \cdot X$
CT = Costos totales
CFT = Costo fijos totales
CVT = Costos variables totales

El cálculo puede hacerse en unidades cuando la empresa es monoprodutora o produce y vende relativamente pocos bienes y/o servicios, ya que no es tan difícil calcular el punto de equilibrio para cada uno de ellos. Sin embargo, cuando son muchos los productos o servicios debe hacerse el cálculo en términos monetarios, debido a la imposibilidad o dificultad de cálculo para cada uno de ellos en unidades. Específicamente, después de hacer las respectivas sustituciones y despejes, se tiene:

$X = P. E. \text{ (en unidades)} = \text{Costo fijo total} / (\text{Precio unitario} - \text{Costo variable unidad}).$

Realizando algunos artificios matemáticos, de acuerdo con el concepto, se llega a la fórmula siguiente cuando el punto de equilibrio en términos monetarios.

$P.E. = \text{Costo fijo total} / (1 - CVT/IT)$

La relación $1 - CVT/IT$ se denomina margen de contribución y significa lo que le queda a la empresa o lo que se aporta de cada unidad monetaria para cubrir los costos fijos. Entre mayor sea este margen contribuyente la empresa estará en mejores condiciones financieras.

Un cálculo importante, en relación con el análisis del punto de equilibrio, es el de determinar la probabilidad de que las ventas caigan por debajo del mismo. Este es un cálculo más sofisticado, no difícil pero amerita mayor trabajo, ya que debe calcularse el valor esperado de las ventas y su desviación estándar (puede hacerse por proyección en diferentes escenarios o por simulación), para después normalizar y así en la tabla de distribución normal buscar la probabilidad correspondiente al valor p calculado. La fórmula será:

$$p = (\text{Pto. De equilibrio} - \text{Valor esperado de las Ventas}) / \text{Desviación estándar de las ventas}$$

Generalmente el punto de equilibrio se calcula para el último año o ejercicio económico de la empresa. Sin embargo, también puede utilizarse para una serie histórica con el fin de visualizar su comportamiento en los años pasados, donde se verá si ha continuado igual, mejorado o empeorado. Igualmente el cálculo proyectado del punto de equilibrio es de interés porque nos da una idea para el próximo año del nivel de ventas a lograr para estar en equilibrio, considerando una determinada estructura de costos y el precio o los precios de los productos y servicios.

El punto de equilibrio de una organización ofrece gran ayuda para el analista, igualmente le sirve a la gerencia para tomar acciones operativas, tácticas y estrategias para mejorar la situación de la empresa.

3. Criterio del margen operativo: en el Cuadro N° 3 presentamos diferentes niveles de endeudamiento (deuda / nivel de ventas), están en un rango de 1 a 2.5 con los cuales se determinan, a diferentes períodos de pago anuales, la amortización anual de la deuda respecto a las ventas, dentro de un rango de 10-16 años, es de recordar que lo ideal es aplazar la deuda a un plazo prudencial. Lo que se pretende es sensibilizar las posibles amortizaciones y pago en intereses que tendría que hacer una deudora para su determinado indicador de endeudamiento o nivel de endeudamiento, tomando por ejemplo el caso para una empresa cuya relación (Deuda/Vtas) = 1.80, y considerando un plazo medio de 12 años, la amortización sería el 15% de las ventas.

CUADRO N° 3

		A/Vtas (%)			
		Períodos (Años)			
		10	12	14	16
Deuda/Vtas	1.00	10%	8%	7%	6%
	1.30	13%	11%	9%	8%
	1.80	18%	15%	13%	11%
	2.20	22%	18%	16%	14%
	2.50	25%	21%	18%	16%

Otra forma de verlo es como porcentaje del Margen Operativo (MO) + Depreciación (D), a un nivel de amortización de la deuda del 15% de las ventas amortizando en 12

años, y con un (MO+D) del 25% sobre las ventas, la empresa tiene que dedicar para la amortización el 60% del (MO+D) (ver Cuadro N° 4). Finalmente el Cuadro N° 5 nos muestra el pago en interés representará el 40% del (MO+D).

CUADRO N° 4

		A /Vtas (%)			
		15%	11%	9%	8%
(MO+Dep)/Vtas	0.15	100.0%	73.3%	60.0%	53.3%
	0.20	75.0%	55.0%	45.0%	40.0%
	0.25	60.0%	44.0%	36.0%	32.0%
	0.30	50.0%	36.7%	30.0%	26.7%

CUADRO N° 5

		Intereses/Ventas (%)			
		0.10	0.14	0.16	0.17
(MO+Dep)/Vtas	0.15	0%	27%	40%	47%
	0.20	25%	45%	55%	60%
	0.25	40%	56%	64%	68%
	0.30	50%	63%	70%	73%

- El Riesgo es una variable señalada como muy importante y clave en todo análisis financiero de una empresa. Viene a completar la información en la dualidad rentabilidad-riesgo tanto de las inversiones de producción (activos reales) como en las inversiones en activos financieros (acciones, bonos, certificados, etc.), ya que de manera racional, en las

decisiones no sólo basta conocer la rentabilidad de una inversión, de una empresa, sino también el grado de riesgo de la misma, así como su liquidez⁷.

En este sentido, en la evaluación del riesgo de una empresa es importante y conveniente dividir el riesgo total en dos tipos: el riesgo del negocio y el riesgo financiero. El primero, llamado también riesgo operativo, tiene que ver con las operaciones diarias de la empresa, es decir por la variabilidad de sus ventas y de sus costos y gastos. El segundo, o sea el riesgo financiero, se presenta por el uso de fondos ajenos, de terceros, representados en deudas por las cuales debe devolverse capital y pagarse intereses por el uso de ese dinero.

Puede verse que el riesgo operativo está relacionado con las ganancias en operaciones, o sea las utilidades antes de intereses e impuestos (U.A.I.I.). Aquí, los dos componentes básicos son: 1) la probabilidad que tiene la firma de fallar debido a la baja capacidad de los activos de la misma para generar un nivel suficiente y adecuado de ganancias operativas y 2) la variabilidad de tales ganancias.

Por su parte, el riesgo financiero está relacionado con las ganancias disponibles para los accionistas comunes y la insolvencia. Aquí los dos componentes básicos son: 1) la probabilidad que tiene la empresa de fallar debido a la incapacidad para la cancelación de la deuda, bien sea el principal o los intereses o ambos, y 2) La variabilidad de las ganancias disponibles para los accionistas comunes debido a los cargos financieros.

⁷La liquidez puede considerarse por separado o incluida en el riesgo total.

Para el primer tipo de riesgo puede medirse mediante el análisis del punto de equilibrio (ya visto en la punto 2) y su probabilidad de caer por debajo de este.

Igualmente pueden utilizarse algunos índices, como por ejemplo el índice de rentabilidad o margen operativo (U.A.I.I./Ventas), donde por sentido dual, entre menor sea este margen (o negativo) mayor será la probabilidad de pérdidas netas de la empresa y entonces es mayor el riesgo. Asimismo, la relación costos variables a ventas (o sea el costo variable en tanto por uno o en porcentaje) también ofrece información sobre el riesgo operativo, ya que entre mayor sea esta proporción la empresa tendrá mayor riesgo de no poder cubrir sus costos fijos y entonces aumenta la posibilidad de obtener pérdida en operaciones. El índice U.A.I.I./AT también se utiliza como uno de los indicadores que mejor colabora para discriminar empresas con problemas y sin ellos.

También el grado de apalancamiento operativo (GAO) sirve para medir el riesgo del negocio, analizándolo tomando en consideración el contexto económico futuro donde se desenvolverá la organización. El grado de apalancamiento operativo se define como el cambio porcentual que experimentan las utilidades antes de intereses e impuestos (U.A.I.I.) ante un cambio porcentual en las ventas. La fórmula para calcular el GAO es la siguiente:

$$\text{GAO} = ((\text{U.A.I.I.2} - \text{U.A.I.I.1}) / \text{U.A.I.I.1}) / ((\text{Ventas2} - \text{Ventas1}) / \text{Ventas1})$$

Esta fórmula, como puede verse, necesita dos estados financieros de ganancias y pérdidas para poder efectuar el cálculo. Otra fórmula puntual, utilizada con un sólo estado financiero es:

$$X*(P - Cv)$$

$GAO = X*(P - Cv) / (X*(P - Cv) - CF$ ----- Para empresas monoproductoras.

$GAO = \text{Ganancia bruta}/\text{U.A.I.I.}$ -----Para empresas con varios productos.

Por su parte, para medir el riesgo financiero pueden utilizarse:

Los ratios financieros desarrollados en el capítulo II.

- Grado de apalancamiento financiero (GAF): Se define como el cambio porcentual que experimentan las ganancias por acción ante un cambio porcentual en las ganancias antes intereses e impuestos. El cálculo puede hacerse con un sólo estado de resultados, la fórmula queda:

$$\mathbf{GAF = U.A.I.I. / (U.A.I.I. - Intereses)}$$

Debe interpretarse el resultado considerando el contexto económico financiero donde se desenvuelve la empresa analizada.

5. Análisis Discriminante: Una técnica estadística sofisticada, el análisis discriminante, fue aplicada por Edward Altman para la selección y evaluación de los índices que más probablemente diferencian o distinguen entre empresas en quiebra y empresas en no quiebra.

Altman probó veintidos índices, de los cuales sólo seleccionó cinco, bajo la base de su habilidad combinada o múltiple para discriminar entre empresas en quiebra y empresas en no quiebra. El enfoque del análisis discriminante, primero prueba la correlación entre índices individuales y entonces selecciona aquellos que contribuyen más al valor discriminante, el cual fue llamado "valor de Z".

Para desarrollar su trabajo que después llamó "Z de Altman", E. Altman seleccionó, en 1966, un muestra de 66 empresas, de las cuales treinta y tres (el 50%) habían caído en quiebra entre 1946 y 1965 y las otras treinta y tres se seleccionaron, aleatoriamente, de entre aquellas que aún existían para 1966. El tamaño de las empresas era variado, pues el activo total de las 66 empresas oscilaba entre 1 millón y 26 millones de dólares.

La ventaja del análisis discriminante múltiple radica en el hecho de que permite combinar muchas características en un solo valor (diferente al análisis tradicional de razones financieras donde se tendrán tantos valores como razones se utilicen), donde este valor indicará a que grupo pertenece el sujeto en estudio (en este caso la empresa estudiada), ofreciéndose, generalmente, tres alternativas: un valor alto o un valor bajo indicará que se pertenece a un grupo o al otro, respectivamente, mientras que un valor intermedio causa incertidumbre respecto a que grupo pertenece el sujeto en análisis.

A este valor, resultante al aplicar el análisis discriminante, Altman lo llamó "valor Z", señalando que un valor Z suficientemente alto, por encima de determinado valor, implica que la empresa es financieramente saludable, o en otras palabras que tiene baja probabilidad de quiebra; mientras que una valor de Z suficientemente bajo, menor que determinado parámetro, significa que la empresa está cerca de la quiebra o que tiene alta probabilidad de quebrar. Un valor intermedio de Z, coloca a la empresa en una zona de incertidumbre que llamó zona gris ó zona nublada, dando la connotación de no verse muy bien. Posteriormente Altman definió esta zona gris con un juego de palabras: las empresas

que allí estaban eran empresas buenas pero mal gerenciadas o empresas malas pero bien gerenciadas.

El primer valor Z que Altman determinó, fue trabajando en una investigación que contemplaba una muestra de empresas manufactureras cotizadas públicamente, es decir, en el mercado bursátil. Posteriormente, ante críticas realizadas de diferente índole, desarrolló versiones nuevas, primero para empresas manufactureras no cotizadas en bolsa, a la que llamó Z1, y después para empresas comerciales o de servicio, cotizadas o no públicamente, a la que llamó Z2.

La función discriminante que resultó de su primera versión del valor Z de Altman fue la siguiente⁸

$$Z = 1.2X1 + 1.4X2 + 3.3X3 + 0.6X4 + 1.0 X5$$

Características:

- Se compararon empresas que quebraron con empresas que tuvieron buen desempeño .
- Se utilizaron 22 ratios agrupados en 5 categorías. Liquidez, rentabilidad, solvencia apalancamiento y performance.
- Se determinaron 5 variables:

$$X1 = \text{Capital de trabajo} / \text{Activo Total}$$

$$X2 = \text{Utilidades retenidas} / \text{Activo Total}$$

$$X3 = \text{Utilidades antes de interés e impuestos} / \text{Activo Total}$$

$$X4 = \text{Valor de Mercado de las acciones} / \text{Pasivo total}$$

$$X5 = \text{Ventas} / \text{Activos Totales}$$

⁸ Análisis Financiero para la determinación de probabilidad de quiebra de las empresas. Rigoberto Becerra D. www.iamnet.com/rbecerra/ALTMAN.htm

- Los parámetros o límites de referencia para la separación de los dos grupos se estableció, en esta versión, de la manera siguiente:
- $Z \geq 2.99$; baja probabilidad de quiebra.
- $Z \leq 1.81$: Alta probabilidad de quiebra
- $1.81 > Z < 2.99$: Zona gris

La contribución de los anteriores índices al modelo, a los efectos de la discriminación entre las empresas con alta probabilidad de quiebra o baja probabilidad de quiebra, se posiciona (7) de la forma siguiente:

Índice	Posición
X3	1ro.
X5	2do.
X4	3ro.
X2	4to.
X1	5to.

El valor predictivo del modelo es muy alto, existe un 95% de probabilidad de pronosticar la quiebra de una empresa con un año de anticipación y del 74% dentro de 2 o mas años.

COMO UTILIZAR EL MODELO:

La aplicación del modelo puede ser para un grupo de empresas o para una empresa individual.

Si es para un grupo de empresas, se calcula cada uno de los índices, contemplados en el modelo, para cada empresa de la muestra que se tome. Se calcula el valor promedio de cada índice en el grupo y se sustituye en la función discriminante.

Si es para una empresa en particular, se calculan igualmente los índices del modelo y el resultado se sustituye en la función discriminante para obtener el valor de Z.

Esto puede hacerse para el ejercicio económico actual o para uno proyectado. Pero puede también calcularse para una serie histórica de no más de cinco años o de unos dos años proyectados, todo lo cual permitirá analizar la tendencia y así tener una mejor visión de la situación del grupo de empresas o de una empresa en particular.

Una vez obtenido el valor de Z se compara con los límites o parámetros de referencia, llamados también valores de corte, para obtener el diagnóstico de la situación financiera de la empresa o del grupo de empresas⁹.

4.1.2 Agrupamiento de Acreedores

Lo que exponemos a continuación es un criterio de agrupamiento y diferenciación de los acreedores, porque consideramos que los acreedores que se coberturaron con garantías por los préstamos concedidos merecen tener prioridad en la reestructuración de sus acreencias, asimismo tomaremos el caso de "Bakelitas y Anexos S.A.", que consideró en su Plan de Reestructuración (PR) dicho criterio.

1. El primer paso es determinar el monto y composición de la deuda

Tomando como ejemplo el caso de "**Bakelita y Anexos S.A.**", según su PR tenía una deuda ascendente a US\$ 28.39 millones, a la fecha de su declaración de insolvencia 09.01.1998, de los cuales, US\$ 16,031 mil corresponde a deudas bancarias, US\$ 4,700 mil (14%)

⁹ [Http://www.iamnet.com/rbecerra/ALTMAN.htm](http://www.iamnet.com/rbecerra/ALTMAN.htm)

corresponde a las obligaciones laborales y tributarias, el 14% representa a las obligaciones con los proveedores y el saldo de US\$ 4,042 mil obligaciones con Bonistas (ver Cuadro N° 6).

CUADRO N° 6

Entidad	Monto (US\$ M)	% Participación
BANCOS y otros (vinculados)	16,031	56%
Acreedores Comerciales	4,005	14%
Sociedad Agentes de Bolsa Coril	202	1%
Bonistas	4,042	14%
Acreedores Laborales	1,018	4%
SUNAT	2,399	8%
ESSALUD	519	2%
SENATI	137	0%
Deuda Municipal	39	0%
Totales	28,392	100%

Dentro de los acreedores bancarios, el Banco de Crédito tiene la mayor acreencia con US\$ 3,768 mil equivalente al 24 % del total (ver Cuadro N° 7)

CUADRO N° 7

Entidad	Monto (US\$ M)	% Participación
Banco de Crédito	3,768	24%
Banco Wiese	3,300	21%
Banco Interbank	1,489	9%
Banco del Nuevo Mundo	1,233	8%
Banco de Lima	1,041	6%
Banco Continental	1,449	9%
Banco Interamericano de finanzas	1,076	7%
Stándar Chartered	77	0%
Banco Financiero	1,167	7%

Banco Banex	186	1%
Bancosur	96	1%
Finsur	98	1%
Banco Santander	29	0%
Intercontinental Financiam	811	5%
Otros Vinculados	211.48	1%
Total	16,031	100%

2. Clasificación y cronograma de pago de los créditos

Agrupamiento: Se clasificó los créditos devengados a la fecha de la declaratoria de Insolvencia, en función al grado de protección por garantías y preferencias en cobro dispuesto por la Ley de Reestructuración patrimonial.

En efecto, no todos los acreedores en la etapa previa a la declaratoria de insolvencia cuentan con iguales derechos sobre los bienes que conforman el patrimonio y, no todos los acreedores que tienen algún respaldo en garantías reales y embargos se encuentran debidamente protegidos por el íntegro del crédito a cargo de la insolvente.

Asimismo, por mandato legal existen determinados parámetros que el Plan de Reestructuración debe respetar en sus lineamientos generales para el tratamiento de las deudas de origen laboral y tributario, que prácticamente convierten a sus titulares en acreedores con privilegio en el cobro de sus créditos; incluso en el caso de la permanencia de la empresa en el mercado, estos privilegios de cobro aunque no subordinan a los acreedores con derecho de garantía en el caso de la opción de liquidación, obliga a establecer un tratamiento especial

para el pago de las acreencias tributarias y laborales que supone agruparlas y diferenciarlas del resto de acreedores. Para estos se creó los bonos denominados bonos de reestructuración.

En el caso de los acreedores que no cuentan con garantías que respalden sus créditos o el exceso en el importe de los acreedores que las tienen, el pago de las obligaciones depende en gran medida de la recuperación económica de la empresa; empero, se trata de los acreedores más afectados con la insolvencia de esta empresa, para los cuales se le otorgará bonos de reconocimiento de deuda con opción de convertir sus bonos en acciones ordinarias.

Los accionistas de la empresa siendo acreedores de la misma por los aportes de capital, están subordinados al pago de los pasivos y, si bien son igualmente reconocidos por el presente Plan como acreedores por su condición de accionistas, no participan en el proceso concursal. Sin embargo, en el caso de la reestructuración, su participación resulta importante por la vinculación a la gestión futura de la empresa. En resumen se agrupó a los acreedores en las siguientes categorías o clasificación:

Acreedores Garantizados

En este grupo se incluye sólo a los acreedores reconocidos como de primer orden de prelación o con privilegio general (deudas de origen laboral, aportes a fondos de pensiones y aportes al sistema nacional de pensiones) y acreedores que cuentan con garantías reales registradas y reconocidas por la Comisión de Salida de Mercado de INDECOPI, que no consistan en prendas sobre activo realizable, cuentas por cobrar o cualquier otro bien del activo corriente

de la empresa. Igualmente, se incorpora a aquellos acreedores que cuenten con embargos inscritos sobre bienes registrados a nombre de la empresa.

El importe de los créditos cubiertos por esta clasificación se encuentra limitado por el valor de respaldo efectivo que la administración de la empresa propone a sus acreedores considerados bajo este agrupamiento y según en el porcentaje del valor de los bienes muebles e inmuebles del activo fijo de la empresa que se fija.

Rankeando el grado de cobertura de los acreedores principales se realizará una sub clasificación. Los valores de los activos de la empresa entregados en garantía deberá corresponder a tasaciones estimadas por las empresa e informes periciales realizados por terceros de preferencia. En el caso de la empresa del ejemplo se puede ver la clasificación en el cuadro siguiente:

CUADRO N° 8

Entidad	Monto (US\$ M)	Garantizados
BANCOS y otros (vinculados)	16,031	7,393
Acreedores Comerciales	4,005	113
Sociedad Agentes de Bolsa Coril	202	202
Bonistas	4,042	986
Acreedores Laborales	1,018	1,018
SUNAT	2399	2399
ESSALUD	519	519
SENATI	137	137
Deuda Municipal	39	39
Totales	28,392	12,805
% Participación	100%	45 %

Identificar los tipo de garantías sean estas prenda industrial, hipoteca etc.

En resumen, del total de la deuda por US\$ 28.39 millones, existen bienes que las respaldan (prendados, hipotecados y no prendados) por US\$ 12.8 millones.

Algunos acreedores se encuentren sólo parcialmente amparados con garantías reales, el exceso se excluye de esta clasificación así como también se exceptúa de la misma quienes tienen pignorados bajo la modalidad de prendas flotantes, warrants de insumos y productos en proceso o productos finales.

Los warrants se encuentran excluidos del concurso, por expresa disposición de la Ley general del sistema financiero.

En el caso de las denominadas prendas flotantes no se incluyen dentro de la masa concursal, salvo sí se encontrara incluidas por cuanto se han ido reduciendo de manera gradual sin posibilidad de reposición debido a la disminución de las ventas y requerimientos de insumos de la empresa.

Acreedores Tributarios

Se incorpora a este agrupamiento la deuda de origen tributario que mantiene. El importe total de la deuda de este agrupamiento de la empresa "Bakelita y Anexos S.A." se indica en el cuadro siguiente:

CUADRO N° 9

Entidad	Monto (US\$ M)
SUNAT	2399
ESSALUD	519
SENATI	137
Deuda Municipal	39
Totales	3,094

Acreedores Comunes

Conformada por todos los acreedores excluidos de los agrupamientos indicados anteriormente, y aquellos que incluidos mantienen créditos a cargo de la insolvente que no cuentan con garantías en respaldo por el importe de su crédito. Los acreedores que integran la presente clase son los más afectados por la insolvencia de la empresa y se detallan en el siguiente cuadro:

CUADRO N° 10

Entidad	No Garantizados	% Participación
BANCOS y otros (vinculados)	8,640	55%
Acreedores Comerciales	3,893	25%
Sociedad Agentes de Bolsa Coril	-	0%
Bonistas	3,054	20%
Acreedores Laborales		0%
SUNAT		0%
ESSALUD		0%
SENATI		0%
Deuda Municipal		0%
Totales	15,587	100%

4.1.3 Creación de los Títulos Valores

Después de la clasificación de los acreedores se crearon para cada grupo, instrumentos de deuda con características similares, denominados Bonos de Reestructuración.

Para Acreedores Garantizados:

Se creó instrumentos financieros orientados hacia el mercado primario comprendido por sus acreedores.

Se emitiría bonos denominados Bonos de Reestructuración de Clase A y según el grado de cobertura obtenido en garantías, cuyas características son:

- a- Denominación: Bonos de Reestructuración BASA
- b- Monto de la Emisión y valor nominal de cada Bono : la emisión se dividirá en tres series de hasta US\$ 9'263,000 (nueve millones docientos sesenta y tres mil y 00/100 dólares norteamericanos) a las que se les denominará :

Serie A: US\$ 1'018,000

Serie B: US\$ 7'345,000

Serie C: US\$ 9'000,000

Para la serie A se emitió, US\$ 1'018,000 de US\$ 1.00 cada uno, y su suscripción sólo podrá realizarse por los acreedores de origen laboral o previsional a quienes les corresponde el primer orden de prelación conforme al artículo 24° del Decreto Legislativo N°845.

Para la serie B se emitió, US\$ 7'345,000 de US\$ 1.00 cada uno, y su suscripción sólo podría realizarse por los acreedores de este agrupamiento por deudas incorporadas distintas de las de origen laboral o previsional.

Para la serie C se emitió, US\$ 900,000 de US\$ 1.00 cada uno, y su suscripción sólo podrá realizarse por los acreedores reconocidos por su tenencia de Bonos Corporativos Basa, siempre que la Comisión de Salida del mercado les haya reconocido a cada uno de estos el tercer orden de prelación. Los US\$ 900,000 se distribuirán de manera proporcional al monto reconocido por la Comisión.

- c- Clase: Los bonos serán nominativos, indivisibles y estarán representados en certificados emitidos por BASA.
- d- Intereses: Los intereses en términos efectivos serán del 8%
- e- Características de la emisión: Los bonos tendrá las siguientes características para las tres series:
 - Convertibles en acciones del emisor
 - Fecha de emisión 02 de enero de 1999
 - Vencimiento cupones semestrales
 - Primer servicio de la deuda 30 de junio del 2000
 - Amortización 14 cuotas semestrales iguales, equivalentes al 7,14% del principal

Las garantías de la presente emisión serían los activos de la empresa que conforman la totalidad de la unidad productiva. En la constitución de la garantía se establece el derecho de prelación de pagos entre las series a favor de la serie A (origen laboral o previsional).

Los bonos de la serie B mantendrán una prelación de pagos preferente en caso de ejecución de las garantías con relación a la serie C. Asimismo, las tres series tendrán prelación de pagos respecto de la deuda concursal.

Las demás condiciones de la emisión serán acordados por el Comité de Acreedores de BASA.

Las series de los bonos quedarán totalmente redimida al vencimiento del plazo previsto para ello, no siendo admisible su pago anticipado o rescate por sorteo. Las amortizaciones se efectuarán en dólares norteamericanos.

Para Acreedores Tributarios:

Este agrupamiento se incorporó el íntegro de la deuda de origen tributario, la cual será convertida a dólares norteamericanos, al tipo de cambio venta publicado por la S.B.S. de la fecha de inicio del presente Plan. Esta se cancelaría en pagos iguales y semestrales considerando una tasa efectiva anual del 5%, cuyo primer pago se realizaría el 30 de junio del 2000.

Para Acreedores Comunes:

Estos acreedores conformados por el grupo de la segunda etapa que se iniciaría finalizada el pago al grupo de la primera etapa (conformada por los acreedores garantizados), asimismo reciben bonos con opción de convertirlos en acciones, teniendo prioridad con los dividendos antes que los accionistas originarios.

El pago se realizaría a partir del noveno año, y no generarían intereses y se pagaría en cuotas iguales.

La propuesta considera ir más allá de la emisión realizada por la empresas de los títulos de deuda, es llegar a la negociación de los instrumentos financieros en el mercado bursátil o extrabursátil.

Los nuevos activos financieros comprenderán tanto títulos de participación, como títulos de deuda.

Se busca con este planteamiento que los instrumentos financieros de reestructuración de deuda den participación a los agentes superavitarios, de fuentes sobre todo provenientes de los denominados demandantes institucionales, y posibiliten el financiamiento de la reestructuración, con recursos líquidos y frescos de capital.

La naturaleza y características de estos nuevos títulos de participación de deuda, estarán vinculadas a la categoría particularidad y naturaleza del acreedor.

El marco regulatorio institucional involucra la participación de otras instituciones que tienen que ver con el mercado de capitales como la CONASEV, BVL, SAB's, CAVALI demandantes institucionales, AFP, seguros, instituciones financieras, fondos Mutuos y otros.

4.1.4 Inscripción y colocación de los Títulos Valores¹⁰

Respecto al trámite de inscripción de los valores y del registro del prospecto informativo (uno de los requisitos para la inscripción de los valores) en el Registro de CONASEV, el emisor deberá presentar la documentación e información exigida en las normas correspondientes.

El trámite general o el trámite anticipado, son los procedimientos para la inscripción y/o registro. También es factible la inscripción de programas de emisión siempre que se efectúe dentro de la modalidad del trámite anticipado.

La Junta de Acreedores pueden decidir no inscribir los títulos valores, por el costo que representa su inscripción, pero podrían optar en negociarlos en el mercado extra bursátil. Por lo que es decisión de la Junta donde o como negociaría esto títulos en el mercado de capitales.

Trámite general

Es usado para inscribir valores de una empresa que desea colocar emisiones individuales y no planea efectuar nuevas en el futuro cercano. Para la inscripción de los valores y/o registro del prospecto informativo se presenta toda la documentación e información requerida en las normas y el plazo con que cuenta CONASEV para efectuar el trámite no debe superar los 30 días útiles.

¹⁰ Exposición de motivos del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, aprobado por Resolución CONASEV N° 141-98-EF/94.10.

La Ley del Mercado de Valores permite un tratamiento especial para aquellas empresas que hayan emitido valores de una misma clase durante los últimos doce meses y no hayan sido sancionados con faltas graves o muy graves por CONASEV, pueden inscribir sus siguientes emisiones en un plazo máximo de siete días útiles.

Trámite anticipado

Esta modalidad consiste en iniciar el trámite de inscripción de los valores a emitir presentando, en dos oportunidades y con dos niveles de cantidad y calidad, la información relativa al emisor, aprovechando que parte de ella se mantiene vigente por un período más prolongado de tiempo, de ello, el proceso total queda dividido en dos fases, en la primera de las cuales se presenta la documentación e información común respecto a las emisiones que vayan a ser efectuadas, y en la segunda fase se presenta la información específica de cada emisión y de cada valor a ofertar.

La ventaja de este trámite consiste en que el potencial emisor puede inscribir de manera más ágil los valores que pretenda colocar buscando aprovechar la mejor situación de la empresa o del mercado. Por ejemplo, emitir los valores cuando haya un exceso de demanda de instrumentos o las tasas de interés que en el mercado sean favorables para el emisor.

1.- Aprobación del trámite anticipado

Se presenta la información relativa al emisor así como los detalles generales correspondientes a la clase o clase de valores a inscribir. Lo más destacado de la información a presentar es el

denominado "prospecto marco" en virtud del cual se deberán efectuar las ofertas cuyo contenido se elabora en base a los términos descritos anteriormente. De ser posible se presenta información general de los valores, los llamados "instrumentos marco", en virtud de los cuales se efectuarán las emisiones u ofertas.

El plazo del que dispone CONASEV para la aprobación del trámite anticipado y el consiguiente registro de la documentación e información no debe superar los treinta (30) días útiles.

La documentación e información, incluyendo el prospecto marco, deberá encontrarse vigente en toda ocasión en que se estén efectuando las ofertas. A partir del 01 de enero del año 2000, las entidades calificadas pueden considerar que el prospecto marco se mantiene actualizado cuando incorpore por referencia, los estados financieros, memorias anuales, reportes trimestrales y demás documentos e información correspondiente que se presente con posterioridad.

Las emisiones y/u ofertas que se realicen en virtud del trámite anticipado pueden ser efectuadas durante los dos años siguientes a la fecha de aprobación correspondiente. Dicho plazo podrá renovarse de manera sucesiva, para lo cual se requerirá la presentación de un nuevo prospecto marco, así como la actualización de la restante documentación e información que resulte pertinente.

2.- Inscripción de los valores y/o registro de los prospectos

La inscripción de valores y/o registro de prospectos correspondientes a un trámite anticipado se sujeta al siguiente régimen:

1. Valores típicos de entidades calificadas: Si el emisor es una entidad calificada y esta opta por la inscripción de valores típicos¹¹ que no tienen complicaciones para su evaluación por parte del mercado, la inscripción de los mismos se entiende efectuada con la aprobación del trámite anticipado, siempre que su colocación se efectúe en un mecanismo inscrito en CONASEV. En este caso el emisor deberá remitir, de manera simultánea a su entrega a los potenciales inversionistas, la actualización de la información presentada para efectos de la solicitud del trámite anticipado y la información específica al valor y a la oferta correspondiente, incluyendo el denominado "complemento del prospecto marco", el mismo que debe ser entregado junto con el prospecto marco a los potenciales inversionistas. Es decir se considera que el trámite de inscripción es automático.

Por otro lado, bajo esta modalidad no es aplicable el plazo de colocación de nueve meses al que se pueden ajustar las ofertas públicas primarias en general, puesto que los valores son colocados en el mercado al mismo momento en que se comunica a CONASEV su inscripción.

2. Otros supuestos: En el caso de valores no típicos o en el caso en que el emisor no opte por el mecanismo a que se refiere la modalidad anterior, la inscripción y/o registro requiere la actualización de la información presentada para efectos de la solicitud del trámite anticipado y

¹¹ "Valores típicos" son aquellos que el mercado conoce y cuya valorización no necesita de un conocimiento especializado, son por ejemplo los bonos con cupones con tasas fijas o promedio de las tasas del sistema bancario, las acciones comunes y las acciones de inversión. "Valores no típicos" son aquellos cuya forma de valorización implican un análisis más especializado. Actualmente son considerados como valores no típicos a los bonos de titulización y a los bonos estructurados.

la información específica del valor y a la oferta correspondiente, incluyendo complemento del prospecto marco.

En esta modalidad, el plazo de inscripción será de cinco (5) días con silencio administrativo negativo¹², no obstante lo cual CONASEV, a través de su Gerencia General, podrá establecer casos en que el trámite será de aprobación automática o de evaluación previa con silencio administrativo positivo.

Debido a la complejidad del valor a inscribir, puede ser necesaria la opinión del Directorio de CONASEV, o se efectúen consultas a entidades externas a dicho organismo público, en este caso el plazo de inscripción será de diez (10) días con silencio administrativo negativo.

Las modalidades de cumplimiento del trámite anticipado no obsta a que CONASEV verifique posteriormente a la inscripción que el emisor haya presentado correctamente los documentos e información presentada.

3. Programas de emisión de valores: Denominado así, cuando un emisor posee un plan de financiamiento conformado de múltiples emisiones de valores durante un periodo determinado de tiempo. Dicho programa y los valores emitidos en virtud del mismo pueden ser inscritos en el Registro de CONASEV siempre que la información a presentar, incluyendo al prospecto marco, se refieran a las características del programa tales como las condiciones o límites que regirán las emisiones de valores, su plazo de duración, el órgano o personas

¹²"Silencio administrativo" considera el no pronunciamiento (no respuesta concreta) por parte de los órganos del Estado ante una reclamación o petición de un ciudadano común dentro de un plazo establecido. Silencio administrativo "negativo",

facultadas a decidir dichas emisiones, así como las demás que se hubiere considerado pertinente establecer.

Para facilitar y recortar los plazos de inscripción de un programa de emisión, es obligatorio que el mismo se inscriba siguiendo la modalidad del trámite anticipado. Aprobado dicho trámite, la inscripción de programa se efectúa de manera automática con la inscripción del primer valor perteneciente al mismo en el Registro. Por otro lado, los valores pertenecientes a las emisiones que conforman un programa de emisión pueden seguir las modalidades de trámite general o trámite anticipado.

En el caso específico de inscripciones de programas de emisión de instrumentos de deuda, las empresas clasificadoras de riesgo podrán otorgar una categoría de riesgo común para todo o parte de los valores a ser emitidos en virtud del programa, siempre que las características de éste y de los valores que lo conforman se adecuen a los supuestos contemplados en la metodología de clasificación de las empresas clasificadoras.

4. Requisitos para la inscripción de un valor y la presentación del prospecto informativo: Están referidos a la presentación de documentos por parte del emisor los cuales deben proporcionar al potencial inversionista la información suficiente sobre la empresa emisora, las características y riesgos de los valores a adquirir, las entidades involucradas en la operación y el procedimiento para adquirir dichos valores.

significa que cumplido el plazo sin que se pronuncie la administración se debe asumir denegado el trámite. Caso contrario, el silencio administrativo "positivo", da por aprobado el trámite una vez cumplido el plazo.

De manera global los principales requisitos a cumplir para la inscripción de valores en el Registro de CONASEV son los siguientes:

- a) Comunicación del representante legal del emisor, solicitando la inscripción de los valores y el registro del prospecto correspondiente.
- b) Documentos referentes al acuerdo de emisión donde consten las características de los valores a ser emitidos y los deberes y derechos de titulares;
- c) El proyecto de prospecto informativo sobre la emisión; y,
- d) Los estados financieros auditados del emisor, con sus notas explicativas y el respectivo dictamen, correspondientes a los dos últimos años, cuando el período de constitución lo permita.

Del prospecto informativo:

- a) Las características de los valores, así como los derechos y obligaciones que otorgan a su titular;
- b) Las cláusulas relevantes del contrato de emisión o del estatuto para el inversionista;
- c) Los factores que signifiquen un riesgo para las expectativas de los inversionistas;
- d) Nombre y firma de las personas responsables de la elaboración del prospecto informativo: entidad estructuradora o su representante, en su caso, así como del principal funcionario administrativo, legal, contable y de finanzas del emisor.
- e) Los estados financieros auditados del emisor, con sus notas explicativas y el respectivo dictamen, correspondientes a los dos últimos años, cuando el período de constitución lo permita;
- f) El detalle de las garantías de la emisión, cuando corresponda;

- g) El procedimiento a seguir para la colocación de los valores; y,
- h) La información complementaria que determine CONSEV mediante disposiciones de carácter general.

Gran parte de los emisores de valores por oferta pública primaria tienen algún tipo de valor inscrito previamente en el Registro de CONASEV, razón de ello, varios de los documentos solicitados en la relación anterior ya los tienen presentados a esta entidad, en ese sentido no sería necesaria la presentación repetida de los mismos siempre que el propio emisor declare que dichos documentos mantienen su vigencia y validez al momento de la solicitud.

5. Proceso administrativo dentro de CONASEV: A nivel del proceso administrativo interno por parte de CONASEV, se observa que los documentos presentados por un emisor para una inscripción de valores por oferta pública primaria atraviesan por cuatro instancias independientes, las cuales se encargan de la verificación del cumplimiento de la normatividad vigente. Dichas instancias son las siguientes:

- a) Oficina de Trámite Documentario, encargada de recibir y velar para que el emisor remita los documentos completos para la inscripción;
- b) Gerencia de Emisores y Empresas (GEE), encargada de la evaluación técnica y legal de los documentos presentados a fin que se cumpla con los niveles de transparencia en la información sobre los valores a ser ofrecidos;

- c) Gerencia General de CONASEV, encargada de disponer la inscripción de los valores y los programas de emisión, así como de la aprobación de los procedimientos de trámite anticipado, todas ellas con el reporte previo propuesto por la GEE¹³; y
- d) Registro Público del Mercado de Valores, encargado del registro de todos los documentos relativos a las emisiones (incluidos los prospectos informativos) así como de llevar el control de todos los valores emitidos por oferta pública primaria.

Procedimiento para la colocación de valores

El procedimiento de colocación de los valores es la parte concluyente del proceso de emisión el cual define la forma de captación de los recursos siendo su conocimiento fundamental para todo inversionista.

Las leyes vigentes obligan al emisor precisar claramente en el prospecto informativo el procedimiento de colocación de los valores a emitir a fin de que el potencial inversionista conozca claramente los pasos que debe cumplir para poder adquirir un valor por oferta pública.

El principal sistema de colocación utilizado en nuestro mercado es el de subastas, especialmente la denominada "subasta holandesa", por medio de la cual se asignan los valores a los inversionistas interesados de una manera uniforme con relación a una variable única objeto de la subasta, denominada "variable a subastar". En los procedimientos de colocación locales las principales variables a subastar han sido: i) la prima de suscripción, utilizado en la

¹³ En casos específicos la GEE está facultada para disponer ella misma la inscripción de los valores en Registro, ejemplo el caso de valores emitidos con la opinión favorable de la Superintendencia de Banca y Seguros.

colocación de acciones; ii) el precio de colocación, utilizado tanto en la colocación de acciones como en la de bonos; iii) la tasa de interés cupón; y iv) la tasa de rendimiento (TIR); estas dos últimas se utilizan en el caso de la colocación de instrumentos de deuda.

La subasta está a cargo del agente colocador de la emisión y por lo general se realiza en las oficinas del mismo, en las fechas previamente establecidas por el emisor, esta información es comunicada al mercado a través de avisos publicados con anticipación al inicio de la oferta.

En los procedimientos de colocación descritos en el prospecto informativo, el agente colocador deberá precisar lo siguiente:

a) Inversionistas a los que va dirigida la oferta, indicando si se trata del público en general o de determinados segmentos de éste. Por lo general pueden participar en la adquisición de los valores las empresas bancarias y financieras, las instituciones públicas (Essalud, ONP), instituciones sin fines de lucro (ONG's), inversionistas institucionales (Fondos Mutuos, AFP's), y personas naturales y jurídicas en general que tengan conocimiento y aceptación de los términos de la emisión.

b) Medios de difusión masiva por los cuales se darán a conocer las principales condiciones de la oferta, así como aquellas pendientes de determinación según el prospecto. Por lo general los emisores están utilizando avisos periodísticos mediante los cuales se informa al mercado sobre las ofertas de los valores.

c) El tipo de oferta, según se trate de: i) emisión que no considera límites mínimos de colocación; ii) emisión supeditada a la colocación de un porcentaje mínimo; y iii) emisión supeditada a la colocación total de los valores. En los dos últimos supuestos el emisor debe

señalar la forma en que se salvaguardarán los recursos del público hasta que se coloque el monto de valores requerido y la forma en que se efectuará la devolución de los mismos en caso la emisión no se logre realizar, precisando de ser el caso, la existencia de algún tipo de interés o compensación para los inversionistas que hubieren entregado recursos.

En la práctica los emisores no están considerando límites mínimos de colocación en sus emisiones, lo que les elimina el riesgo de tener que declarar al mercado la existencia de saldos por colocar.

d) Otras condiciones bajo las cuales la colocación u oferta quedarán sin efecto, y otros casos en que las mismas podrán verse modificadas, de ser el caso. La subasta podrá ser declarada desierta en caso que no se presentan ofertas de compra o también cuando los inversionistas ofrecen por los valores, a través de sus propuestas, precios inferiores o tasas de interés cupón elevadas a las expectativas del emisor, lo que encarecería la emisión.

e) Proceso de recepción de propuestas y mecanismo de asignación: El agente colocador debe precisar de forma detallada la forma en que recibirá las propuestas y luego de recibidas describir la forma en que serán asignados los valores, esta información es mostrada de manera genérica en el aviso de oferta.

Al proceso de recepción de propuestas se le denomina "book building" o "book running", en dicho proceso el agente colocador registra las propuestas recibidas en el denominado "libro de demanda" ordenando las propuestas de mayor a menor (en caso de subasta de precios de colocación) o de menor a mayor (para subastas de tasa de interés cupón o subasta de tasas de rendimiento). Terminado este proceso, se asignan los valores de acuerdo al tipo de subasta a

ser aplicada, las cuales, como se verá en los párrafos siguientes, pueden ser la Subasta holandesa o la Subasta Discriminatoria.

Subasta Holandesa

Este tipo de subasta se puede aplicar cualquiera sea la variable a subastar. En el caso que la variable a subastar sea el precio de colocación, se ordenan las propuestas de mayor a menor precio, luego de ordenadas, se asignan los valores comenzando por aquellas propuestas que presentan mayores precios seguidas por aquellas que presentaron los menores precios de manera consecutiva, hasta terminar de asignar todos los valores ofrecidos.

En caso las variable a subastar sea la tasa interés cupón o la tasa de rendimiento, el ordenamiento de las propuestas y la asignación de los valores se efectúa de manera inversa. Se ordenan las propuestas de tasas de las menores a las mayores, y se inicia la asignación de la más baja a la más alta, hasta agotar los valores ofrecidos.

Se determina el precio de colocación, la tasa de interés cupón o la tasa de rendimiento final a pagar por los valores, en el preciso momento en que se iguala el importe de valores ofrecidos con el importe de valores demandados. A dichos precios o tasas son las que finalmente se adjudicarán los valores, es decir, se determina un precio o tasa única por todos los bonos asignados las cuales son llamadas Precio de Corte o Tasa de Corte, respectivamente.

Subasta Discriminatoria (o Subasta Francesa)

Este tipo de subasta sólo puede ser aplicada cuando la variable a subastar es el precio de colocación. Luego de ordenadas las propuestas, de manera similar al ordenamiento de una Subasta Holandesa, se asignan los valores iniciando por aquellas propuestas que presentaron los mayores precios hasta agotar todos los valores que fueron ofrecidos.

En este tipo de subasta no existe un precio de colocación único para todos los valores ofrecidos sino existen muchos precios de colocación. Es esta característica la que impide que la subasta se efectúe sobre la tasa de interés cupón o la tasa de rendimiento puesto que el emisor colocaría en el mercado valores que pagan rendimientos diferentes uno de otro.

El precio de adjudicación final de los valores a emitir variará dependiendo cual sea la variable a subastar:

- Si la oferta se efectúa subastando el precio colocación, dicho precio será el precio de adjudicación. Dicho precio, comparado al valor nominal o valor facial del bono puede ubicarse por encima, por debajo o al mismo nivel del mismo, denominándosele a la colocación de la oferta, colocación sobre la par, bajo la par o a la par, respectivamente.
- Si la oferta se efectúa subastando la tasa de interés cupón, el precio de adjudicación será el 100% del valor nominal (colocación a la par).
- Si la oferta se efectúa subastando la tasa de rendimiento de los valores (TIR), el precio de adjudicación dependerá de la tasa de interés cupón, el periodo de pago de intereses y el plazo de madurez de los valores. Esto hace que el precio de asignación de los valores pueda ser mayor, menor o igual a su valor nominal.

Debe observarse que cuando se efectúa la subasta de una variable, necesariamente la otra debe estar totalmente determinada por el emisor, en ese sentido, cuando la subasta está en función al precio de colocación o a la tasa de rendimiento del valor, debe estar previamente determinada la tasa de interés cupón.

Asimismo, si la subasta se efectúa en función a la tasa de interés cupón a pagar por los valores, debe estar previamente determinado el precio de colocación de los valores, el cual es el 100% del valor nominal.

Las cláusulas de prorrateo son utilizadas en todas las ofertas públicas que han existido, por lo general se aplica el prorrateo simple o proporcional sobre aquellos inversionistas que empataron al ofrecer igual precio (o tasa) en una subasta, y éste precio (o tasa) es el límite para determinar el precio de corte.

Por lo tanto, el prorrateo se utiliza para distribuir valores entre potenciales inversionistas a fin de no discriminar a unos en perjuicio de otros.

Luego de determinada la cantidad de inversionistas asignados con los valores, el agente colocador comunica a cada inversionista el número de valores y el precio final de colocación o la tasa a pagar por cada valor emitido y el importe total a cancelar.

El agente colocador también comunica a los inversionistas el lugar donde deben ser cancelados los valores asignados y el plazo límite para efectuarse el mismo. Por lo general se

cancelan los valores emitidos por oferta pública vía depósitos en la cuenta que el agente colocador tiene en un banco comercial (aporte en cheque o transferencia en cuenta BCRP).

El mismo día en que los valores son cancelados, el agente colocador en coordinación con el emisor, dispondrá la entrega de los valores a cada inversionista. En caso que los valores estén representados por anotaciones en cuenta registrados en CAVALI -ICLV S.A., ésta institución registrará a cada inversionista en sus cuentas.

Este procedimiento es también denominado la "Cláusula Green Shoe"¹⁴, lo que busca es satisfacer el posible exceso de demanda existente en la colocación de los valores, a fin de mejorar la imagen tanto del emisor como del agente colocador. Esta cláusula ha sido utilizada en emisiones públicas que tenían un tramo de colocación internacional.

4.2 El Papel de los Agentes Económicos Relevantes en la Reestructuración

a) El rol del Estado en la emisión de los Títulos Valores

Las actividades empresariales constituyen pilares fundamentales para la generación de empleo dentro del sistema económico.

El Estado como agente promotor de la reactivación de la economía, debe apuntar a reactivar el programa productivo a través del fortalecimiento patrimonial del sector productivo y

¹⁴ Denominada así porque la empresa Green Shoe fue la primera en utilizar este tipo de operación en una colocación de acciones en Estados Unidos de América.

empresarial en general, en tal sentido pueda contribuir al saneamiento de las mismas, mediante el establecimiento de un marco legal adecuado a la reestructuración empresarial.

Así mismo podría ayudar en la promoción y difusión del uso de instrumentos financieros que pueden constituir fuente de liquidez para las empresas, como papeles de crédito fiscal que premie al mejor contribuyente.

b) Inversionistas

Los inversionistas serán las personas naturales y jurídicas, que podrán acceder a los títulos valores denominados de Reestructuración en el mercado Extra-bursátil o porque no en el Mercado Bursátil.

Está conformado por instituciones como AFP's, Fondos Mutuos, Compañías de Seguros y otros.

c) Organismos de Regulación

Los organismos de regulación como CONASEV, SBS, MEF, Indecopi y así mismo la participación de entidades privadas vinculadas como la BVL, las SAB'S tendrán o cumplirán un papel en el mecanismo planteado con regulación o apoyo.

El papel de Indecopi es fundamental ya que las estadísticas nos permiten sacar conclusiones acerca de los alcances y de los resultados del procedimiento de insolvencia en el marco de la

Ley de Reestructuración Patrimonial y de los resultados de aquellas diferentes alternativas que ofrece a una empresa que cae en insolvencia.

Es ese sentido, se considera que la solución a los problemas para los casos de insolvencia pasa por trabajar fundamentalmente en tres frentes: i) garantizar información mínima sobre el negocio que permita decisiones correctas; ii) promover una mayor "privatización" de los procesos de reestructuración patrimonial; y, iii) conectar la reestructuración patrimonial con los mercados de capitales, promoviendo el uso de mecanismos de mercado en la reorganización de los negocios viables.

Es así que a partir de un trabajo coordinado entre Indecopi y la CONASEV, tendrán que evaluar la conveniencia de que la CONASEV complemente su regulación sobre las ofertas públicas primarias de valores, a fin de adecuarlas a las necesidades de inversión en empresas en reestructuración. Obviamente, lo anterior deberá hacerse sin descuidar la necesidad de transparencia y confianza en la información, indispensable para proteger adecuadamente a los inversionistas y, con ello, estar en aptitud de atraer inversión.

En adición a los anterior, a partir de un trabajo coordinado entre Indecopi, CONASEV y la SBS, habrá que evaluar la conveniencia de revisar la regulación vigente sobre las limitaciones para inversión en ofertas públicas primarias de valores que se imponen a los fondos de pensiones, los fondos de inversión y las entidades financieras o de seguros. Con ello, si la existe una reforma en la Ley de Reestructuración Patrimonial y en la regulación de la CONASEV que garantice una adecuada protección a los inversionistas institucionales, una

revisión de las limitaciones vigentes de los fondos de pensiones, los fondos de inversión y las entidades financieras o de seguros para invertir, permitiéndoles invertir más en los negocios viables, podrá orientar tal demanda por inversión a la reestructuración de aquellos negocios que demuestren viabilidad económica.

4.3 Proyección Económico- Financiero

Dentro de las proyecciones de los estados financieros se tomará la experiencia de Bakelita y Anexos S.A. cuyas proyecciones fueron aprobadas por la Junta de Acreedores¹⁵.

Planeación y Control Financiero

La identificación de objetivos que persigue la reestructuración de la empresa insolvente conlleva a un cambio de estrategia, este cambio de estrategia partirá de la elaboración de un plan que permitirá cubrir los niveles proyectados de cada uno de las diferentes presupuestos operativos.

El proceso de planeación financiera implica la elaboración de proyecciones de ventas, ingresos y activos tomando como base estrategias alternativas de producción y mercadotecnia, y posteriormente decidiendo cómo serán satisfechos los requerimientos financieros pronosticados.

¹⁵Plan de Reestructuración Empresarial de "Bakelita y Anexos S.A." Setiembre de 1998, Consultora "Málaga - Webb & Asociados" CENDOC- CONASEV.

Estado de Ganancias y Pérdidas

Proyecciones de Mercado.

Se considera las estadísticas de participación del mercado de la empresa; se considera si la empresa tiene buenas probabilidades de adjudicarse contratos por la experiencia, en el tipo de trabajo, según las proyecciones de ventas de algunos de sus clientes, etc. Las proyecciones de ventas se hacen generalmente a muy largo plazo (mas de 10 años).

Flujo De Caja Proyectado

Se presenta el flujo de caja neto anual para los próximos 11 años, asimismo se necesitará de capital de trabajo para el funcionamiento normal de la empresa, este capital podría financiarse de fuentes externas o alternativamente dejar de atender el servicio de la deuda. Se proyecta recuperar niveles de ventas históricos que hallan representado los máximos, sería necesario capital fresco que sea aportado por los accionistas, por ser éstos los de mayor compromiso con la empresa.

Es importante indicar que los niveles de ventas razonables para las expectativas de los acreedores, estarán supeditados a la solución que se pudiera encontrar al requerimiento de capital de trabajo.

Dentro del Flujo se considera el cumplimiento del servicio de la deuda, según el compromiso con los bonos creados para cada grupo de acreedores según lo expuesto en el acápite 4.1.3, cancelaría el total de obligaciones (deuda estructural) en un plazo determinado según el nivel de deuda a pagar, para los acreedores garantizados (incluido los que por orden de prelación les corresponde dentro de la Ley de Reestructuración Patrimonial) se les amortizará en un período de 7 años, a partir del cual se empieza a amortizar parte de la deuda no garantizada en un período de 3 años

El nivel de endeudamiento posible para la empresa subirá si el (MO+Dep) sube, si los intereses bajan, si los períodos de amortización aumentan y si aumenta el coeficiente de rotación de activos y viceversa. Cuanto más prorrogado sea el pago de la deuda se podrá observar mejores resultados en el Flujo de Caja Neto (FCN) que permitirá reinvertir o dejar de recurrir a financiamientos para capital de trabajo en menor proporción y concentrarse en la amortización de la deuda estructural.

En las proyecciones se puede determinar viable, dentro de la reprogramación financiera, algunos meses de gracia, en el caso particular de Bakelita se propuso 18 meses como máximo. Para estos efectos se considera una tasa de interés del 8 % anual.

En términos financieros, es recomendable que un porcentaje de la deuda se convierta en capital para obtener una mejor relación (deuda / patrimonio) de la empresa y para llegar a un nivel que se acerque a la relación normal. Esta puede estructurarse en función a los diferentes agentes involucrados como son deuda laboral, proveedores, el estado, deuda a los accionistas

y las instituciones financieras; siendo esta últimas poco probables por no ser el objetivo de una entidad financiera, pero en caso de los proveedores sería posible negociar la capitalización de sus acreencias.

Proyección del Balance General

Hemos proyectado para la evaluación, el Balance General para la empresa Bakelita y Anexos S.A., con la información del Estado de Pérdidas y Ganancias proyectados así como también del Flujo de Caja, ambos de su Plan de Reestructuración.

Consideramos aprobado una línea de crédito para financiamiento de existencias, para cada 2 años a partir del segundo año proyectado, por un período de 9 años.

4.3.1. Evaluación de las proyecciones

En el **Anexo 1** se presenta los estados financieros de la empresa "Bakelita y Anexos S.A." presentados a diciembre de 1997 antes de la declaración de la insolvencia, analizamos su situación con uno de los criterios considerados en el presente capítulo, la teoría aplicativa de Altman, vemos que su indicador "Z" está en - 0.8 muy por debajo de 2.99 indicado por esta teoría como el nivel mínimo para considerar una empresa con baja probabilidad de quiebra, por lo que se deduce la precaria situación de la misma en estas fechas que tuvo como consecuencia la declaración de su insolvencia el 09.01.98.

El Plan de Reestructuración presentado en setiembre de 1998 y que fuera aprobado por la Junta de Acreedores, contiene todos los alcances y planteamientos propuestos para la salida de la insolvencia de la empresa con la metodología expuesta en la presente tesis, después de realizada la reestructuración de la deuda, aplicando nuevamente la teoría "Z", podemos observar que éste empieza con 0.83 llegando a 1.53 en el onceavo año proyectado, si bien observamos mejoras consecuencia de la reestructuración, sigue con problemas pues los cálculos sitúan a la empresa en la zona de alta probabilidad de quiebra. Con esta información complementarias a otras, podría haberse tomado otra decisión.

4.4 Ventajas y desventajas

Ventajas:

- “ Desde comienzos de esta década algunos países latinoamericanos registraron altas tasas de rentabilidad en la Bolsa de Valores pertenecientes a cada país. Como es sabido las tasas de rentabilidad guardan una relación directa con el riesgo país. Las fluctuaciones que dichas tasas han experimentado en estos últimos años han hecho que en países como el nuestro se haya mostrado una tendencia descendente en las ofertas públicas de acciones, sobre todo a partir de 1993, tendencia que se vio acentuada en 1995 como consecuencia del llamado “Efecto Tequila”, experimentado por la BV mexicana de diciembre de 1995 por eso que los bonos durante 1994 y 1995 han superado a los emisiones de acciones durante dichos años. Una gran mayoría de inversionistas prefieren que al optar por instrumentos de renta variable, ésta no muestra tendencias muy fluctuantes, por lo que

optan finalmente por invertir en mercados mas estables, o en instrumentos de renta fija (generalmente bonos)”.¹⁶

- La propuesta tiene la bondad de fortalecer el rol del sector privado en la decisión del destino del negocio en crisis, limitando el rol del Estado.
- Promueve el crecimiento y desarrollo de las empresas, fomentando con ello el incremento de las inversiones y la generación de empleo.
- Dinamiza el Mercado de Valores, debido a las mayores negociaciones tanto de bonos como de acciones.

Desventajas:

- Dada la heterogeneidad de tipos de sociedades (sociedades grandes y pequeñas, sociedades abiertas y cerradas o sociedades con un acreedor financiero o más de un acreedor financiero), y el hecho de que algunos de los mecanismos propuestos resultarán adecuados para determinado tipo de sociedades pero no en cambio para otras, no se podrá considerar la salida de la insolvencia empresarial a cualquier empresa.
- Las empresas cotizadas en la Bolsa de Valores, son por lo general medianas y grandes empresas, y las pequeñas y microempresas están al margen.
- Falta de conocimiento por parte de los agentes económicos acerca de instrumentos financieros como son los bonos y las acciones.

¹⁶Facultad de Economía Universidad de Lima /Mariella Inurritegui S. / 1996 / Alternativa de Financiamiento Directo para la

4.5 Limitaciones y recomendaciones

- Altos costos operativo de las empresas
- Falta de instrumentalización
- Falta de facilidades de negociación
- Leyes que motiven a la inversión
- Inestabilidad Económica del País
- Débil desarrollo del Mercado de Valores
- Elevado valor del riesgo-país, que encarecen las tasas del mercado.

Recomendaciones: *Pautas para la negociación de una propuesta de Reestructuración*

- Evitar la crisis de los 2/3 del consumo del Patrimonio, antes de entrar al marco legal que por experiencias vividas como el caso de la empresa Atlas, Pinturas Teckno fueron reestructuradas cuando las empresas no contaban con posibilidades económicas ni financieras.
- Los proveedores también deberían participar en el otorgamiento de capital de trabajo a empresas, la necesidad de las empresas por capital de trabajo proviene de los Bancos y otra de los proveedores, por lo que todos saldrán beneficiados, si el capital de trabajo pasa por otorgar efectivo y en otras ocasiones suministro.

- La reestructuración financiera, debe de ser acompañada de un proceso de planeamiento estratégico de la empresa, debido que el área financiera no se encuentra aislada de la empresa e interactúa con las otras áreas de la empresa, contribuyendo en la planeación de los fondos de la empresa.
- En el sistema concursal no opera la Economía sino la política, hay que tratar de que la atención a las empresas sea oportuna y fuera del marco concursal, ya que hay mucha relación de “compadrasco” olvidando el sustento técnico. El marco técnico es lo que debe primar dentro del entorno de la negociación de la Reestructuración.
- Alternativa de Fusión: En los procesos de saneamiento y no en propiamente en la Reestructuración que es donde se realiza la reestructuración patrimonial, la empresa emprendedora puede utilizar como estrategia la fusión por absorción para salir del estado de insolvencia.
- La finalidad de reforzar el patrimonio de las empresas, exige el planteamiento de nuevo sistema de valores y metas, es decir compromisos con la reestructuración de la empresa.
- Se debería considerar un sistema de cancelación automática de obligaciones o de canje de deuda por acciones, cuando una empresa incumple con el pago de sus obligaciones, los derechos de los accionistas existentes deberían automáticamente ser eliminados. Los acreedores de menor orden de prioridad pierden su derecho de crédito y, en su lugar, deberían ser convertidos en nuevos accionistas.

- Ya encaminada la reestructuración sería recomendable tomar en cuenta que las decisiones sobre la nueva administración y manejo del negocio, esté bajo la responsabilidad de profesionales competentes y conocedores del negocio, caso contrario no se verán los resultados esperados para la empresa.
- Finalmente, la Ley de Reestructuración Patrimonial está bastante cuestionada por lo que sería recomendable, que primara la participación de buenos técnicos en su modificación y complementación.

ANEXOS

ANEXO 1

ANTES DE LA REESTRUCTURACION

BAKELITA Y ANEXOS S.A. - EN REESTRUCTURACION

ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS (US\$ miles)

	0
	<u>1997</u>
Ventas Netas	11,324
Ingresos Operacionales	-
TOTAL INGRESOS BRUTOS	<u>11,324</u>
Costo de Ventas	<u>(8,848)</u>
UTILIDAD BRUTA	<u>2,475</u>
Gastos de Ventas	(2,413)
Gastos de Administracion	(6,173)
Depreciaciones	-
TOTAL GASTOS OPERACIONALES	<u>(8,587)</u>
UTILIDAD OPERATIVA	<u>(6,111)</u>
OTROS INGRESOS (EGRESOS)	
Ingresos Financieros	126
Gastos Financieros	(3,518)
Lease Back	-
Gastos Financieros por Reestructuracion	-
Otros Ingresos	1,768
Otros Egresos	(4,472)
Resultados por Exposición a la Inflación	<u>(1,225)</u>
UTILIDAD (PERD) ANTES DE PART. E	<u>(13,432)</u>
Participaciones y Deducciones	-
Impuesto a la Renta	-
UTILIDAD (PERD) ANTES DE PARTIDAS	<u>(13,432)</u>
Ingresos Extraordinarios	-
Egresos Extraordinarios	-
UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO	<u>(13,432)</u>

BAKELITA Y ANEXOS S.A. -EN REESTRUCTURACION
BALANCE GENERAL (US\$ miles)

	0 <u>1997</u>
<u>ACTIVO</u>	
ACTIVO CORRIENTE	
Caja y Bancos	560
Valores Negociables	-
Cuentas por Cobrar Comerciales	4,682
Otras Cuentas por Cobrar	550
Filiales y Afiliadas	-
Existencias	2,898
Gastos pagados por Anticipado	685
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	<u>9,375</u>
Cuentas por Cob. a Largo Plazo	-
Otras Ctas. por Cobrar a Largo Plazo	-
Filiales y Afiliadas	-
Inversiones en Valores	4
Inmuebles, Maquinarias y Equipo	35,357
Depreciación Acumulada	(15,540)
Otros Activos	-
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	<u>19,821</u>
TOTAL ACTIVO	<u><u>29,196</u></u>
<u>PASIVO</u>	
PASIVO CORRIENTE	
Sobregiros y Préstamos Bancarios	13,566
Cuentas por Pagar Comerciales	4,419
Otras Cuentas por Pagar	3,214
Filiales y Afiliadas	-
Parte Corriente Deudas a Largo Plazo	869
TOTAL PASIVO CORRIENTE	<u>22,068</u>
Deudas a Largo Plazo	5,676
Filiales y Afiliadas	-
Provisión Beneficios Sociales	650
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	<u>6,327</u>
TOTAL PASIVO	<u>28,395</u>
<u>PATRIMONIO</u>	
Capital	4,380
Capital Adicional	-
Acciones del Trabajo	2,173
Excedentes de Revaluación	7,679
Reservas	-
Resultados Acumulados	(13,432)
TOTAL PATRIMONIO	<u>801</u>
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	<u><u>29,196</u></u>

VALOR DE ZETA ANTES DE LA REESTRUCTURACIÓN

	AÑO
	1997
Capital de trabajo	-12,693
Activo Total	29,196
X1	-0.43
Utilidades retenidas	-
Activo Total	29,196
X2	-
Utilidad antes de intereses e impuestos	-6,111
Activo Total	29,196
X3	-0.21
Valor de mercado de las acciones	0.04
Valor en libro de las acciones	1.00
X4	0.04
Ventas	11,324
Activos Totales	29,196
X5	0.39
VALOR DE ZETA1	-0.80

DESPUES DE LA REESTRUCTURACION

PROYECCIONES PRESENTADAS Y APROBADAS POR LA JUNTA DE ACREDORES

BAKELITA Y ANEXOS S.A. - EN REESTRUCTURACION
ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS (US\$ miles)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ventas Netas	13,095	14,077	14,781	15,520	16,296	17,111	17,111	17,111	17,111	17,111	17,111
Ingresos Operacionales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL INGRESOS BRUTOS	13,095	14,077	14,781	15,520	16,296	17,111	17,111	17,111	17,111	17,111	17,111
Costo de Ventas	(8,368)	(9,032)	(9,499)	(9,972)	(10,458)	(10,960)	(11,009)	(11,055)	(11,098)	(11,139)	(11,139)
UTILIDAD BRUTA	4,727	5,045	5,282	5,548	5,838	6,151	6,102	6,056	6,013	5,972	5,972
Gastos de Ventas	(730)	(730)	(730)	(730)	(730)	(730)	(730)	(730)	(730)	(730)	(730)
Gastos de Administracion	(1,875)	(1,875)	(1,875)	(1,875)	(1,875)	(1,875)	(1,875)	(1,875)	(1,875)	(1,875)	(1,875)
Depreciaciones	(406)	(429)	(445)	(456)	(463)	(468)	(471)	(473)	(475)	(476)	(476)
TOTAL GASTOS	(3,011)	(3,034)	(3,050)	(3,061)	(3,068)	(3,073)	(3,076)	(3,078)	(3,080)	(3,081)	(3,081)
UTILIDAD OPERATIVA	1,716	2,011	2,232	2,487	2,770	3,078	3,026	2,978	2,933	2,891	2,891
OTROS INGRESOS											
Ingresos Financieros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gastos Financieros	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)
Lease Back	(433)	(411)	(389)	(367)	(344)	(322)	(300)	-	-	-	-
Gastos Financieros por	-	(848)	(723)	(597)	(471)	(346)	(220)	(94)	-	-	-
Otros Ingresos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros Egresos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultados por Exposición a la	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD (PERD) ANTES DE	883	352	720	1,123	1,554	2,010	2,106	2,484	2,533	2,491	2,491
Participaciones y Deducciones	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Impuesto a la Renta	-	-	-	-	(466)	(603)	(632)	(745)	(760)	(747)	(747)
UTILIDAD (PERD) ANTES DE	883	352	720	1,123	1,088	1,407	1,474	1,738	1,773	1,743	1,743
Ingresos Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Egresos Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD (PERDIDA) DEL	883	352	720	1,123	1,088	1,407	1,474	1,738	1,773	1,743	1,743

BAKELITA Y ANEXOS S.A. -EN REESTRUCTURACION
FLUJO DE CAJA (US\$ miles)

	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>	<u>4</u>	<u>5</u>	<u>6</u>	<u>7</u>	<u>8</u>	<u>9</u>	<u>10</u>	<u>11</u>
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ingreso											
Ventas	13,095	14,077	14,781	15,520	16,296	17,111	17,111	17,111	17,111	17,111	17,111
Total Ingresos	13,095	14,077	14,781	15,520	16,296	17,111	17,111	17,111	17,111	17,111	17,111
Egresos											
Costo de Ventas	(7,075)	(7,663)	(8,080)	(8,519)	(8,981)	(9,469)	(9,508)	(9,546)	(9,585)	(9,623)	(9,623)
Gastos de ventas	(730)	(730)	(730)	(730)	(730)	(730)	(730)	(730)	(730)	(730)	(730)
Gastos Administrativos	(1,875)	(1,875)	(1,875)	(1,875)	(1,875)	(1,875)	(1,875)	(1,875)	(1,875)	(1,875)	(1,875)
Impuesto a la Renta	-	-	-	-	(466)	(603)	(632)	(745)	(760)	(747)	(747)
Inversiones y mejoras	(450)	(450)	(450)	(450)	(450)	(450)	(450)	(450)	(450)	(450)	(450)
Total egresos	(10,130)	(10,718)	(11,135)	(11,574)	(12,502)	(13,127)	(13,195)	(13,346)	(13,400)	(13,425)	(13,425)
Flujo de caja Operativo	2,965	3,359	3,646	3,946	3,793	3,984	3,916	3,764	3,711	3,685	3,685
Intereses											
Lease Back	(156)	(133)	(111)	(89)	(67)	(44)	(22)				
Capital de trabajo	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)	(400)
Deuda estructural	-	(848)	(723)	(597)	(471)	(346)	(220)	(94)	-	-	-
Amortizaciones											
Lease Back	(278)	(278)	(278)	(278)	(278)	(278)	(278)	-	-	-	-
Deuda estructural C.P.	-	(2,216)	(1,765)	(1,765)	(1,765)	(1,765)	(1,765)	(1,765)	-	-	-
Deuda estructural L.P.	-	-	-	-	-	-	-	-	(5,196)	(5,196)	(5,196)
Flujo de caja financiero	(834)	(3,875)	(3,277)	(3,129)	(2,981)	(2,833)	(2,685)	(2,259)	(5,596)	(5,596)	(5,596)
Saldo de Caja	2,131	(516)	369	817	812	1,151	1,231	1,505	(1,885)	(1,911)	(1,911)
Saldo de Caja Acumulado	2,131	1,615	1,984	2,801	3,613	4,764	5,995	7,500	5,615	3,705	1,794
Saldo de C.P	12,808	10,592	8,827	7,061	5,296	3,531	1,765	-	-	-	-
Saldo de L.P	15,587	10,391	5,195	-							

BAKELITA Y ANEXOS S.A. -EN REESTRUCTURACION
BALANCE GENERAL (US\$ miles)

	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>	<u>4</u>	<u>5</u>	<u>6</u>	<u>7</u>	<u>8</u>	<u>9</u>	<u>10</u>	<u>11</u>
	<u>1998</u>	<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>
ACTIVO											
ACTIVO CORRIENTE											
Caja y Bancos	2,692	2,175	2,544	3,361	4,174	5,326	6,558	8,063	6,178	4,267	2,356
Valores Negociables	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cuentas por Cobrar	4,682	4,682	4,682	4,682	4,682	4,682	4,682	4,682	4,682	4,682	4,682
Otras Cuentas por Cobrar	550	550	550	550	550	550	550	550	550	550	550
Filiales y Afiliadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Existencias	1,605	3,036	1,617	2,964	1,487	2,796	1,295	2,586	1,073	2,357	841
Gastos pagados por Anticipado	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	9,528	10,443	9,393	11,557	10,893	13,354	13,084	15,881	12,483	11,856	8,430
Cuentas por Cob. a Largo Plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otras Ctas. por Cobrar a Largo Plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Filiales y Afiliadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inversiones en Valores	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Inmuebles, Maquinarias y	35,357	35,357	35,357	35,357	35,357	35,357	35,357	35,357	35,357	35,357	35,357
Depreciación Acumulada	(15,946)	(16,375)	(16,820)	(17,276)	(17,739)	(18,207)	(18,678)	(19,151)	(19,626)	(20,102)	(20,578)
Otros Activos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL ACTIVO NO	19,415	18,986	18,541	18,085	17,622	17,154	16,683	16,210	15,735	15,259	14,783
TOTAL ACTIVO	28,943	29,429	27,934	29,642	28,515	30,508	29,767	32,091	28,218	27,115	23,213
PASIVO											
PASIVO CORRIENTE											
Sobregiros y Préstamos	566	566	566	566	566	566	566	566	566	566	566
Cuentas por Pagar Comerciales	1,832	266	266	266	266	266	266	266	266	266	266
Otras Cuentas por Pagar	2,529	2,529	1,633	633	633	633	633	633	633	633	633
Filiales y Afiliadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Parte Corriente Deudas a Largo Plazo	869	869	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO CORRIENTE	5,796	4,230	2,465	1,465	1,465	1,466	1,466	1,466	1,466	1,466	1,466
Deudas a Largo Plazo	20,813	23,163	22,713	24,298	22,083	22,668	20,453	21,038	15,392	12,546	6,900
Filiales y Afiliadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisión Beneficios Sociales	650	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO NO	21,463	23,163	22,713	24,298	22,083	22,668	20,453	21,039	15,392	12,546	6,901
TOTAL PASIVO	27,259	27,393	25,178	25,763	23,548	24,134	21,919	22,505	16,858	14,012	8,367
PATRIMONIO											
Capital	4,380	4,380	4,380	4,380	4,380	4,380	4,380	4,380	4,380	4,380	4,380
Capital Adicional	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Acciones del Trabajo	2,173	2,173	2,173	2,173	2,173	2,173	2,173	2,173	2,173	2,173	2,173
Excedentes de Revaluación	7,679	7,679	7,679	7,679	7,679	7,679	7,679	7,679	7,679	7,679	7,679
Reservas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultados Acumulados	(12,549)	(12,197)	(11,477)	(10,354)	(9,266)	(7,859)	(6,385)	(4,647)	(2,874)	(1,130)	613
TOTAL PATRIMONIO	1,684	2,036	2,756	3,879	4,967	6,374	7,848	9,586	11,359	13,103	14,846
TOTAL PASIVO Y	28,943	29,429	27,934	29,642	28,515	30,508	29,767	32,091	28,218	27,115	23,213

VALOR DE ZETA DESPUES DE LA REESTRUCTURACIÓN

	AÑOS										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Capital de trabajo	3,733	6,213	6,928	10,092	9,428	11,888	11,619	14,415	11,017	10,391	6,964
Activo Total	28,943	29,429	27,934	29,642	28,515	30,508	29,767	32,091	28,218	27,115	23,213
X1	0.13	0.21	0.25	0.34	0.33	0.39	0.39	0.45	0.39	0.38	0.30
Utilidades retenidas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo Total	28,943	29,429	27,934	29,642	28,515	30,508	29,767	32,091	28,218	27,115	23,213
X2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad antes de intereses e impuestos	1,716	2,011	2,232	2,487	2,770	3,078	3,026	2,978	2,933	2,891	2,891
Activo Total	28,943	29,429	27,934	29,642	28,515	30,508	29,767	32,091	28,218	27,115	23,213
X3	0.06	0.07	0.08	0.08	0.10	0.10	0.10	0.09	0.10	0.11	0.12
Valor de mercado de las acciones	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04
Valor en libro de las acciones	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
X4	0.04										
Ventas	13,095	14,077	14,781	15,520	16,296	17,111	17,111	17,111	17,111	17,111	17,111
Activos Totales	28,943	29,429	27,934	29,642	28,515	30,508	29,767	32,091	28,218	27,115	23,213
X5	0.45	0.48	0.53	0.52	0.57	0.56	0.57	0.53	0.61	0.63	0.74
VALOR DE ZETA1	0.83	0.98	1.12	1.24	1.32	1.39	1.41	1.40	1.44	1.47	1.53

ANEXO 2

EXPERIENCIAS SIMILARES VIVIDAS EN OTROS PAISES

COLOMBIA:

En la Ley 550 (Ley) publicada en 1999 por un período de 5 años y por la cual el gobierno colombiano estableció un régimen que promueve y facilita la reactivación empresarial y la reestructuración de los entes territoriales para asegurar la función social de las empresas y lograr el desarrollo armónico de las regiones se dictan disposiciones para armonizar el régimen legal vigente con las normas de esta ley, sería supervisado por los acreedores.

El Gobierno Nacional Colombiano reglamentó el régimen propio de los bonos de riesgo o acciones, que considera la capitalización de los pasivos de las empresas reestructuradas, capitalización que podrá realizarse mediante la suscripción voluntaria por parte de cada acreedor interesado en acciones, bonos de riesgo.

Las acciones o bonos de riesgo correspondientes a acreencias capitalizadas por los establecimientos de crédito, se contabilizaron como inversiones negociables y venderían dentro del plazo de vigencia del acuerdo.

Se planteó para los créditos laborales que se podrían capitalizar, siempre y cuando sus titulares convengan individual y expresamente las condiciones, proporciones, cuantías y plazos en que se mantengan o modifique total o parcialmente la prelación que legalmente les

correspondía como acreencias privilegiadas, en especial para el evento en que llegare a incumplirse el acuerdo de reestructuración.

Asimismo, no se requeriría trámite o autorización alguna para la colocación de los títulos respectivos y el aumento del capital podrá ser inscrito, sin costo, en el registro mercantil de la Cámara de Comercio competente, acompañado de la copia del acuerdo y el certificado del representante legal y el revisor fiscal, o en su defecto del contador de la entidad, sobre el número de títulos suscritos y el aumento registrado en el capital.¹⁷

Objetivo:

El objetivo de la ley 550, expedida en diciembre de 1999, era reactivar el sector productivo mejorando la competitividad de las empresas y fortaleciendo su gestión administrativa, financiera y contable. Para entonces, las compañías nacionales enfrentaban una difícil situación: solo durante 1999 la industria había perdido \$532.000 millones (las inscritas en el Registro Nacional de Valores) y 80 compañías habían entrado en concordato por pasivos que superaban el \$1 billón.

La alternativa de la nueva ley, en contraposición al concordato, flexibilizaba los mecanismos de negociación, de forma que los acreedores podían participar en la búsqueda de la solución, en lugar de reducir su papel al de cobradores de deudas que ejercían en el concordato tradicional. Este atractivo, sumado al tiempo que la ley daba a las empresas al imposibilitar

¹⁷ www.supervalores.gov.co/juridico/bj9912-04.htm

los procesos legales en su contra durante el tiempo de negociación, logró que 259 empresas se acogieran en el año en curso, con intención de solucionar el \$1 billón que traían en pasivos. Las textileras fueron las compañías más grandes en seguir los lineamientos de la norma.

Hasta la fecha se han logrado 19 acuerdos. El pasivo reestructurado es de unos \$300.000 millones; el de Fabricato y Tejicóndor, firmado hace dos semanas, es el 80% de esa suma.

En 7 casos no fue posible lograr consenso y las compañías entraron en liquidación.

Para algunos, como el superintendente de Sociedades, Jorge Pinzón, el éxito de la ley es claro, pues no solamente debe medirse por el número de acuerdos logrados, sino por la aceptación del mecanismo de participación de los acreedores en las conversaciones, según el cual ellos adquieren derechos de voto que les permiten trabajar en conjunto.

Sin embargo, los promotores piensan que si bien ha sido un logro suscribir 19 acuerdos este año, el resultado solo podrá medirse en la medida en que se garantice la viabilidad integral de las compañías. "No basta con conseguir la viabilidad operativa mediante la reestructuración de deudas, pues una compañía puede efectivamente lograr que sus acreedores negocien. Lo que la salva es ser realmente capaz de pagar los pasivos con el producto de su ejercicio. Por eso, hay que hacer compromisos de largo plazo y entender la ley como una herramienta en un proceso", opina Guillermo Alberto Isaza, promotor de Coltejer y Textiles Rionegro.

En otras palabras, el verdadero éxito de un acuerdo depende tanto de la reestructuración de las deudas como de la modernización empresarial, ya que la dificultad para renovarse

tecnológicamente y adaptarse al mercado internacional fue una de las causas principales que llevaron a las compañías a la situación actual. Al entender este punto, el promotor de los casos de Fabricato y Tejicóndor, Alvaro Restrepo, incluyó en el acuerdo una futura unión operativa que les permitirá reducir costos administrativos y por ende ser más competitivos. Y en el caso de Danaranjo, una condición de los acreedores fue que la familia Naranjo se retirara de la administración de la empresa.

Pero no en todos los casos se han adoptado medidas pensando en el largo plazo. El tema de la gente y la administración como tal no ha tenido el peso suficiente en los acuerdos. Como el promotor no puede meterse en asuntos de administración y solo se dedica al caso por unos meses, a veces se quedan por fuera aspectos que comprometen la viabilidad del negocio.

Por pensar precisamente en esa viabilidad, el gobierno incluyó en la norma la conducta empresarial y el sinceramiento de la contabilidad, temas que aún no han sido reglamentados y que por ende no han jugado un papel primordial en los acuerdos, excepto cuando los promotores los han resaltado. "Es imprescindible ser totalmente sincero con los acreedores sobre la situación real del negocio y hacerles ver que la situación se extiende hacia el futuro, lo cual implica muchos años", piensa Restrepo, promotor de Fabricato.

Problemas puntuales

Si bien los aspectos de largo plazo concentran la atención de quienes ya obtuvieron acuerdos, para los que están en proceso aún quedan problemas de corto plazo por solucionar: la deuda fiscal y la escasez de recursos para capitalizar.

El primero es un obstáculo porque \$215.000 millones, es decir, el 20% del pasivo empresarial, corresponden a una deuda adquirida con las entidades públicas, lideradas por la DIAN, organismo que no podía negociar sino bajo las condiciones determinadas por el Estatuto Tributario, más exigentes de lo que los empresarios necesitaban. "Hubo que flexibilizar algunos aspectos, como el plazo para conceder acuerdos de pago, el período de gracia y la tasa de mora, de forma que se adaptaran a las condiciones de negociación", dice Guillermo Fino, director de Impuestos Nacionales. La determinación se tomó este mes y sobre ella los promotores tienen comentarios favorables: "nos ayudó muchísimo para acelerar la firma", dice Villa sobre el caso de Danaranjo.

Por su parte, el asunto de la financiación también está pendiente de solución. Aunque el gobierno se comprometió en la ley 550 a facilitar el crédito por medio de la banca de segundo piso, los intermediarios financieros lo están pensando dos veces antes de entregar recursos frescos a las empresas en reestructuración. "A las compañías que entran en la ley 550 se les dificulta el crédito cuando debería ser al revés; deberían apoyarlas porque si están en reestructuración es porque son viables", piensa Isaza, promotor de Coltejer.

El asunto es que para los banqueros otorgar crédito a estas empresas implica riesgo. De una parte, los directivos de la banca oficial han preferido abstenerse por considerar que un crédito de estos puede traerles implicaciones penales en el futuro. De otra parte, los privados le temen al negocio porque durante los 8 meses de negociación la ley exige que se congele la calificación de los créditos, lo que quiere decir que si no se llega a acuerdo alguno, esta baja y

el banco pierde. Por eso, los intermediarios prefieren limitarse a reestructurar lo ya otorgado y esperar hasta que el acuerdo sea un hecho para soltar nuevos recursos.

Los empresarios, por su parte, argumentan que tienen la intención de capitalizar, pero que el cierre del crédito no les permite hacerlo. En respuesta, el gobierno le propuso a Convertir, por intermedio del Departamento Nacional de Planeación, que buscara inversionistas extranjeros para esas empresas. Hasta el momento, 5 de ellas han demostrado su interés en ser promocionadas en el exterior: Unimec, Condimentos Winsor, Trainco, Estec y Cekit.

Aún así, muchos no le apuestan al ingreso de capital extranjero y siguen presionando el desarrollo de incentivos tributarios para la capitalización con sus propios recursos. Este aspecto, sin embargo, no se contempló al elaborar la reforma tributaria y por tanto no será una solución en el corto plazo.

Si no se crean estímulos de este tipo, los empresarios se abstendrán de inyectar recursos porque su actual desempeño no les permite hacerlo, a pesar de que el sector productivo se ha recuperado en el 2000 y de que se ha avanzado en la interpretación de la ley 550. Es cierto que han ganado tiempo y utilizado nuevos instrumentos de negociación, pero todavía falta complementar el manejo de las negociaciones con los temas de la modernización y la conducta empresarial. Como la sola ley no podrá hacer lo que el mercado no hace, el problema de la capitalización seguirá dependiendo de los resultados de la economía en general y del sector financiero en particular.

La ley hoy

- Un año después de expedida, 19 empresas han logrado acuerdos de reestructuración.
- En 7 casos no se logró el consenso y las firmas entraron en liquidación.
- En el momento otras 240 están en etapa de negociación. Los pasivos en discusión son cercanos a \$1 billón.
- La ley les ha dado tiempo a las empresas para analizar su situación y les ha permitido a los acreedores participar activamente en el proceso.

Lo que está pendiente

- Crear estímulos fiscales para que los empresarios se decidan a capitalizar.

Reglamentar la norma en lo relacionado con la conducta y modernización empresariales.

El papel de los empleados

En los acuerdos logrados, el papel de los trabajadores ha sido fundamental. Por ejemplo los de la empresa Fabricato y Tejicóndor comprendieron la importancia de reestructurar la deuda laboral para no perder la empresa completamente. El promotor Alvaro Restrepo se encargó de explicarles la imposibilidad de incrementar salarios en el siguiente período e incluso realizó una encuesta entre los 5.700 empleados para que los sindicatos tuvieran más tranquilidad en la toma de decisiones. "Entendieron muy bien la situación y colaboraron al máximo", dice Restrepo. En el caso de la empresa Danaranjo, los 550 trabajadores cedieron hasta pactar que

no recibirán incrementos ni prestaciones superiores al IPC durante 5 y 7 años, respectivamente.

En la actualidad, hay 23.000 trabajadores involucrados en las negociaciones de reestructuración de pasivos laborales, sumadas las 240 empresas que aún no llegan a acuerdo.

ARGENTINA:

El gobierno argentino en 1999 mediante la Reestructuración de Pasivos Bancarios Ley N° 25.190 decretó el apoyo a las instituciones financieras.

Mediante éste las entidades financieras acordarían refinanciaciones con clientes cuyas deudas consideradas por la entidad sean iguales o inferiores a US\$ 500.000 o hasta US\$ 1.500.000, cuando se encuentren concentradas en una sola entidad, recategorizarán automáticamente a los deudores, de conformidad con las normas que al respecto dicte el BCRA y las siguientes pautas:

- La reclasificación se mantendría mientras los clientes cumplan regularmente con el pago de los servicios de intereses. Si se verifican atrasos la entidad procedería durante el mes de la mora, a reclasificar al deudor a la categoría en que se encontraba.
- La tasa de interés aplicada a los montos refinanciados no podrá ser superior a la que aplique el Banco de la Nación Argentina para operaciones de refinanciación con participación en bonos del gobierno nacional.

- Se condonarían los intereses punitarios devengados hasta el momento de la refinanciación.
- La refinanciación de las deudas estará exenta de comisiones.

Las entidades financieras podrán atender crediticiamente a los clientes refinanciados reclasificados con:

1. Hasta un 20% del saldo de deuda si ascendieron a categoría 3
2. Hasta un 30% del saldo de deuda si ascendieron a categoría 2

Las entidades financieras podrían atender crediticiamente a los beneficiarios de esta refinanciación hasta el 27 de enero del 2000, siempre que se trate de nuevas financiaciones que impliquen desembolso de fondos, en las siguientes proporciones:

Deudores reclasificados en categoría 3 hasta un 20% del saldo de deuda refinanciado.

Deudores reclasificados en categoría 2 hasta un 30% del saldo deuda refinanciado.

La modificación de la clasificación asignada al cliente hacia un nivel superior, determinará el cambio del límite porcentual. En estos casos la asistencia crediticia se otorgaría después de la fecha anterior.

Se admite que la constitución de provisiones sobre esta financiación adicional, podrá efectuarse en clientes en situación normal, sin superar las siguientes proporciones aplicables sobre el saldo de la deuda que se registre al mes anterior del otorgamiento:

Deudores reclasificados en categoría 3, hasta un 15%

Deudores reclasificados en categoría 2, hasta un 20%

Sobre el excedente se aplicarán los porcentajes de provisionamiento que correspondan a la clasificación del deudor según las pautas mínimas sobre "Previsiones por riesgo de incobrabilidad".

Conclusiones

- El cambio en la política económica que supuso la apertura de mercados, liberalización del comercio exterior y la poca capacidad de respuesta del sector empresarial peruano, obligaron a mantener niveles de desembolsos cada vez mayores afectando la caja de las empresas y condujeron a altos costos de producción y bajos niveles de productividad, lo que llevó a la mayoría de las empresas, a problemas insolvencia.
- La falta de moral y compromiso de los accionistas con la empresa, muchos veces condujo a la reestructuración o liquidación de la misma
- El crecimiento del mercado informal o la competencia desleal en muchos casos ha originado el desequilibrio en las empresas.
- El número elevado de Junta de Acreedores frustradas, sin ningún acuerdo tomado, contribuye a prolongar mas la agonía de una empresa, mas aún si en el mejor de los casos se trata de una empresa con viabilidad, no le dan la atención inmediata que requiere.
- Existen diferentes causas cualitativas como cuantitativas que determinan que una empresa entre en proceso de crisis y necesite reestructuración, una de las formas de medir la situación de una empresa en crisis (dada en la Ley de Reestructuración Patrimonial), es la pérdida de 2/3 de su patrimonio, la cual fue construido con un criterio poco técnico ya que las empresas que ingresan a Indecopi con este nivel de pérdida, no tenga salida hacia la reestructuración.
- Cuando una firma ingresa al proceso de reestructuración, los principales acreedores de las empresas, los bancos, son sencillamente adversos a capitalizar acreencias, por lo que los de instrumentos de deuda serían mejor acogidos por estos; la conformación de un

mercado para estos instrumentos haría liquidado sus acreencias, trasladando los títulos a inversionistas interesados.

- El mercado de capitales ofrece nuevos instrumentos financieros que deberían ser aprovechados por los empresarios, para adquirir liquidez a menor costo.
- La reestructuración patrimonial y financiera, en términos empresariales, debe entenderse dentro de un proceso de dirección estratégica concentrada en el aspecto del reforzamiento del capital de la empresa, que podría ser por aporte de los accionistas, como por la capitalización de parte de las acreencia.
- Toda empresa debe de optimizar la participación que tiene tanto su patrimonio que es su aporte propio y el pasivo que es la deuda con terceros, de tal manera que asuma un riesgo adecuado a sus objetivos.
- La metodología expuesta en esta investigación, está formado por criterios que no son universales ni únicos a considerar para el destino de una empresa, debería más bien constituir como aporte o una luz para prevenir el estado de insolvencia, y para brindar el conocimiento de instrumentos financieros de una empresa.
- El marco legal ha sido incapaz de afrontar adecuadamente su objetivo de proteger adecuadamente el crédito, y esto se puede observar ante los diversos Decretos de Urgencia que se han venido dando, que apoyaron más al deudor que al acreedor.

Bibliografía:

1. Adam Smith Riqueza de las Naciones – Libro II
2. Análisis Financiero para la determinación de probabilidad de quiebra de las empresas.
Rigoberto Becerra D. [Http://www.iamnet.com/rbecerra/ALTMAN.htm](http://www.iamnet.com/rbecerra/ALTMAN.htm)
3. Análisis de Variables Económicas y financieras: Utilización de Metodologías Estadísticas para predecir la crisis de las empresas. Dr. Ferrero Fernando, Dra Margarita Díaz, 1ras jornadas de Sindicatura Concursal, Córdoba. 15 y 16 de Noviembre de 2001 - Consejo Profesional de Ciencias Económicas Córdoba.
4. Comercio & Producción / Febrero 2000 , artículo “Dirección estratégica: Clave para la Reestructuración” . Carlos Palomino Selem
5. EL COMERCIO 16 de agosto del 2000 pág. A2
6. El Nuevo Sistema de Reestructuración Patrimonial INDECOPI Febrero 2000
Facultad de Economía de la Universidad de Lima/ Mariella Inurritegui Silva /1996
7. Francisco J. López Lubián Harvard: La dirección de negocios orientada a la creación de valor DEUSTO Business Review / 1999
8. GESTION fecha 19.06.00 pág. 28
9. Instituto Peruano de Administración de Empresas: Administración de los Créditos y las Cobranzas/1995.
10. James C. Van Horne de Administración Financiera FA.VA.RO. S.A.I.C. y F. Buenos Aires (R. Argentina) 1975
11. James C. Van Horne : Administracion Financiera Ed. Prentice-Hall Hispanoamericana S.A.-Mexico/Año:1990

12. Juan Mascareñas Pérez -Iñigo :Manual de Fusiones y adquisiciones; MC Graw Hill 1994, Madrid /La valoración de las empresas que no cotizan en Bolsa
13. Julio Panes Meza : Diccionario de Contabilidad, Economía y Finanzas Ed. IPAE Año: 1996
14. Lawrence W. Gitman: Fundamentos de Administración Financiera Ed. Harla-Mexico/ Año: 1999.
15. Ley de Mercado de Valores Decreto Legislativo N° 861
16. Lic. Alfredo Zamudio G. Finanzas en Epocas de Crisis. Especialista en reestructuración de empresas Director Gerente de Afincorp S.A.
17. Plan de Reestructuración Empresarial de "Bakelita y Anexos S.A." Setiembre de 1998, Consultora "Málaga - Webb & Asociados" CENDOC- CONASEV.
18. Perfeccionamiento del Sistema de reestructuración patrimonial: Diagnóstico de una década, Lima 22 de agosto del 2000 Copyright 2000 Indecopi.
19. Pinkas Flint Gestión de empresas en crisis 1999
20. Resolución CONASEV N° 141-98-EF/94.10.
21. Rosse Levine Volumen 3, N°1/Abril 2000 WWW.rec/v3n1/pp25/55
22. Semana Económica vol. 17 N° 787; 10 setiembre de 2001, pág. 14
23. Tesis: Alternativa de Financiamiento Directo para la empresa - Caso de ADR /Facultad de Economía Universidad de Lima Mariella Inurritegui Silva Monterrico 1996
24. www.supervalores.gov.co/juridico/bj9912-04.htm