

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
ESCUELA DE CONTADURÍA PÚBLICA



“ANÁLISIS DE FUENTES DE FINANCIAMIENTO PARA PROYECTOS DE INVERSIÓN DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR CONSTRUCCIÓN EN EL DEPARTAMENTO DE SAN SALVADOR”

Trabajo de Investigación Presentado por:

Rivera García, Verónica Elizabeth
Mendoza Vásquez, Silvia Anatalia
Ancheta Villanueva, Francisco Alfredo

Para optar al grado de

LICENCIADO EN CONTADURÍA PÚBLICA

Marzo del 2012

San Salvador, El Salvador, Centro América.

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
AUTORIDADES
UNIVERSITARIAS

Rector	:	Ing. Mario Roberto Nieto Lovo
Secretario	:	Dra. Ana Leticia de Amaya
Decano de la Facultad de Ciencias Económicas	:	Máster Roger Armando Arias Alvarado
Secretario de la Facultad de Ciencias Económicas	:	Máster José Ciriaco Gutiérrez Contreras
Director de la Escuela de Contaduría Pública	:	Licda. María Margarita de Jesús Martínez Mendoza de Hernández.
Coordinador de Seminario	:	Licdo. Roberto Carlos Jovel Jovel
Asesor Especialista	:	Licdo. José Cándido Pérez Hernández
Asesor Metodológico	:	Licdo. Mauricio Ernesto Magaña Menéndez
Jurado examinador	:	Licdo. José Javier Miranda Licdo. Mauricio Ernesto Magaña Menéndez

Marzo del 2012

San Salvador, El Salvador, Centro América

AGRADECIMIENTOS

“Doy las gracias primeramente a Dios por dejarme llegar a culminar mis estudios y por las bendiciones que me brinda, a mi padre Ángel Rivera que ha sido mi guía y mi fortaleza, a mi madre Gloribel García por enseñarme buenos valores y a luchar en la vida, a mi querido esposo Rafael por ser mi apoyo incondicional, a toda mi familia que creen en mi, a las personas que han sido parte de mi formación, a mis compañeros Silvia y Francisco por su apoyo en esta labor, y a nuestros asesores Máster Jonny Francisco Mercado y Lic. Mauricio Ernesto Magaña, por su dedicación y por compartir sus conocimientos”.

VERÓNICA ELIZABETH RIVERA GARCÍA

“Agradezco a Dios por ser mi guía en toda mi vida y gracias a Él son todos mis logros. Así también a mi padre Francisco Mendoza por enseñarme la necesidad del estudio y profesión y su apoyo por seguir siempre adelante, a mi madre Silvia Vásquez por su incondicional apoyo y confianza en mí, los valores y respeto que me enseña, a mis hermanos Gabriela y Francisco Mendoza por creer en mí y apoyarme; el amor de mi familia es lo que me mantiene esforzándome siempre. Y a muchas otras personas que se cruzaron en mi camino que me han apoyado. Sin faltar a los señores: Máster Jonny Francisco Mercado, Licdo. José Cándido Pérez y Lic. Mauricio Magaña por su apoyo, colaboración, confianza, y enseñanza profesional. A mis amigos y compañeros, que fueron parte integral de éste esfuerzo. Por eso agradezco a Dios haberlos puesto en mi camino”.

SILVIA ANATALIA MENDOZA VÁSQUEZ

“Agradezco al ser supremo por todas las oportunidades y por mi vida misma, a mis padres por todo el sacrificio para guiarme y darme todo sin condición, a mi hermano por su apoyo, a mis familiares que creen en mí, a mis compañeros quienes trabajaron conmigo mano a mano estos años, a los docentes que brindaron su conocimiento con el fin del aprendizaje continuo, a los licenciados Jonny Francisco Mercado, Mauricio Magaña y Cándido Pérez, a la Universidad de El Salvador por ser mi segundo hogar y por brindarme la mejor educación superior”.

FRANCISCO ALFREDO ANCHETA VILLANUEVA

ÍNDICE

Contenido	Pág. Nº
RESUMEN EJECUTIVO	i
INTRODUCCIÓN	iii
CAPÍTULO I. MARCO TEÓRICO, CONCEPTUAL, Y LEGAL DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO PARA PROYECTOS DE INVERSIÓN DEL SECTOR CONSTRUCCIÓN.	
1.1 ANTECEDENTES	1
1.1.1 Antecedentes del sector construcción	1
1.1.2 Antecedentes de la problemática del financiamiento en el sector construcción	2
1.2 CONCEPTOS	3
1.3 CARACTERÍSTICAS DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO	3
1.4 CLASIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS CONSTRUCTORAS SEGÚN SU ACTIVIDAD	4
1.5 CLASIFICACIÓN DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO	4
1.5.1 Financiamiento interno	5
1.5.1.1 Emisión de acciones	5
1.5.2 Financiamiento externo	6
1.5.2.1 Créditos bancarios	6
1.5.2.2 Emisión de bonos	7
1.5.2.3 Titularización de activos	9
1.6 VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO	10
1.6.1 Ventajas de las fuentes de financiamiento	10
1.6.2 Desventajas de las fuentes de financiamiento	10
1.7 IMPORTANCIA DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO EN EL SECTOR CONSTRUCCIÓN	10
1.8 OBJETIVOS DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO	11
1.8.1 Objetivo general de las fuentes de financiamiento	11
1.8.2 Objetivos específicos de las fuentes de financiamiento	11
1.9 BASE TÉCNICA	11

1.10	BASE LEGAL	12
1.11	DIAGNÓSTICO DE LA INVESTIGACIÓN DE CAMPO	14
1.12	PRINCIPALES RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN DE CAMPO	15

CAPÍTULO II. PROPUESTA DE ESTUDIO DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR CONSTRUCCIÓN EN PROYECTOS DE INVERSIÓN.

2.1	PERFIL DE LA EMPRESA	17
2.2	DIAGNÓSTICO FINANCIERO DE LA SITUACIÓN ACTUAL DE LA EMPRESA	17
2.3	CARACTERISTICAS DEL PROYECTO	28
2.4	ANÁLISIS DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO	29
2.4.1	Análisis con emisión de acciones	29
2.4.2	Análisis con instituciones financieras locales	30
2.4.3	Análisis con emisión de bonos	32
2.4.4	Análisis con titularización	34
2.5	DIAGNÓSTICO DE LA EVALUACIÓN DE LAS FUENTES DE FIANCIAMIENTO	39
2.6	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	41
2.6.1	Conclusiones	41
2.6.2	Recomendaciones	41
	BIBLIOGRAFÍA	43
	ANEXOS	46

RESUMEN EJECUTIVO

La crisis económica que vive El Salvador, ha generado la falta de inversión en el sector construcción, pérdida de empleos, necesidad de liquidez de las constructoras, y por la escases de otorgamiento de créditos por parte de la banca local existe un estancamiento de las actividades de construcción. Por ello se efectúa esta investigación con finalidad de evaluar las opciones más beneficiosas y con los menores riesgos referentes al financiamiento que podría optar una constructora para obtener los fondos necesarios para realizar inversiones en el país.

En este sentido se identificó como objetivo proponer las alternativas de financiamiento en la obtención de capital de las empresas constructoras para la ejecución de proyectos de inversión, para lo cual se realizó un estudio bajo el enfoque hipotético deductivo, y a través de los instrumentos utilizados para recopilar la información y la parte de la bibliografía que permitió llegar a las siguientes valoraciones y conclusiones:

A través del estudio de campo fue posible determinar que la razón que lleva a las constructoras a financiarse a través de instituciones bancarias ha sido la experiencia en la adquisición de deuda y la obtención de un record crediticio; optando por utilizar fondos externos, aunque estos posean altos intereses y comisiones a pesar de tener los recursos para autofinanciarse, por tanto las constructoras deben explorar nuevas opciones de financiamiento para hacer frente a los factores tanto internos como externos que afectan este sector.

De las evaluaciones obtenidas en propuestas de inversión y la comparación de las fuentes de financiamiento se recomienda utilizar la emisión de bonos, debido a que posee un valor presente neto atractivo para el inversionista.

Sin embargo, es necesario realizar un estudio de las fortalezas y debilidades que cada fuente de financiamiento representa al sector construcción a la hora de tomar una decisión.

Por tanto, del análisis financiero realizado a la empresa CDC, S.A. de C.V. se obtuvo como resultado el optar por la emisión de bonos, por ser la fuente de inversión que cumple con los objetivos de la investigación, como lo son: mayor rendimiento, menores costos, factibilidad y liquidez para los inversionistas del sector construcción.

INTRODUCCIÓN

En la medida que se hace necesario la investigación y evaluación de nuevas fuentes de financiamiento para reactivar el sector de la construcción se busca como objetivo proponerlas en la obtención de capital para la ejecución de proyectos de inversión, se han desarrollado dos capítulos: el primero muestra toda la información bibliográfica que se ha recopilado para ver el historial de todos los acontecimientos y la tendencia del sector en el factor económico y social de El Salvador.

En el segundo capítulo se presenta la propuesta, la cual se desarrolla en forma sencilla que da a conocer la situación actual en que se encuentra una constructora a través de su misión, su visión, análisis de las razones financieras, la evaluación vertical y horizontal de los estados financieros.

La propuesta muestra además de la situación actual, un caso práctico en el cual se pone a juego cuatro de las diferentes fuentes de financiamiento a la que podría aplicar la empresa para obtener su capital, tomando en cuenta cada requisito, riesgos y beneficios que traen consigo cada una de esas fuentes y como última fase se da a conocer el diagnóstico de la evaluación del proyecto.

Además se presenta la bibliografía que se utilizó para el desarrollo de la investigación, lo que permitió conocer cuáles han sido las partes más importantes para evaluar y dar un diagnóstico de todo lo que se observó y se trabajó. Parte de la evaluación ha sido necesario anexar cuadros, gráficos y esquemas que ayudan a dar a conocer que es lo que se pretende mostrar, el objeto de estudio y explicar en el diagnóstico obtenido a través de los resultados de las herramientas necesarias para la recolección de la información en la investigación de campo.

Finalmente se exponen las conclusiones y recomendaciones que surgen de la investigación en conjunto y su objetivo está enfocado a describir en forma concreta los problemas y soluciones entorno a la problemática analizada.

CAPITULO I. MARCO TEÓRICO, CONCEPTUAL, Y LEGAL DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO PARA PROYECTOS DE INVERSIÓN DEL SECTOR CONSTRUCCIÓN.

1.1 ANTECEDENTES

1.1.1 Antecedentes del sector construcción.

Dentro de las actuaciones importantes del sector construcción se encuentra la reactivación del sector en el año 2000, debido al déficit habitacional generando modificaciones de leyes que rigen a instituciones como FONAVIPO, beneficiando a las personas del sector informal. Además para ese año surge la integración monetaria que dió origen a la rebaja de los intereses que incentivaron la demanda interna y el desarrollo económico.¹

En el 2001 el sector de la construcción crece en un 10.7% debido a la puesta en marcha del Fondo de Conservación Vial (FOVIAL) con una inversión del gobierno de \$700 millones de dólares a la economía de El Salvador, que favoreció a varios contratistas según la Cámara Salvadoreña de la Industria de la Construcción (CASALCO) se mantuvieron 26 mil empleos; Tras los terremotos y el programa “Techo para mi Hermano” impulsado para la reconstrucción de las viviendas dañadas.²

Uno de los desafíos que ha tenido el sector es la seguridad como por ejemplo la Urbanización Versailles en San Juan Opico, es una residencial catalogada de alto riesgo por las inundaciones y por la proximidad del volcán de San Salvador, por lo que aún es parte del debate de los encargados en la autorización de urbanizar los lugares del país.³

¹Ingles Dorys, “Se facilita acceso a vivienda Nueva”, EL DIARIO DE HOY diciembre 2000, disponible en <http://www.elsalvador.com/noticias/EDICIONESANTERIORES/2000/DICIEMBRE/diciembre21/NEGOCIOS/negoc5.html> Consultado el 7 de julio de 2011.

²Ingles Dorys, “Construcción Creció 10.7%”, EL DIARIO DE HOY diciembre 2001, disponible en <http://www.elsalvador.com/noticias/2001/12/27/NEGOCIOS/negc1.html> consultado el 7 de julio de 2011.

³Quezada Baires Rodrigo, “En Ciudad Versailles, el glamour tiene sus riesgos” 21 de mayo del 2007, Archivos del Faro, disponible en http://archivo.elfaro.net/secciones/Noticias/20070521/noticias3_20070521.asp Consultado el 8 de julio de 2011.

1.1.2 Antecedentes de la problemática del financiamiento en el sector construcción.

En junio del 2003 por primera vez se aprueba por unanimidad un desembolso de \$212.6 millones en créditos proveniente de préstamos internacionales, de los cuales \$142.6 millones fueron destinados para la reconstrucción de siete hospitales y \$ 70 millones para la reconstrucción de viviendas y obras de mitigación en zonas marginales.⁴

Para el año 2007 en adelante, por su particular dependencia del financiamiento bancario, la construcción fue el primer sector en experimentar el racionamiento de crédito por la aplicación de políticas de otorgamiento más estrictas cuando la crisis afectaba la fuente de remesas familiares, cuyos ingresos sostenían parte de las ventas de viviendas. De una aguda caída en 2008, la construcción moderó su declive a -0.3% en el 2009, apoyada en el desarrollo de proyectos públicos y construcciones privadas⁵.

El destino de otorgamiento de crédito para el sector construcción era del 5.7% (\$259 millones) año 2007, 5.8% (\$182 millones) año 2008 y 5.4% (\$140 millones) para el 2009, es decir, uno de los más bajos que registra el Banco Central de Reserva de los principales destinos de crédito.

Entre los factores que explican la disminución en la actividad de la construcción, es la adquisición de vivienda que aumentó en 6.37% en 2008 y disminuyó en 3.72% para el 2009, lo cual es producto de la crisis, donde la población evita realizar gastos e inversiones a largo plazo, también se destaca la caída de volumen de importaciones de bienes intermedios, la menor demanda de importaciones de bienes de capital, los menores montos de gastos de inversión del Sector Público no financieros, comportamiento en el que influyó la interrupción de trabajos en obras como el Boulevard Diego de Holguín.

⁴ Beltrán Jorge, García Karen "Asamblea aprueba prestamos", EL DIARIO DE HOY, junio 2002, disponible en <http://www.elsalvador.com/noticias/2003/06/04/nacional/nacio15.html> consultado el 8 de julio de 2011.

⁵ Banco Central de Reserva. "Informe de Estabilidad Financiera 2007, 2008 y 2009". Disponible en www.bcr.gob.sv. Consultado el 7 de junio de 2011.

Los datos revelan que la banca privada otorgó \$26.61 millones, en los primeros meses de enero y febrero del 2010 mientras que para 2011 la cifra alcanzó los \$35.40 millones reflejando un crecimiento del 33 por ciento, no obstante las cifras no son lo suficiente para salir de la crisis.⁶

1.2 CONCEPTOS

a) Titularización:

Proceso mediante el cual se constituyen patrimonios independientes denominados fondos de titularización, a partir de la enajenación de activos generadores de flujo de efectivo y administrados por sociedades constituidas para tal finalidad.⁷

b) Fondo de Titularización:

Es un patrimonio independiente, diferente al de la Titularizadora y al Originador. Está conformado por un conjunto de activos y pasivos que resulten o se integren como consecuencia del respectivo fondo de titularización.⁸

1.3 CARACTERÍSTICAS DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO

Cuadro N° 1 Características de las fuentes de financiamiento

N°	Tipos de Fuentes	Características
1	Emisión de acciones	Aumento de capital que aportan los antiguos o nuevos accionistas, para su aplicación debe ser aprobado por la Junta General de Accionistas.
2	Titularización	No genera deuda, existen participantes reguladores en el proceso de titularización, se basa en la enajenación en activos generadores de flujos.
3	Créditos bancarios	Se genera una deuda que se va liquidando a plazos con el pago de intereses y comisiones, el cual debe poseer una garantía para que sea otorgado.
4	Emisión de bonos	Títulos que se otorgan como deuda colectiva con intereses que se ve obligado a pagar más la cuota del principal.

⁶ Administración CASALCO, "Noticias y Actividades" disponible en www.casalco.org.sv. Consultado el 3 de junio de 2011.

⁷ Ley de Titularización de Activos, (Asamblea Legislativa), Pág. 2 Decreto 470, 15 de noviembre de 2007.

⁸ Ley de Titularización de Activos, (Asamblea Legislativa), Pág. 2 Decreto 470, 15 de noviembre de 2007.

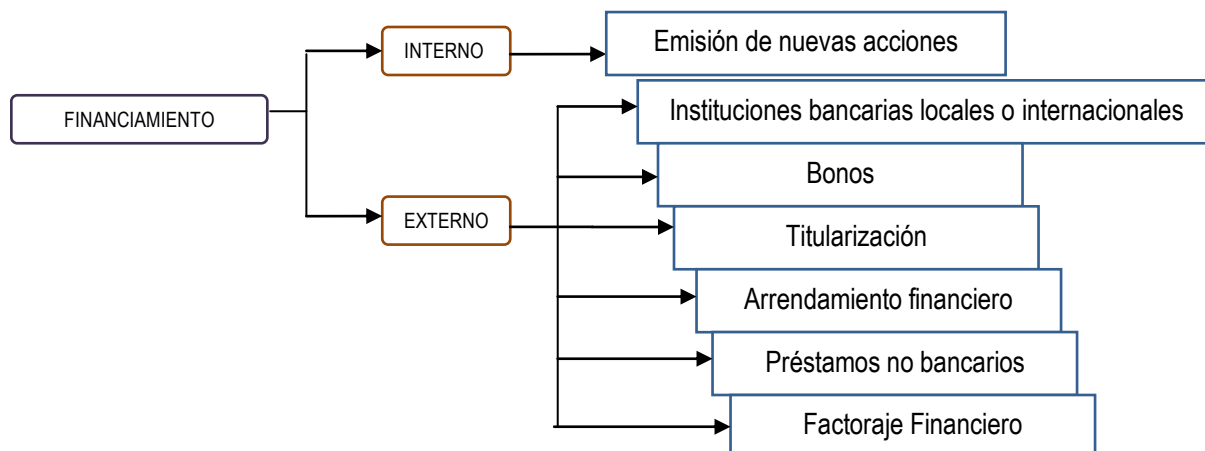
1.4 CLASIFICACIÓN DE LAS EMPRESAS CONSTRUCTORAS SEGÚN SU ACTIVIDAD.⁹

- a) **Viviendistas:** estas empresas se dedican especialmente a la construcción de proyectos de vivienda de todo tipo, centros comerciales, y profesionales.
- b) **Contratistas generales:** se integran las empresas que se dedican a la creación de edificios, complejos industriales, centros educativos, salud y servicio, la construcción de estas obras se obtiene por medio de licitaciones públicas y, mediante contrato se establecen las condiciones de su realización generalmente en proyectos gubernamentales.
- c) **Productoras y distribuidoras de materiales:** son aquellas que se dedican a la producción y distribución de los materiales que las constructoras necesitan para desarrollar su actividad, tienen el propósito de velar por el mejoramiento técnico.

1.5 CLASIFICACIÓN DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO

Para el desarrollo de una obra de construcción se necesita de un financiamiento, que se clasifica por dos tipos, representados en el siguiente esquema:

Figura N° 1 Clasificación de las fuentes de financiamiento.



⁹CASALCO, disponible en <http://www.casalco.org.sv/> consultado el 19 de septiembre de 2011.

1.5.1 Financiamiento interno

1.5.1.1 Emisión de acciones

El financiamiento interno está dado por la necesidad que tiene la empresa de fortalecimiento de imagen de mercado, ampliación del patrimonio de la empresa, necesidades de autofinanciamiento, beneficios en el aumento del número de acciones.

La emisión de acciones conlleva la modificación del capital social, es decir que la sociedad podrá acordar aumento del capital social mediante emisión de nuevas acciones o por la elevación del valor de las ya emitidas, de acuerdo al Código de Comercio Art. 173. Así también, mediante la elevación del valor de las acciones, requiere el consentimiento unánime de todos los accionistas si las nuevas aportaciones son en efectivo o en especie, según Art. 180 del mismo Código.

Consideraciones para aumento del capital social¹⁰:

- a) Las acciones serán de un valor nominal de un dólar de los Estados Unidos de América o múltiplos enteros de uno.
- b) Es prohibido colocar acciones a un precio inferior a su valor nominal de las sociedades de capitales.
- c) Si es decretado bajo el régimen de capital variable, deberá adicionarse a los títulos la fecha del acuerdo de la Junta General respectiva, con designación del número de acta y punto en que conste el mismo.
- d) Si es decretado bajo capital fijo, deberá adicionarse a los títulos la fecha de la escritura pública de modificación respectiva, el nombre del Notario que la autorizó y los datos de la inscripción en el Registro de Comercio.
- e) No podrá emitir nuevas acciones, en tanto las anteriormente emitidas no hayan sido íntegramente pagadas.

¹⁰ **Código de Comercio**, Decreto N 671, Capítulo VI Sociedades de Capitales, Arts.: 129, 133, 149, 173-176.

- f) Si las acciones son puestas a la venta con sobreprecio, será fijado por la junta general e ingresara a la reserva legal.
- g) El acuerdo de aumento de capital deberá publicarse por una vez en un diario de circulación nacional y en el Diario Oficial. El acuerdo será tomado por la junta general de accionistas, en sesión extraordinaria con el voto favorable de las tres cuartas partes de las acciones.

1.5.2 Financiamiento externo

1.5.2.1 Créditos bancarios

Se obtiene a través de las instituciones financieras autorizadas por la Superintendencia del Sistema Financiero, es uno de los recursos más utilizados para la obtención de los recursos necesarios, esta aplica: intereses, comisiones, seguros, plazo de pago etc.

Consideraciones:

Pueden ser de corto y largo plazo, dependiendo de la necesidad, en cada institución financiera existen una serie de restricciones operativas y financieras para la empresa, los cuales no existen para una emisión en bolsa.

El pago de capital e intereses mensualmente genera una mayor presión sobre el flujo de efectivo del emisor, lo cual no se tiene al emitir en bolsa, si se estructura pagando sólo intereses periódicos, dejando capital al vencimiento.¹¹

Pasos a seguir para solicitar un crédito:

- a) Realizar los estudios necesarios de la necesidad de un crédito
- b) Elaborar el plan de negocios para la nueva inversión
- c) Completar los requisitos necesarios que establece la institución financiera.

¹¹ **Bolsa de Valores** “Guía del emisor” disponible en www.bolsadevalores.com.sv

Cuadro N° 2 Requerimientos de solicitud de préstamos bancarios

Requisitos para obtención de un crédito de una institución financiera:
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tener solvencia moral ▪ Estados Financieros debidamente auditados ▪ Declaración de renta del ejercicio anterior ▪ Nomina de Socios y Accionistas ▪ Solicitud de crédito debidamente completada ▪ Evaluación de riesgo, y otras que se consideren necesarias.¹² ▪ Llevar contabilidad formal ▪ Tener como mínimo 1 año de operar en el negocio ▪ Solvencia tributaria ▪ Garantía hipotecaria y/o programa de garantía. ▪ Buenas referencias bancarias y comerciales. ▪ Proyecto habitacional para venta a terceros, con los permisos en orden. ▪ Solidez financiera comprobable para cumplir con el compromiso. ▪ Deuda menor a 6 veces del patrimonio. ▪ Capital de trabajo correspondiente al 10% del monto del crédito. ▪ Calificación de A o B dentro del sistema financiero y buena trayectoria en la rama de la construcción. ▪ Hoja de información básica empresarial. ▪ Copia de la escritura de constitución de la sociedad. ▪ Copia de credencial de Representante Legal, DUI y NIT.

1.5.2.2 Emisión de bonos

La emisión de bonos son títulos valores públicos y privados, utilizados como herramienta para obtener fondos necesarios para inversión, estos pueden ser otorgados por gobiernos municipales, el Estado, instituciones financieras y la empresa privada, se realiza el otorgamiento de deuda colectiva con intereses que se ve obligado a pagar más la cuota del principal, generalmente vienen dados a largos plazos y tiene como característica poseer una tasa fija que no se ve afectada por la inflación económica.

Se podría decir que se recurre a este medio cuando la necesidad de financiarse es temporal o transitoria o cuando los accionistas prefieren no recurrir a nuevas emisiones de acciones de capital, a fin de no hacer participar de los beneficios a nuevos inversores.

¹²**Ley de Bancos**, Superintendencia del Sistema Financiero, Pág. 34, 1ª edición, decreto legislativo 636 publicado el 21 de abril de 2005, Datos obtenidos de cada institución financiera.

Existen diferentes tipos de bonos como lo son: el certificado de inversión, bonos convertibles en acciones, papeles bursátiles y letra de cambio bursátiles, cada uno de estos con sus respectivas características.

Para poder preceder a la emisión de cualquier tipo de bonos la empresa debe buscar una casa corredora de bolsa para que le ayude en el asesoramiento de los trámites a seguir, sirviendo como representante de la empresa ante los inversionistas y ante la autorización y cumplimiento de los requerimientos ante la Superintendencia de Sistema Financiero.

Requisitos de la documentación para inscripción en la Bolsa¹³:

- a) Solicitud de inscripción
- b) Acuerdo del órgano social competente en el que se acordó inscribirse como emisor.
- c) Información de los administradores o Junta Directiva.
- d) Información de los accionistas.
- e) Información financiera.
- f) Información del grupo empresarial, cuando aplique.
- g) El emisor deberá pagar la comisión que la Casa Corredora de Bolsa cobre por realizar el trámite. A la Bolsa de Valores y en la Superintendencia de Sistema Financiero.

Antes de emitir se debe considerar la actuación de la casa corredora de Bolsa para determinar qué tipo de emisión es más conveniente para la empresa, los costos que tendrá que incurrir, evaluación de los beneficios, etc.

Requisitos para inscripción de emisiones:

- a) Acuerdo del órgano social competente en el que se autoriza inscribir la emisión.
- b) Proyecto de escritura de emisión.
- c) Proyecto de prospecto.
- d) Calificación de riesgo.

¹³ Bolsa de Valores, "Guía del Emisor", www.bves.com.sv, consultado el 07 de noviembre de 2011.

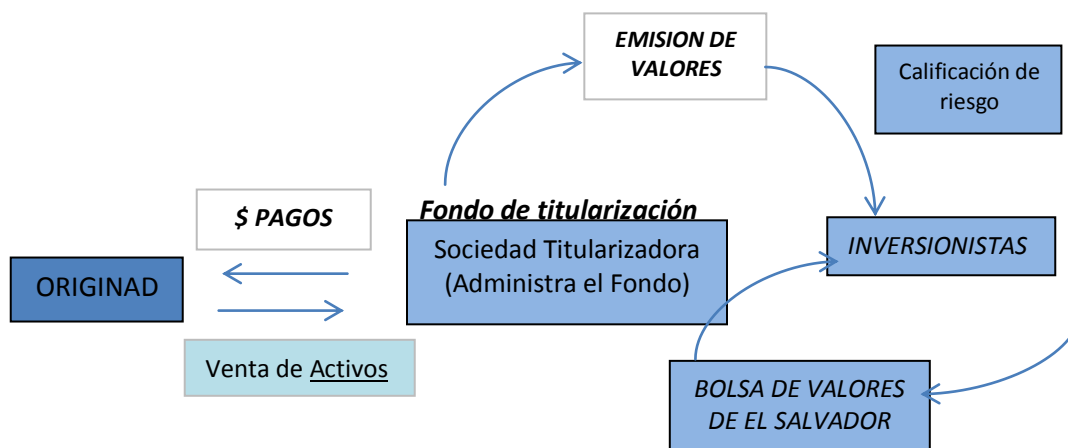
1.5.2.3 Titularización de activos

El Salvador crea en el año 2010¹⁴ la primera Titularizadora, Hencorp, S.A. DE C.V. y en 2011 Regional Investment Corporation S.A. DE C.V. (Ricorp, S.A. DE C.V.); es un medio de financiamiento en desarrollo en el país, a la cual pueden acceder las empresas; a diferencia de las demás fuentes no se cataloga como un sinónimo de deuda para la empresa que decidiera obtener sus recursos de esta figura, la titularización pretende:

- Reducir los riesgos de impago.
- Generar menores costos de financiamiento en la obtención de recursos.
- Generar mayor rentabilidad en los proyectos en desarrollo.
- Disminuir el índice de deuda ya que no funciona como obligación para la empresa.
- Mejorar la calificación de riesgo de los valores que se emiten.

Procedimiento para titularizar un activo¹⁵

Figura N° 2 Procedimiento para titularizar un activo



¹⁴Contreras Ricardo Rafael, "Titularización de Activos: Aspectos Básicos y su Implementación en El Salvador," Boletín Económico del Banco Central de Reserva.

¹⁵ Bolsa de Valores de El Salvador, "La Titularización una novedosa herramienta de financiamiento", disponible en www.bves.com.sv, consultado el 20 de agosto de 2011.

1.6 VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO

Entre las ventajas y desventajas de las fuentes de financiamiento de manera general están dadas por las siguientes:

1.6.1 Ventajas de las fuentes de financiamiento

- a) Generar mayor liquidez.
- b) Aportar mayor solvencia a la empresa.
- c) Minimizar el riesgo de negocio en marcha
- d) Aporta capital para proyectos de inversión.
- e) Se obtiene ganancias por medio de intereses en la enajenación de activos.

1.6.2 Desventajas de las fuentes de financiamiento

- a) Al prestamista le genera una obligación frente a terceros
- b) El costo de la emisión de acciones es alta
- c) El empleo de las acciones diluye el control de los actuales accionistas
- d) Mala evaluación del estudio de la inversión
- e) Obliga al prestamista el pago de altos costos de interés dependiendo la fuente utilizada.

1.7 IMPORTANCIA DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO EN EL SECTOR CONSTRUCCIÓN

Las unidades económicas del sector construcción requieren de recursos para poder desarrollar las actividades diarias que éstas empresas necesitan para fortalecerse, a través de los financiamientos se brinda la posibilidad de mantener una economía estable y eficiente, para la realización de sus proyectos y la actividad de sus operaciones. Por ello es de gran importancia el conocimiento y análisis de las diferentes fuentes de financiamiento para la obtención y manejo del efectivo líquido.

1.8 OBJETIVOS DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO

1.8.1 Objetivo general de las fuentes de financiamiento

Dinamizar el movimiento empresarial en cuanto a la generación de proyectos de inversión, aportando motivación a la generación de recursos económicos de las constructoras para que incrementen los beneficios obtenidos de sus actividades.

Enfocado en el nivel microeconómico, aportar la generación de recursos para dinamizar el sector de la construcción. En el nivel macroeconómico el objeto es incrementar el grado de desarrollo económico, mediante la reactivación económica que permite el progreso del país.

1.8.2 Objetivos específicos de las fuentes de financiamiento

- a) Proveer a la entidad de recursos financieros para ejecutar proyectos de inversión en un determinado rango de tiempo disminuyendo los riesgos de los recursos propios.
- b) Generar costo de oportunidad mediante la utilización de fuentes externas que permitan ejecutar las actividades generadoras de beneficios para las entidades del sector construcción.
- c) Disminuir costos corrientes por financiamiento y la disponibilidad de los recursos líquidos inmediatos.

1.9 BASE TÉCNICA

Cuadro n° 3 Base técnica de las empresas constructoras.

Normativa	Lista de Normas aplicables
Norma Internacional de Información Financiera para Pequeñas y Medianas Entidades (NIIF para PYMES)	<ul style="list-style-type: none"> – Sección 1, Pequeñas y medianas entidades – Sección 4, Estado de situación financiera – Sección 7, Estado de flujos de efectivo – Sección 15, Inversión en negocios conjuntos – Sección 16, Propiedades de inversión – Sección 25, Costos por prestamos – Sección 26, Pagos basados en acciones

	<ul style="list-style-type: none"> – Sección 27, Deterioro del valor de los activos – Sección 32, Hechos ocurridos después del período sobre el que se informa
Normas Internacionales de Información Financiera (completas)	<ul style="list-style-type: none"> – NIF 2, Pago basados en acciones – NIF 4, Contratos de seguros – NIF 7, Instrumentos financieros información a revelar – NIF 9, Instrumentos financieros
Normas Internacionales de Contabilidad	<ul style="list-style-type: none"> – NIC 1, Información a revelar – NIC 7, Estado de flujo de efectivo – NIC 10, Hechos posteriores al final del ejercicio sobre el cual se presenta – NIC 11, Contratos de construcción – NIC 32, Instrumentos financieros –presentación – NIC 36, Deterioro del valor de los activos – NIC 37, Provisiones, activos contingentes y pasivos contingentes. – NIC 40, Propiedades de inversión

1.10 BASE LEGAL

Listado de las principales leyes y reglamentos que rigen al sector de la construcción.

Cuadro n° 4 Leyes que rigen al sector construcción.

LEYES Y REGLAMENTOS	OBJETO DE LEY
Ley de Urbanismo y Construcción	Tener mayor ordenamiento de la urbanizaciones y su debida elaboración, aprobación y ejecución de planes de desarrollo
Ley de Carreteras y Caminos Vecinales	Regular lo relativo a la planificación, construcción y mantenimiento de las carreteras y caminos, así como su uso y el de las superficies inmediatas a las vías públicas.
Ley de Fondos de Conservación Vial y su Reglamento	Establecer el marco legal para el financiamiento y gestión de la conservación de la red vial nacional y de la red vial urbana prioritaria mantenible.
Ley del Medio Ambiente	Desarrollar las disposiciones de la Constitución de la República, que se refiere a la protección, conservación y recuperación del medio ambiente; el uso sostenible

	de los recursos naturales que permitan mejorar la calidad de vida de las presentes y futuras generaciones
Ley Forestal	Establecer disposiciones que permitan el incremento, manejo y aprovechamiento en forma sostenible de los recursos forestales y el desarrollo de la industria maderera;
Ley de Creación del Registro Social del Inmueble	Para la inscripción de actos referentes a inmuebles en las que se desarrollen proyectos de interés social, sean éstos ejecutados por el sector público o privado.
Ley de Desarrollo y Ordenamiento Territorial del Área Metropolitana de S.S. y Municipios Aledaños.	Regular el ordenamiento territorial y el desarrollo urbano y rural del Área Metropolitana de San Salvador y Municipios aledaños, mediante el mejor aprovechamiento de los recursos de las distintas zonas y la plena utilización de los instrumentos de planeación.
Reglamento Desarrollo y Ordenamiento Territorial	Establecer las disposiciones que regularán el funcionamiento de las Instituciones creadas por la Ley, estableciendo los mecanismos para su aprobación, aplicación y/o ejecución regular; el régimen urbanístico del suelo; regular el desarrollo urbano
Ley de Adquisiciones y Contrataciones de La Administración Pública.	Regular las adquisiciones y contrataciones de obras, bienes y servicios, que deben celebrar las instituciones de la Administración Pública para el cumplimiento de sus fines
Ley de Titularización de Activos	Regular las operaciones que se realizan por medio de titularización de activos, a las personas que participan en dicho proceso y a los valores emitidos por el mismo.
Reglamento de Diseño Sísmico de la Republica de El Salvador.	Establecer los requisitos mínimos que regirán el diseño sísmico de las construcciones nuevas, así como el de las reparaciones de aquellas que hayan sido dañadas por un sismo.
Ley de Mercado de Valores	Regula la oferta pública de valores y a éstos, sus transacciones, sus respectivos mercados e intermediarios y a los emisores, con la finalidad de promover el desarrollo eficiente de dichos mercados y velar por los intereses del público inversionista.

1.11 DIAGNÓSTICO DE LA INVESTIGACIÓN DE CAMPO

El propósito del diagnóstico, es la presentación de los resultados obtenidos en el estudio de campo de la problemática, relacionada con el manejo de la estructura financiera de las empresas constructoras de fondos para proyectos de inversión, generó elementos de juicio para la obtención de financiamiento a corto y largo plazo. Para esta evaluación se tomó como parámetro de medición los insumos proporcionados mediante los cuestionarios formulados, entrevistas, información bibliográfica, dentro de la información del estudio se hace necesario utilizar gráficas, cuadro de datos u otra herramienta que muestre los resultados en porcentajes y cantidades.

El motivo principal por el cual han disminuido las actividades del sector construcción es la crisis económica del país cuyo efecto ha sido la pérdida de empleos, menos proyectos de inversión y falta de opciones de financiamiento, debido a diferentes aspectos según los expresa el resultado en la investigación con un 44%, los altos costos generados por las instituciones financieras de 31%, los requisitos excesivos para la aplicación de créditos que demandan las instituciones financieras con un 25%, las garantías y políticas de crédito; Dentro de los resultados anteriores se analiza de la siguiente manera:

De las encuestadas del sector construcción 89.47% consideran que la eficiencia y gestión para la administración de fondos obtenidos es óptima y el 57.89% efectúa proyecciones de estancamiento de mercado e incremento de costos y gastos, catástrofes naturales 15.79%, e impago el 10.53%, que permite un manejo adecuado de dichos recursos para las inversiones a largo plazo, se podría decir que por ello el 63.16% y 31.58% consideran su empresa con una estructura financiera muy buena y adecuada, y buena y muy buena posición económica el 47.37% y 31.58% respectivamente, así también el 52.63% tienen la capacidad de autofinanciarse a nivel medio, es decir que las constructoras poseen buena estructura económica-financiera, sin embargo la industria del sector construcción en el país sufre una falta de dinamismo, esto debido a que en su mayoría el 84.21% se financian por la banca local para no arriesgar su patrimonio, y

un 47.37% con préstamos de accionistas, éstas se adeudan recurrentemente debido a que el 57.89% efectúan préstamos cada año y 26.32% cada dos años o más, lo que refleja necesidad de liquidez inmediata solicitada, de lo cual según informes del Banco Central de Reserva sobre el otorgamiento de créditos el sector construcción es uno de los más bajos, además el director ejecutivo de la Cámara Salvadoreña de la Industria de la Construcción (CASALCO) Ismael Nolasco, asegura que si la crisis de Estados Unidos y los países desarrollados contagia a la economía salvadoreña, la banca cambiaría de actitud y obtener préstamos para desarrollar proyectos urbanísticos sería más estricto de lo que actualmente es. Esto se debe a como lo mencionan los encuestados que un 47.37% considera excesivos y 26.32% burocráticos los requerimientos para la aplicación de préstamos, las tasas, costos e intereses que se someten, el 57.89% los consideran altos y 36.84% medio, lo cual genera precios elevados de venta que contribuye a una difícil adquisición de vivienda, junto con los elevados precios de materiales de construcción que se consideran dentro de la recesión económica que vive el país de la cual les ha afectado al 78.95%. Por ello la banca es más cuidadosa al otorgar créditos, porque sabe que en el país son pocas las personas que pueden pagar un crédito para adquirir una vivienda según el presidente de la Asociación Bancaria Salvadoreña (ASI). Por todas estas razones se considera idóneo buscar otras alternativas como la titularización de activos u otras fuentes para financiar sus proyectos que eviten el estancamiento de mercado.

1.12 PRINCIPALES RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN DE CAMPO

Los principales resultados de la investigación de campo fueron:

- a) Existe la necesidad de fuentes de financiamiento con bajos intereses, comisiones y trámites menos burocráticos, para agilizar y maximizar sus utilidades para aportar más a la economía del país.
- b) Se debe organizar asociaciones que ayuden a explotar el mercado de la construcción como FONAVIPO, el Fondo Social para la Vivienda u otra institución, que contribuya a la reducción del déficit habitacional.

- c) Hay que analizar las diferentes fuentes de financiamiento que existen en el medio.
- d) El sector requiere una legislación integral (Ley o Reglamento sobre la estructura de la vivienda).

Por lo anteriormente expuesto se sugiere:

- a) Efectuar análisis financiero para determinar la eficiencia y eficacia de las fuentes de financiamiento a utilizar en un proyecto de inversión para la disminución del riesgo inherente.
- b) Generar inversión mediante las instituciones gubernamentales que permiten una dinámica importante en el sector construcción, así como el flujo de recursos que necesitan las empresas para poder desarrollarse.
- c) Efectuar anteproyectos de ley a través de gremios como CASALCO con el fin de una legislación integral que permita el desarrollo operacional adecuado.

CAPITULO II. PROPUESTA DE ESTUDIO DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR CONSTRUCCIÓN EN PROYECTOS DE INVERSIÓN.

2.1 PERFIL DE LA EMPRESA

Antecedentes de la empresa:

La empresa CDC, S.A. de C.V. se constituyó mediante escritura pública con fecha 10 de junio de 1988, su dirección es Col. Escalón No. 885, de la ciudad y departamento de San Salvador. Posee NIT: 0614-100688-101-3 y NRC: 25642-5., ostenta la categoría de gran contribuyente, motivo por el cual retienen el IVA en el monto correspondiente.

Misión y visión:

MISION: Ofrecer a clientes la mejor solución en proyectos habitacionales calificados y a bajo precio que resuelvan sus expectativas de vivienda nueva.

VISION: Ser una empresa vanguardista en la construcción de vivienda fácil de comprar.

Productos y servicios:

El considerarse una empresa que trabaja en función social, al mismo tiempo que fomenta y practica principios y valores orientados al mejoramiento y engrandecimiento de la calidad de vida de los salvadoreños, permite visualizar claramente las necesidades de vivienda de interés social que demanda la población, es de esta forma, como a lo largo de su vida ha desarrollado proyectos de mucho éxito y aceptación por parte de la comunidad, especialmente de la población económicamente activa.

2.2 DIAGNÓSTICO FINANCIERO DE LA SITUACIÓN ACTUAL DE LA EMPRESA

Con el objetivo de poder realizar un análisis de la situación actual en la que se encuentra la empresa CDC, S.A. DE C.V. se consideran los siguientes indicadores de liquidez, actividad,

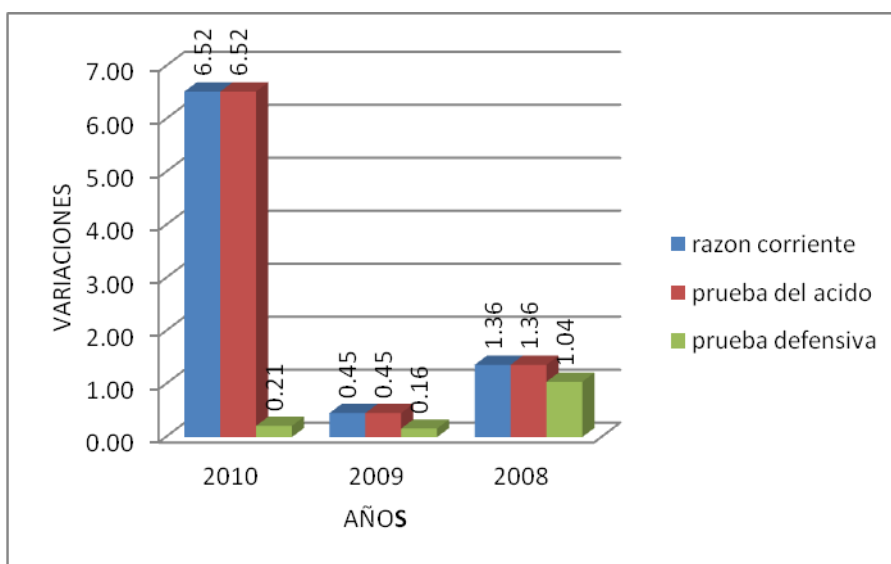
deuda, cobertura, rentabilidad y otras herramientas que se consideren necesarias¹⁶, las cuales se detallan para mejor comprensión en el (anexo 5). Y se resumen de la siguiente manera:

A). Índices de liquidez

Cuadro N° 5 Razones de liquidez

RAZONES DE LIQUEDEZ		2008	2009	2010
Razón corriente	$RC = \frac{ActivoCorriente}{PasivoCorriente}$	1.36	0.45	6.52
Prueba acida	$PA = \frac{ACorriente - Inv}{PasivoCorriente}$	1.36	0.45	6.52
Prueba defensiva	$PD = \frac{Efectivo}{PasivoCorriente}$	1.04	0.16	0.21
Intervalo básico defensivo	$IBD = \frac{EyE + IT + CxC}{(CV + GOperativos) / 365}$	204.88	51.10	154.57

Gráfica N° 1 Razones de liquidez



¹⁶ Sánchez, Inocencio. Año 2006. "Finanzas para ejecutivos no financieros". Valencia. Disponible en: www.inosanchez.com. Citado el 10 de agosto de 2011.

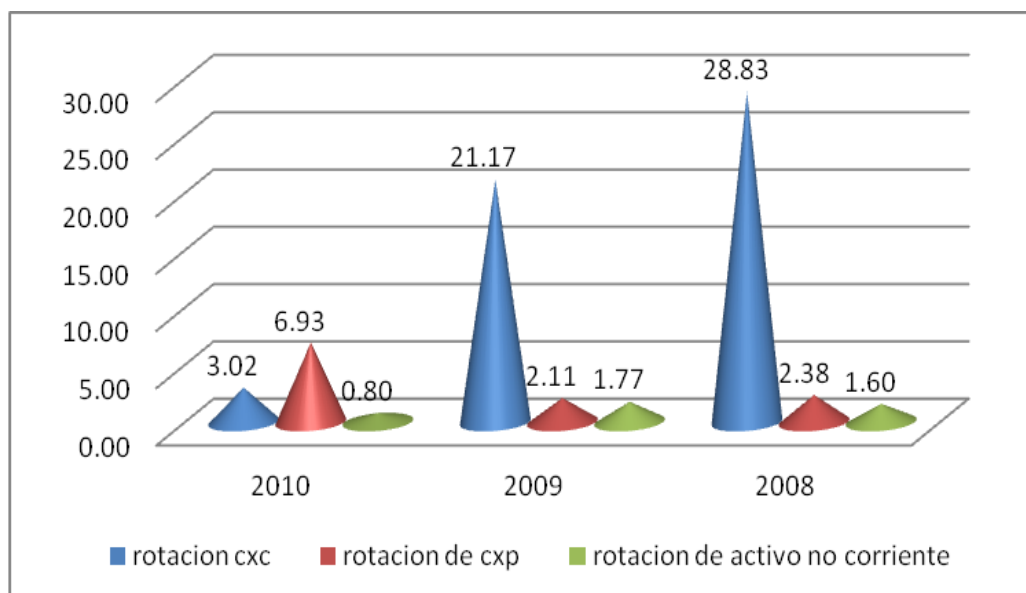
Se observa la capacidad que tiene la empresa CDC, S.A. DE C.V. en el cumplimiento de sus obligaciones a corto plazo con los fondos que posee, debido a la falta de inversiones temporales la razón del ácido con la prueba defensiva muestran los mismos valores de 6.52 para el 2008, 0.45 para el 2009 y 1.36 para el 2010 se ve una fluctuación en los valores llegando a un fondo limitado en el 2009 pero aún así con las adversidades se llega a restablecer en el 2010 aumentando su capacidad de pago en 91%, se considera aceptable si este está entre 1 y 2, en la prueba del intervalo básico defensivo muestra el mismo comportamiento que la razón corriente, superando en 103 días la capacidad de cumplir con las obligaciones de los fondos que posee sin necesidad de recurrir a la venta.

B). Índices de actividad

Cuadro N° 6 Índices de actividad

RAZONES DE ACTIVIDAD	2008	2009	2010
Rotación de cuentas por cobrar $RCC = \frac{Ventas}{Cx C}$	28.83	21.17	3.02
Periodo promedio de cobro $PPC = \frac{Cx C(365)}{Ventas}$	12.66	17.24	120.85
Rotación de cuentas por pagar $RCP = \frac{Compras}{Cx P}$	2.38	2.11	6.93
Periodo promedio de pago $PPP = \frac{Cx P(365)}{Compras}$	153.66	172.96	52.64
Rotación de activo total $RAT = \frac{VentasNetas}{ActivoTotal}$	0.19	0.20	0.15
Rotación de activos no corrientes $RANF = \frac{VN}{AFijo}$	1.60	1.77	0.80

Gráfica N° 2 Índices de actividad



La empresa CDC, S.A. de C.V. en los últimos tres años no ha realizado proyectos que le generen una rotación de inventario, sino que está en recuperación de los ingresos por lo que la evaluación está centrada en los periodos de cobros como de pagos, en la rotación de cuentas por cobrar para el año 2010 respecto al 2009 ha disminuido en 18.15 veces, junto al análisis promedio, se verifica que ha aumentado los días en la recuperación, para el 2009 se cobraban los fondos en menos de un mes y en el 2010 en más de 4 meses, ésta es una situación crítica por ello se pretende realizar una inversión analizando las diferentes fuentes de financiamiento y una evaluación de factores internos como externos.

Existe una relación directa de las actividades de la empresa entre cobros y pagos en tiempos favorablemente largos debido a la escasa generación de obligaciones, en el 2008 la rotación es de 1.60 en promedio 153.66 y en el 2010 el pago en promedio es de 52.64 lo que significa el mayor aprovechamiento de los créditos otorgados por nuestros proveedores realizando pagos de discontinuadas veces al año.

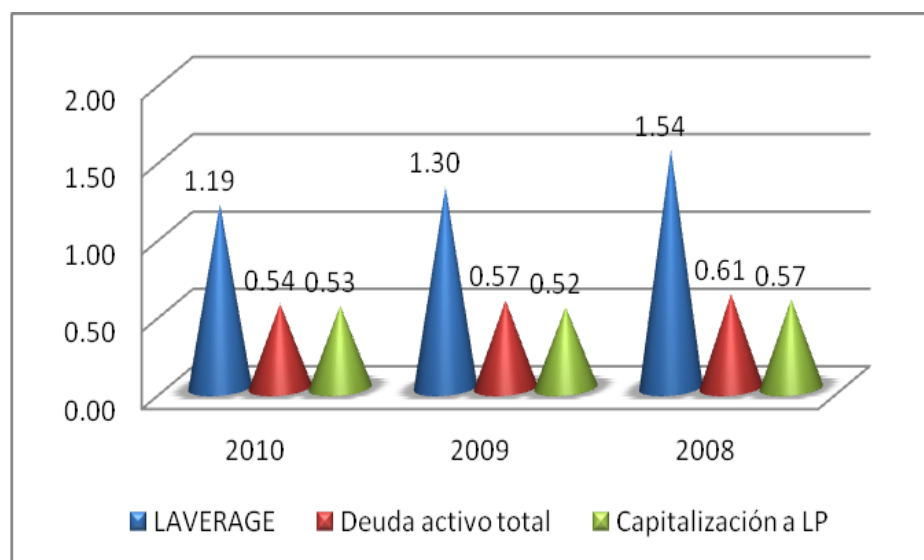
En la rotación del activo total y del activo no corriente, se observa poca variación disminuyendo en 0.05 en el 2010 respecto al 2009, por lo que el activo del cual se ha invertido genera poco rendimiento y no se está produciendo rentabilidad del activo que posee la empresa, con el activo fijo el rendimiento de tener maquinaria, vehículos y edificaciones, entre otros disminuyó en 0.97 más de lo que debería, por lo que una nueva inversión daría auge a los rendimientos.

C. Índices de deuda

Cuadro N° 7 Razones de deuda

RAZONES DE DEUDA		2008	2009	2010
Razón de deuda a capital	$LAVERAGE = \frac{PasivoTotal}{Capital}$	1.54	1.30	1.19
Razón de deuda activo total	$DA = \frac{PasivoTotal}{ActivoTotal}$	0.61	0.57	0.54
Razón de capitalización a largo plazo	$RCLP = \frac{PnoCorriente}{PnoCorriente + Capital}$	0.57	0.52	0.53

Gráfica N° 3 Indicadores de deuda



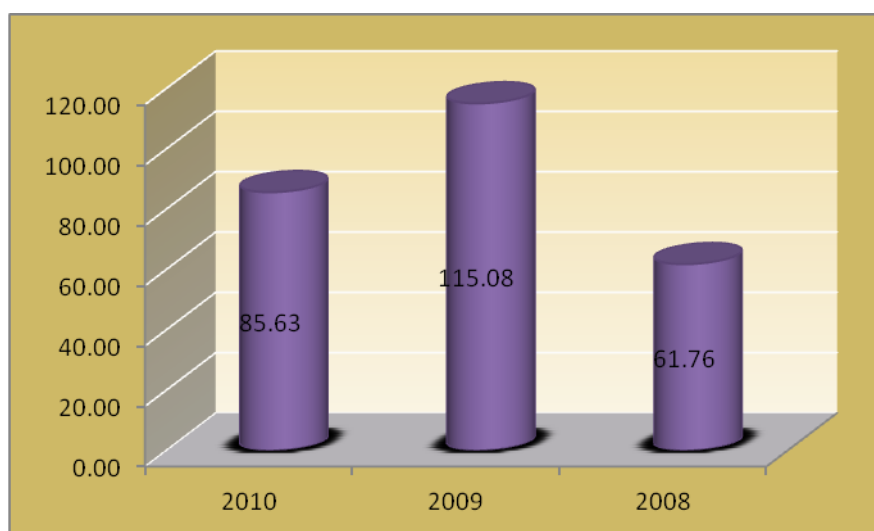
El análisis de LAVERAGE, muestra que la empresa por cada dólar que posee en su capital genera una deuda de 1.19 en el año 2010, las relaciones entre estos análisis vienen dados según la actividad que la CDC ha tenido en estos últimos tres años, con respecto a la deuda del activo total muestra que cada dólar que debe puede pagarlo y con un excedente de 0.61 para el 2008, 0.57 para el 2009 y para el 2010 de 0.54.

D). Índices de cobertura

Cuadro N° 8 Razón de cobertura

RAZON DE COBERTURA		2008	2009	2010
Razón de cobertura de intereses				
$RCI = \frac{Utilidad\ Antes\ de\ Intereses\ e\ Im\ puestos}{Intereses\ Pagados}$		61.76	115.08	85.63

Gráfica N° 4 Razón de cobertura



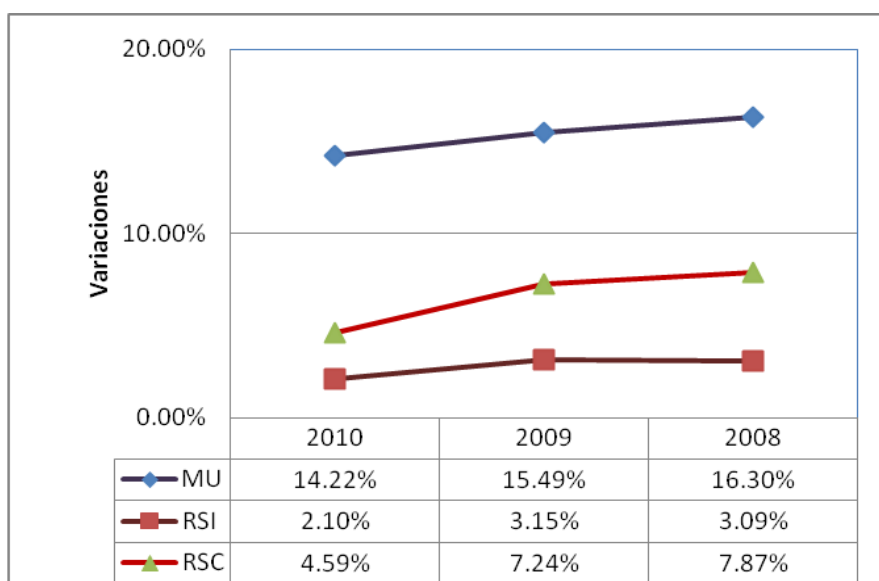
Esta razón muestra que para el 2010 existe un equilibrio respecto a los dos años anteriores debido que la empresa tiene un 85.63 veces la capacidad de pago de los intereses contraídos en el ejercicio lo que es relativamente bueno, porque entre menor sea esta razón mayor es el riesgo de iliquidez, en el 2009 muestra una tendencia bastante buena aunque disminuyó no deja de ser atractivo para la empresa.

E). Indicadores de rentabilidad

Cuadro N° 9 Indicadores de rentabilidad

INDICADORES DE RENTABILIDAD		2008	2009	2010
Margen de utilidad neta s/ventas	$MU = \frac{UtilidadNeta}{VentasNetas}$	16.30%	15.49%	14.22%
Rendimiento sobre la inversión	$RSI = \frac{UtilidadNeta}{ActivoTotal}$	3.09%	3.15%	2.10%
Rendimiento sobre el capital	$RSC = \frac{UtilidadNeta}{Capital}$	7.87%	7.24%	4.59%

Gráfica N° 5 Indicadores de rentabilidad



Como se observa las ventas de la empresa para el 2010 y 2009, generaron el 14.22 y 15.49% de utilidad respectivamente, también existe una disminución de 1.27%, lo que se interpreta que todos los indicadores de rentabilidad bajan cada año, con los activos totales también se disminuyó en 1.05%.

Con el índice de rendimiento sobre el capital es de 4.59% para el 2010 y para el 2009 de 7.24% esta interpretación permite apreciar que se disminuye el rendimiento de los inversionistas en 2.65%, en esta transición no es muy variado respecto al año 2008 con el 2009.

ANÁLISIS HORIZONTAL

Cuadro N° 10 Balance General: Análisis horizontal

CDC, S.A. DE C.V.				
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA AL 31 DE DICIEMBRE DE 2010				
(EXPRESADO EN DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA)				
AÑOS	2010	2009	VARIACION	%
ACTIVOS				
ACTIVOS CORRIENTES	\$ 10,030,983.03	\$ 2,645,757.00	\$ 7,385,226.03	73.62%
Efectivo y equivalentes	\$ 326,194.50	\$ 943,102.50	\$ (616,908.00)	-189.12%
Cuentas y doc. por cobrar	\$ 3,097,638.00	\$ 616,755.00	\$ 2,480,883.00	80.09%
Gastos pagados por anticipado	\$ 442,360.50	\$ 1,082,952.00	\$ (640,591.50)	-144.81%
Depósitos en garantía	\$ 2,947.50	\$ 2,947.50	\$ -	0.00%
Obras en proceso a C.P.	\$ 6,161,842.53	\$ -	\$ 6,161,842.53	100.00%
ACTIVOS NO CORRIENTES	\$ 53,356,669.61	\$ 61,668,532.71	\$ (8,311,863.10)	-15.58%
Propiedad, planta y equipo	\$ 11,622,538.64	\$ 7,359,000.21	\$ 4,263,538.43	36.68%
Propiedades de Inversión	\$ 352,311.00	\$ 352,311.00	\$ -	0.00%
Obras en proceso a L.P.	\$ 40,999,564.47	\$ 53,601,037.50	\$ (12,601,473.03)	-30.74%
Inversiones Permanentes	\$ 382,255.50	\$ 356,184.00	\$ 26,071.50	6.82%
TOTAL ACTIVOS	\$ 63,387,652.64	\$ 64,314,289.71	\$ (926,637.07)	-1.46%
PASIVOS				
PASIVOS CORRIENTES	\$ 1,538,244.00	\$ 5,825,248.50	\$ (4,287,004.50)	-278.69%
Cuentas y doc. por pagar	\$ 1,084,641.00	\$ 4,823,628.00	\$ (3,738,987.00)	-344.72%
Préstamos y sobregiros bancarios a C.P.	\$ 117,906.00	\$ 30,325.50	\$ 87,580.50	74.28%
Impuestos por pagar	\$ 232,918.50	\$ 271,002.00	\$ (38,083.50)	-16.35%
Retenciones y descuentos	\$ 65,715.00	\$ 75,999.00	\$ (10,284.00)	-15.65%
Ingresos anticipados	\$ 37,063.50	\$ 624,294.00	\$ (587,230.50)	-1584.39%
PASIVOS NO CORRIENTES	\$ 32,873,526.00	\$ 30,550,879.50	\$ 2,322,646.50	7.07%
Préstamos bancarios L/P	\$ 19,193,512.50	\$ 26,760,243.00	\$ (7,566,730.50)	-39.42%
Otros préstamos no bancarios L/P	\$ 13,680,013.50	\$ 3,790,636.50	\$ 9,889,377.00	72.29%
PATRIMONIO NETO DE LOS ACCIONISTAS	\$ 28,975,882.64	\$ 27,938,161.71	\$ 1,037,720.93	3.58%
Capital social	\$ 25,285,795.50	\$ 25,285,795.50	\$ -	0.00%
Reserva legal	\$ 1,318,351.92	\$ 1,225,235.19	\$ 93,116.73	7.06%
Utilidades acumuladas	\$ 1,427,131.02	\$ -	\$ 1,427,131.02	100.00%
Utilidades del ejercicio	\$ 944,604.20	\$ 1,427,131.02	\$ (482,526.82)	-51.08%
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	\$ 63,387,652.64	\$ 64,314,289.71	\$ (926,637.07)	-1.46%

Cuadro N° 11 Estado de resultado: Análisis horizontal

CDC, S.A. DE C.V.				
ESTADO DE RESULTADOS DEL 1° DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2010				
(EXPRESADO EN DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA)				
	2010	2009	VARIACION	%
VENTAS	\$ 9,355,929.00	\$ 13,057,780.50	\$ (3,701,851.50)	-39.57%
MENOS:				
COSTO DE VENTAS	\$ 7,520,268.00	\$ 10,179,417.00	\$ (2,659,149.00)	-35.36%
UTILIDAD BRUTA	\$ 1,835,661.00	\$ 2,878,363.50	\$ (1,042,702.50)	-56.80%
MAS:				
OTROS PRODUCTOS				
Intereses bancarios	\$ 7,656.00	\$ 57,399.00	\$ (49,743.00)	-649.73%
Dividendos	\$ 67,050.00	\$ 66,033.00	\$ 1,017.00	1.52%
MENOS:				
GASTOS DE OPERACIÓN	\$ 564,592.50	\$ 961,516.50	\$ (396,924.00)	-70.30%
Gastos de administración y c. comercial	\$ 362,326.50	\$ 762,621.00	\$ (400,294.50)	-110.48%
Gastos de venta	\$ 202,266.00	\$ 198,048.00	\$ 4,218.00	2.09%
Gastos no deducibles	\$ -	\$ 847.50	\$ (847.50)	0.00%
GASTOS NO OPERACIONALES				
Gastos financieros	\$ 15,535.50	\$ 17,577.00	\$ (2,041.50)	-13.14%
UTILIDAD ANTES DE RESERVA E IMPUESTO	\$ 1,330,239.00	\$ 2,022,702.00	\$ (692,463.00)	-52.06%
(-) Reserva legal	\$ 93,116.73	\$ 141,589.14	\$ (48,472.41)	-52.06%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO	\$ 1,237,122.27	\$ 1,881,112.86	\$ (643,990.59)	-52.06%
(-) Impuesto sobre la renta	\$ 292,518.07	\$ 453,981.84	\$ (161,463.77)	-55.20%
UTILIDAD DEL EJERCICIO	\$ 944,604.20	\$ 1,427,131.02	\$ (482,526.82)	-51.08%

Si bien las cifras respecto al año anterior han sido positivas no se puede argumentar una situación adecuada para la entidad debido al gran volumen de obras en proceso que posee, por lo que requerirá de una estrategia para dinamizar los ciclos productivos de la entidad para reinversiones futuras, al igual que el efectivo las utilidades disminuyeron. El aumento en los activos no corrientes es considerable; por lo tanto es necesario generar dinámica en las finanzas para generar mayores utilidades a partir del manejo eficiente y eficaz de los recursos mediante el estudio de un proyecto de inversión que genere el movimiento de los activos estancados.

ANÁLISIS VERTICAL

Cuadro N° 12 Balance General: Análisis vertical

CDC, S.A. DE C.V.				
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA AL 31 DE DICIEMBRE DE 2010				
(EXPRESADO EN DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA)				
AÑOS	2010	VARIACION	2009	VARIACION
ACTIVOS				
ACTIVOS CORRIENTES	\$ 10,030,983.03	15.82%	\$ 2,645,757.00	4.11%
Efectivo y equivalentes	\$ 326,194.50	0.51%	\$ 943,102.50	1.47%
Cuentas y doc. por cobrar	\$ 3,097,638.00	4.89%	\$ 616,755.00	0.96%
Gastos pagados por anticipado	\$ 442,360.50	0.70%	\$ 1,082,952.00	1.68%
Depósitos en garantía	\$ 2,947.50	0.00%	\$ 2,947.50	0.00%
Obras en proceso a C.P.	\$ 6,161,842.53	9.72%	\$ -	0.00%
ACTIVOS NO CORRIENTES	\$ 53,356,669.61	84.18%	\$ 61,668,532.71	95.89%
Propiedad, planta y equipo	\$ 11,622,538.64	18.34%	\$ 7,359,000.21	11.44%
Propiedades de Inversión	\$ 352,311.00	0.56%	\$ 352,311.00	0.55%
Obras en proceso a L.P.	\$ 40,999,564.47	64.68%	\$ 53,601,037.50	83.34%
Inversiones Permanentes	\$ 382,255.50	0.60%	\$ 356,184.00	0.55%
TOTAL ACTIVOS	\$ 63,387,652.64	100.00%	\$ 64,314,289.71	100.00%
PASIVOS				
PASIVOS CORRIENTES	\$ 1,538,244.00	2.43%	\$ 5,825,248.50	9.06%
Cuentas y doc. por pagar	\$ 1,084,641.00	1.71%	\$ 4,823,628.00	7.50%
Préstamos y sobregiros bancarios a C.P.	\$ 117,906.00	0.19%	\$ 30,325.50	0.05%
Impuestos por pagar	\$ 232,918.50	0.37%	\$ 271,002.00	0.42%
Retenciones y descuentos	\$ 65,715.00	0.10%	\$ 75,999.00	0.12%
Ingresos anticipados	\$ 37,063.50	0.06%	\$ 624,294.00	0.97%
PASIVOS NO CORRIENTES	\$ 32,873,526.00	51.86%	\$ 30,550,879.50	47.50%
Préstamos bancarios L/P	\$ 19,193,512.50	30.28%	\$ 26,760,243.00	41.61%
Otros préstamos no bancarios L/P	\$ 13,680,013.50	21.58%	\$ 3,790,636.50	5.89%
PATRIMONIO NETO DE LOS ACCIONISTAS	\$ 28,975,882.64	45.71%	\$ 27,938,161.71	43.44%
Capital social	\$ 25,285,795.50	39.89%	\$ 25,285,795.50	39.32%
Reserva legal	\$ 1,318,351.92	2.08%	\$ 1,225,235.19	1.91%
Utilidades acumuladas	\$ 1,427,131.02	2.25%	\$ -	0.00%
Utilidades del ejercicio	\$ 944,604.20	1.49%	\$ 1,427,131.02	2.22%
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	\$ 63,387,652.64	100.00%	\$ 64,314,289.71	100.00%

Cuadro N° 13 Estado de resultado: Análisis vertical

CDC, S.A. DE C.V.				
ESTADO DE RESULTADOS DEL 1° DE ENERO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2010				
(EXPRESADO EN DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA)				
	2010	VARIACION	2009	VARIACION
VENTAS	\$ 9,355,929.00	100.00%	\$13,057,780.50	100.00%
MENOS:				
COSTO DE VENTAS	\$ 7,520,268.00	80.38%	\$10,179,417.00	77.96%
UTILIDAD BRUTA	\$ 1,835,661.00	19.62%	\$ 2,878,363.50	22.04%
MAS:				
OTROS PRODUCTOS				
Intereses bancarios	\$ 7,656.00	0.08%	\$ 57,399.00	0.44%
Dividendos	\$ 67,050.00	0.72%	\$ 66,033.00	0.51%
MENOS:				
GASTOS DE OPERACIÓN	\$ 564,592.50	6.03%	\$ 961,516.50	7.36%
Gastos de administración y c. comercial	\$ 362,326.50	3.87%	\$ 762,621.00	5.84%
Gastos de venta	\$ 202,266.00	2.16%	\$ 198,048.00	1.52%
Gastos no deducibles	\$ -	0.00%	\$ 847.50	0.01%
GASTOS NO OPERACIONALES				
Gastos financieros	\$ 15,535.50	0.17%	\$ 17,577.00	0.13%
UTILIDAD ANTES DE RESERVA E IMPUESTO	\$ 1,330,239.00	14.22%	\$ 2,022,702.00	15.49%
(-) Reserva legal	\$ 93,116.73	1.00%	\$ 141,589.14	1.08%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO	\$ 1,237,122.27	13.22%	\$ 1,881,112.86	14.41%
(-) Impuesto sobre la renta	\$ 292,518.07	3.13%	\$ 453,981.84	3.48%
UTILIDAD DEL EJERCICIO	\$ 944,604.20	10.10%	\$ 1,427,131.02	10.93%

La disminución en el financiamientos por préstamos respecto al año 2009 da la pauta para efectuar una estrategia de inversión y financiamiento debido a que las utilidades aumentaron en una proporción alta, así mismo el nivel de los activos no corrientes es aún alto y para que la entidad genere beneficios es necesario mejorar las operaciones financieras de la empresa CDC, S.A. de C.V.

2.3 CARACTERÍSTICAS DEL PROYECTO

Para finales del ejercicio 2011 se ha identificado la oportunidad de inversión en una urbanización de zona rústica ubicada en Cantón el Salitre al norte de El Salvador en la jurisdicción del municipio de Nejapa, cuenta con extensiones de terreno adecuadas para la ejecución de un proyecto inmobiliario con las siguientes características:

PROYECTO: Urbanización Nueva Nejapa.

MEDIDAS: Área de 100mts². Terreno por casa.

UBICACIÓN: Cantón el Salitre Quinta Adelaida kilómetro carretera a Quezaltepeque km. 13, municipio de Nejapa, San Salvador.

TIPO: Urbanización.

CONDICIÓN: Rústica.

DETALLES: cuenta con viviendas de carácter rural, vegetación y cultivos agrícolas; así mismo está ubicado en carretera a Chalatenango.

COSTO TOTAL DEL PROYECTO: \$ 4.500,000.00

DURACIÓN DE OBRA: 11 meses.

UNIDADES A PRODUCIR: 250 casas de 2 cuartos, sala, ½ comedor y ½ cocina, 1 baño.

VENTAS: Se realizó el contrato con el Fondo Social para la Vivienda que se venderán las casas en \$ 30,800.00 cada una, haciendo un total de \$ 7,700,000.00. Recibiendo ingresos cada año de de la siguiente manera:

Cuadro N° 14 - Venta Anual

VENTA ANUAL FIJA*	
2012	\$ 4,000,000.00
2013	\$ 1,500,000.00
2014	\$ 1,100,000.00
2015	\$ 1,100,000.00
TOTAL	\$ 7,700,000.00

Realizado por grupo de trabajo - De acuerdo al contrato con el FSV.

Se estima una inversión de \$4,500,000.00 por lo que se establece utilizar dos tipos de financiamiento para esta inversión, el de fondos propios y una fuente externa, los accionistas esperan una tasa de rendimiento del 15.00%.

2.4 ANÁLISIS DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO

2.4.1 Análisis con emisión de acciones

Los accionistas de la sociedad CDC, S.A. de C.V. aprueban por unanimidad a través de acta de asamblea extraordinaria de junta general de accionistas con fecha 02 de agosto de 2011, el aumento del capital variable en base a efectivo del aporte de cada uno de los socios por un total de \$4,000,000.00, que es el 88.89% del proyecto Urbanización Nuevo Nejapa, el cual tiene un costo de \$ 4.5 millones de dólares. Por lo tanto se registra en el Libro de Registro de Accionistas de la siguiente manera:

Cuadro N° 15: Detalle de composición de acciones de la empresa actual

DETALLE DE COMPOSICION DE ACCIONES Y CAPITAL SOCIAL ACTUAL								
ACCIONISTAS	CAPITAL MINIMO			CAPITAL VARIABLE			ACCIONES	CAPITAL SOCIAL
	ACCIONES	VALOR ACCION	CAPITAL MINIMO	ACCIONES	VALOR ACCION	CAPITAL VARIABLE		
Jose Heriberto Cortez	5428.55	\$12.00	\$65,142.60	416001.38	\$12.00	\$4,992,016.50	421,430	\$5,057,159.10
María Teresa de Cortez	5428.55	\$12.00	\$65,142.60	416001.38	\$12.00	\$4,992,016.50	421,430	\$5,057,159.10
Alma Eugenia Cortez Moran	5428.55	\$12.00	\$65,142.60	416001.38	\$12.00	\$4,992,016.50	421,430	\$5,057,159.10
Egidio Barahona Cortez Moran	5428.55	\$12.00	\$65,142.60	416001.38	\$12.00	\$4,992,016.50	421,430	\$5,057,159.10
Blanca Alicia Cortez de Castillo	5428.55	\$12.00	\$65,142.60	416001.38	\$12.00	\$4,992,016.50	421,430	\$5,057,159.10
TOTALES	27,142.75		\$325,713.00	2,080,006.88		\$24,960,082.50	2,107,150	\$25,285,795.50

Cuadro N° 16: Detalle de composición de acciones de la empresa con aumento

DETALLE DE COMPOSICION DE ACCIONES Y CAPITAL SOCIAL CON AUMENTO								
ACCIONISTAS	CAPITAL MINIMO			CAPITAL VARIABLE			ACCIONES	CAPITAL SOCIAL
	ACCIONES	VALOR ACCION	CAPITAL	ACCIONES	VALOR ACCION	CAPITAL VARIABLE		
Jose Heriberto Cortez	5428.55	\$12.00	\$65,142.60	482668.04	\$12.00	\$5,792,016.49	488,097	\$5,857,159.09
María Teresa de Cortez	5428.55	\$12.00	\$65,142.60	482668.04	\$12.00	\$5,792,016.49	488,097	\$5,857,159.09
Alma Eugenia Cortez Moran	5428.55	\$12.00	\$65,142.60	482668.04	\$12.00	\$5,792,016.50	488,097	\$5,857,159.10
Egidio Barahona Cortez Moran	5428.55	\$12.00	\$65,142.60	482668.04	\$12.00	\$5,792,016.50	488,097	\$5,857,159.10
Blanca Alicia Cortez de Castillo	5428.55	\$12.00	\$65,142.60	482668.04	\$12.00	\$5,792,016.50	488,097	\$5,857,159.10
TOTALES	27,142.75		\$325,713.00	2,413,340.21		\$28,960,082.50	2,440,483	\$29,285,795.50

Al definir el porcentaje, valor y número de acciones, se conoce cuanto le corresponde a cada accionista de los dividendos por pagar durante los próximos tres años. Los socios esperan pagar

utilidades acumuladas y del presente año, del 2012 al 2014 en base a estados financieros proyectados (anexo 6), del cual se reparte de la siguiente manera:

Cuadro N° 17: Dividendos por pagar proyectados

	Porcentaje	2012	2013	2014
Jose Heriberto Cortez	20%	\$414,347.04	\$265,050.00	\$167,400.00
María Teresa de Cortez	20%	\$414,347.04	\$265,050.00	\$167,400.00
Alma Eugenia Cortez Moran	20%	\$414,347.04	\$265,050.00	\$167,400.00
Egidio Barahona Cortez Moran	20%	\$414,347.04	\$265,050.00	\$167,400.00
Blanca Alicia Cortez de Castillo	20%	\$414,347.04	\$265,050.00	\$167,400.00
	100%	\$2,071,735.20	\$1,325,250.00	\$837,000.00

Fuente: realizado por grupo de trabajo

FLUJO PROYECTADO DEL INVERSIONISTA POR EMISION DE ACCIONES

DETALLE/AÑOS	0	1	2	3	4	5
Detalle de Inversión	\$ (4,500,000.00)					
Ingresos		\$ 4,000,000.00	\$ 1,500,000.00	\$ 1,100,000.00	\$ 1,100,000.00	\$ -
Gastos Operativos		\$ 16,937.78	\$ 17,445.91	\$ 17,969.29	\$ 18,508.36	\$ 19,063.61
Utilidad/Pérdida Antes de ISR		\$ 3,983,062.22	\$ 1,482,554.09	\$ 1,082,030.71	\$ 1,081,491.64	\$ (19,063.61)
Impuesto sobre la renta		\$ 926,061.97	\$ 344,693.83	\$ 251,572.14	\$ 251,446.81	\$ -
Flujo del proyecto/inversionista	\$ (4,500,000.00)	\$ 3,057,000.25	\$ 1,137,860.26	\$ 830,458.57	\$ 830,044.83	\$ (19,063.61)

TIR DEL INVERSIONISTA 15.44%

VAN DEL INVERSIONISTA \$ 29,789.76

TIR	VAN
\$ (4,500,000.00)	\$ (4,500,000.00)
\$ 3,057,000.25	\$ 3,057,000.25
\$ 1,137,860.26	\$ 1,137,860.26
\$ 830,458.57	\$ 830,458.57
\$ 830,044.83	\$ 830,044.83
\$ (19,063.61)	\$ (19,063.61)
15.44%	\$ 29,789.76

2.4.2 Análisis con instituciones financieras locales

DURACIÓN DEL FINANCIAMIENTO: 5 Años.

ENTREGA DEL CRÉDITO: Según avance de obra.

TASA DE FINANCIAMIENTO: 7.58%

Cuadro N° 18: Resumen de la composición de la deuda

CALCULO DE INTERES Y CAPITAL			
Banco Salvadoreño, S.A.			
AÑOS	INTERESES	CAPITAL	TOTALES
1	\$ 279,764.90	\$ 683,882.43	\$ 963,647.33
2	\$ 226,087.20	\$ 737,560.13	\$ 963,647.33
3	\$ 168,196.36	\$ 795,450.98	\$ 963,647.33
4	\$ 105,761.68	\$ 857,885.65	\$ 963,647.33
5	\$ 38,426.52	\$ 925,220.81	\$ 963,647.33
TOTAL	\$ 818,236.66	\$ 4,000,000.00	\$ 4,818,236.66

Fuente: Elaboración del grupo de trabajo

FLUJO PROYECTADO DEL INVERSIONISTA POR INSTITUCIONES BANCARIAS

DETALLE/AÑOS	0	1	2	3	4	5
Detalle de Inversión	\$ (4,500,000.00)					
Ingresos		\$ 4,000,000.00	\$ 1,500,000.00	\$ 1,100,000.00	\$ 1,100,000.00	\$ -
Gastos Operativos		\$ 16,937.78	\$ 17,445.91	\$ 17,969.29	\$ 18,508.36	\$ 19,063.61
(-) Costos por comisión de financ.		\$ 40,000.00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
(-) Pago de interés		\$ 279,764.90	\$ 226,087.20	\$ 168,196.36	\$ 105,761.68	\$ 38,426.52
Utilidad/Pérdida Antes de ISR		\$ 3,663,297.32	\$ 1,256,466.89	\$ 913,834.35	\$ 975,729.96	\$ (57,490.13)
ISR		\$ 851,716.63	\$ 292,128.55	\$ 212,466.49	\$ 226,857.22	\$ -
(+) Costos por comisión de financ.		\$ 40,000.00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
(+) Pago de interés		\$ 279,764.90	\$ 226,087.20	\$ 168,196.36	\$ 105,761.68	\$ 38,426.52
Flujo del proyecto	\$ (4,500,000.00)	\$ 3,131,345.59	\$ 1,190,425.54	\$ 869,564.22	\$ 854,634.42	\$ (19,063.61)
Emisión						
(-)Costos Fijos y Variables		\$ 40,000.00	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
(-) Pago de interés		\$ 279,764.90	\$ 226,087.20	\$ 168,196.36	\$ 105,761.68	\$ 38,426.52
(-) Pago de capital	\$ 4,000,000.00	\$ 683,882.43	\$ 737,560.13	\$ 795,450.98	\$ 857,885.65	\$ 925,220.81
FLUJO DEL INVERSIONISTA	\$ (500,000.00)	\$ 2,127,698.26	\$ 226,778.21	\$ (94,083.11)	\$ (109,012.91)	\$ (982,710.94)

fuente interna + fuente externa

$$WACC = (11.11\%)(15\%) + (88.89\%)(7.58\%)$$

TASA DE DESCUENTO 8.40%

TIR DEL PROYECTO 17.55%

VAN DEL PROYECTO \$ 690,296.72

TIR DEL INVERSIONISTA -12.33%

VAN DEL INVERSIONISTA \$ 908,878.63

TIR	VAN	TIR	VAN
\$ (4,500,000.00)	\$ (4,500,000.00)	\$ (500,000.00)	\$ (500,000.00)
\$ 3,131,345.59	\$ 3,131,345.59	\$ 2,127,698.26	\$ 2,127,698.26
\$ 1,190,425.54	\$ 1,190,425.54	\$ 226,778.21	\$ 226,778.21
\$ 869,564.22	\$ 869,564.22	\$ (94,083.11)	\$ (94,083.11)
\$ 854,634.42	\$ 854,634.42	\$ (109,012.91)	\$ (109,012.91)
\$ (19,063.61)	\$ (19,063.61)	\$ (982,710.94)	\$ (982,710.94)
17.55%	\$ 690,296.72	-12.33%	\$ 908,878.63

La tasa de descuento se utiliza para el cálculo del VAN del Proyecto, y para el Inversionista el 15% esperado.

2.4.3 Análisis con emisión de bonos

Como empresa la compañía CDC, S.A. DE C.V. decide incursionar en la Bolsa de Valores para emitir bonos (certificado de inversión), se suscribe con la casa corredora de bolsa "Servicios Generales Bursátiles S.A. DE C.V.", luego de inscribirse como emisor ante la Bolsa de Valores con la autorización de la Superintendencia de Sistema Financiero se procede a la evaluación de las características con la que contará el proceso de la emisión de bonos estableciendo la tasa de emisión, el tiempo a emitir, la garantía otorgada a través de un contrato de fianza (anexo 8 y 9) y la calificación de riesgo, (anexo 10) que depende de la gestión y calidad de la empresa que le ha otorgado la calificadora de riesgo Pacific Credit Rating, S.A. DE C.V. (En El Salvador operan 4 calificadoras de riesgo: Fitch, S.A., Equilibrium, Pacific Credit Ratings, y Global Venture.¹⁷)

La empresa decide emitir los bonos con las siguientes características:

CARACTERISTICAS DE LA EMISION DE BONOS		
Valor del Certificado de Inversión	\$4,000,000.00	
Tasa	6%	Anual fijo
Plazo de la emisión	5	años
Fecha de emisión	02/12/2011	

Detalle de costos inicial y anual:

Costos iniciales	\$	13,181.00
Casa corredora (mercado primario) SGB	\$	5,650.00
Bolsa de valores (mercado primario)	\$	5,000.00
CEDEVAL (comisión por depósitos)	\$	515.00
CEDEVAL (comisión por transferencia)	\$	40.00
Inscripción de emisor SV	\$	100.00
Inscripción de participantes+tarifa custodia (CEDEVAL)	\$	256.00
Registro Emisión en Registro Público Bursátil	\$	1,000.00
Retiro de valores (CEDEVAL)	\$	200.00
Comisión por principal de emisiones CEDEVAL	\$	400.00
Cobro del principal de valores emitidos por BCR	\$	20.00
Costos iniciales fijos	\$	5,395.00
Inscripción emisión en BVES	\$	250.00
Presentación de inscripción a BVES- Casa Corredora	\$	1,145.00
Servicios Notariales	\$	4,000.00

¹⁷ Bolsa de Valores de El Salvador, "Las Calificadoras de Riesgo", www.bves.com.sv, consultado el 07 de noviembre de 2011.

Costos periódicos fijos	
Clasificación de riesgos	\$ 7,000.00
Servicios electrónicos (CEDEVAL)	\$ 300.00
Cuota anual por participante (CEDEVAL)	\$ 300.00
Inscripción/Renovación BVES	\$ 575.00
Comisiones CASA CORREDORA DE BOLSA	
Comisión por administración SGB	\$ 60,000.00

Fuente: Realizado por equipo de trabajo

FLUJO PROYECTADO DEL INVERSIONISTA POR BONOS

DETALLE/AÑOS	0	1	2	3	4	5
Detalle de Inversión	\$ (4,500,000.00)					
Ingresos		\$ 4,000,000.00	\$ 1,500,000.00	\$ 1,100,000.00	\$ 1,100,000.00	\$ -
Gastos Operativos		\$ 16,937.78	\$ 17,445.91	\$ 17,969.29	\$ 18,508.36	\$ 19,063.61
Costos por financiamiento		\$ 86,751.00	\$ 68,175.00	\$ 68,175.00	\$ 68,175.00	\$ 68,400.00
Pago de interés		\$ 240,000.00	\$ 240,000.00	\$ 240,000.00	\$ 240,000.00	\$ 240,000.00
Utilidad/Pérdida Antes de ISR		\$ 3,656,311.22	\$ 1,174,379.09	\$ 773,855.71	\$ 773,316.64	\$ (327,463.61)
ISR		\$ 850,092.36	\$ 273,043.14	\$ 179,921.45	\$ 179,796.12	\$ -
(+) Pago de interés y Costos		\$ 326,751.00	\$ 308,175.00	\$ 308,175.00	\$ 308,175.00	\$ 308,400.00
Flujo del proyecto	\$ (4,500,000.00)	\$ 3,132,969.86	\$ 1,209,510.95	\$ 902,109.26	\$ 901,695.52	\$ (19,063.61)
Emisión						
(-)Costos Fijos y Variables		\$ 86,751.00	\$ 68,175.00	\$ 68,175.00	\$ 68,175.00	\$ 68,400.00
(-) Pago de interés		\$ 240,000.00	\$ 240,000.00	\$ 240,000.00	\$ 240,000.00	\$ 240,000.00
(-) Pago de capital	\$ 4,000,000.00					\$ 4,000,000.00
FLUJO DEL INVERSIONISTA	\$ (500,000.00)	\$ 2,806,218.86	\$ 901,335.95	\$ 593,934.26	\$ 593,520.52	\$ (4,327,463.61)

fuerza interna + fuerza externa
 $WACC = (11.11\%)(15\%) + (88.89\%)(6\%)$

TASA DE DESCUENTO 7.00%

TIR DEL PROYECTO 18.45%
 VAN DEL PROYECTO \$ 895,149.18

TIR DEL INVERSIONISTA -0.51%
 VAN DEL INVERSIONISTA \$ 1,200,084.26

TIR	VAN	TIR	VAN
\$ (4,500,000.00)	\$ (4,500,000.00)	\$ (500,000.00)	\$ (500,000.00)
\$ 3,132,969.86	\$ 3,132,969.86	\$ 2,806,218.86	\$ 2,806,218.86
\$ 1,209,510.95	\$ 1,209,510.95	\$ 901,335.95	\$ 901,335.95
\$ 902,109.26	\$ 902,109.26	\$ 593,934.26	\$ 593,934.26
\$ 901,695.52	\$ 901,695.52	\$ 593,520.52	\$ 593,520.52
\$ (19,063.61)	\$ (19,063.61)	\$ (4,327,463.61)	\$ (4,327,463.61)
18.45%	\$ 895,149.18	-0.51%	\$ 1,200,084.26

La tasa de descuento se utiliza para el cálculo del VAN del Proyecto, y para el Inversionista el 15% esperado.

2.4.4 Análisis con titularización

Se efectúa proceso completo de titularización en anexo 12 y según detalle siguiente:

Monto Estimado Inversión: 4 Millones de dólares norteamericanos.

Tipo de Financiamiento: Titularización de Activo

Duración: 5 años.

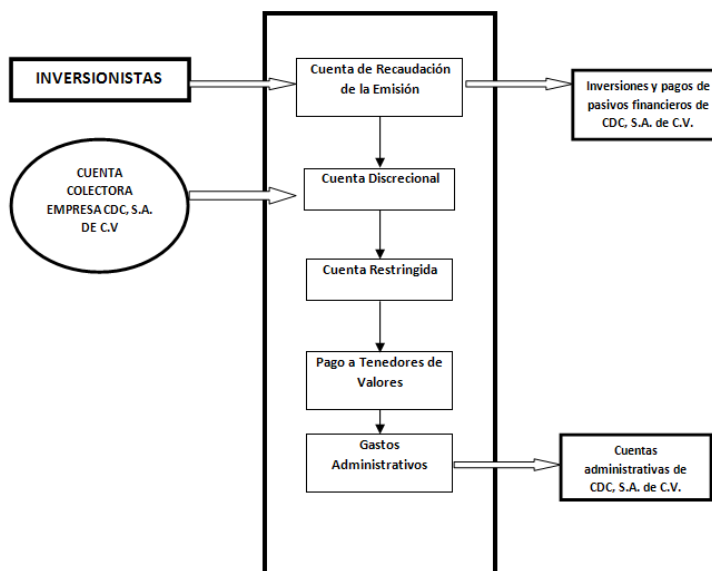
Detalle de construcciones en proceso al 31 de diciembre de 2010:

CONSTRUCCIONES EN PROCESO	VALORES	DURACIÓN
Proyecto Luminoso	\$ 11,790,351.75	8 años
Proyecto Nuevo Sol	\$ 13,488,743.71	7 años
Proyecto Nuevo Cuscatlán	\$ 6,161,842.53	5 años
Proyecto la Hacienda Fina	\$ 15,720,469.00	6.5 años
TOTAL DE PROYECTOS	\$ 47,161,407.00	

Se contacta al ejecutivo Carlos Beltrán de la titularizadora Hencorp Valores, S.A. Titularizadora, y se inicia proceso de titularización por sugerencia de éste se optó por la titularización del flujos futuros del proyecto en ejecución que concluirá en el mes de Febrero de 2012 el Proyecto Nuevo Cuscatlán el cual generará ingresos por venta de apartamentos y debe ser aprobado con una excelente calificación por la Calificadora de Riesgo Pacific Credit Rating, S.A. de C.V., ya que depende en gran medida para los inversionistas de la calidad del título-valor a enagenar. Así mismo se contacta con la casa corredora de bolsa que es Servicios Generales Bursátiles, S.A. de C.V. la cual resguarda los intereses del inversionista, quien estará presente durante todo el proceso verificando que los activos sean vendidos y trasladados al Fondo de Titularización, así mismo velara para que se cumplan las condiciones estipuladas en las emisiones para recibir lo acordado en las mismas.

Se realizarán 60 cesiones de flujos hacia el Fondo de Titularización por parte del Originador (CDC, S.A. de C.V.) con un monto total a ceder de \$4,639,872.37. Los ingresos cedidos estarán comprometidos por Ingresos por venta de apartamentos Nuevo Cuscatlán.

Figura N° 3 Mecanismo para asignación de flujos



Los ingresos por flujos futuros serán recibidos por la cuenta discrecional, a continuación mantendrán los siguientes destinos en orden de prelación:

- Abono a Cuenta Restringida con el objetivo de mantener una cuota mínima de intereses y principal, únicamente cuando esto haga falta.
- Pago de obligaciones a favor de Tenedores de Valores
- Pago de comisiones a la Sociedad Titularizadora
- Pago de saldo de costos y gastos adeudados a terceros
- Cualquier remanente se devolverá al Originador.

Hencorp Valores, S.A., Titularizadora emite Valores de Titularización – Títulos de Deuda con cargo al:

FONDO DE TITULARIZACIÓN - HENCORP VALORES - CDC01 - FTHVCDC01

Por un monto de:

US\$ 4,000,000.00

El Fondo de Titularización - Hencorp Valores - CDC 01 – FTHVCDC01 – se crea con el fin de titularizar los derechos sobre Flujos Financieros Futuros provenientes de venta de apartamentos del proyecto Nuevo Cuscatlán percibido por CDC, S.A. DE C.V.. Principales Características:

Monto de la Emisión:	Hasta US\$ 4,000,000.00
Valor Mínimo y múltiplos de contratación de anotaciones electrónicas de valores en cuenta:	Cien (US\$ 100.00) y Múltiplos de cien dólares de los Estados Unidos de América (US\$ 100.00)
Clase de Valor :	Valores de Titularización - Títulos de Deuda con Cargo al Fondo de Titularización - Hencorp Valores – CDC 01 representado por anotaciones electrónicas de valores en cuenta
Moneda de negociación:	Dólares de los Estados Unidos de América
Plazo de la emisión	La emisión de Valores de Titularización - Títulos de Deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tendrá un plazo de sesenta meses para VTHVCDC 01-Tramo 1.
Respaldo de la Emisión - Derechos sobre Flujos Financieros Futuros:	La cesión contractual de los derechos sobre los primeros flujos financieros futuros que en concepto de venta de apartamentos del proyecto Torre Nuevo Cuscatlán. También formará parte del respaldo de esta emisión, la denominada Cuenta Restringida de Hencorp Valores, S.A. Titularizadora, para el Fondo de Titularización - Hencorp Valores - CDC 01. Esta cuenta será administrada por Hencorp Valores S.A. Titularizadora. Este respaldo no deberá ser menor a las próximas dos cuotas de pago de intereses y principal de los Valores de Titularización.
Plazo de Negociación:	180 días calendario a partir de la fecha de la primera oferta pública, en cumplimiento del Art. 76 de la Ley de Titularización de Activos.
Tasa de Interés:	La Sociedad Titularizadora con Cargo al Fondo de Titularización, pagará intereses de forma mensual sobre el saldo de las anotaciones en cuenta de cada titular durante la vigencia de la emisión que se calcularán con base en el año calendario. La Tasa de Interés podrá ser fija. La tasa base o de referencia a utilizar será: la Tasa de Interés Básica Pasiva Promedio Ponderado, TIBP, a 180 días plazo publicada por el Banco Central de Reserva de El Salvador, la semana anterior a la primera negociación de un tramo o de su reajuste. A la tasa base se le sumará una sobretasa que será fija mientras se encuentre vigente el plazo de la emisión; dicha sobretasa no podrá ser menor de 0.01%

	mientras se encuentre vigente el plazo de la emisión.
Forma de Pago de Intereses:	Los intereses se pagarán de forma mensual y consecutiva.
Forma de Representación de los Valores:	Anotaciones electrónicas de Valores en cuenta en la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V.
Bolsa en la que se inscribe la emisión:	Bolsa de Valores de El Salvador, S.A. de C.V.
Forma de amortización de capital:	La forma de pago de capital será mensual en cuotas iguales o desiguales definida por la Titularizadora antes de la colocación.
Clasificación de Riesgo:	AA, Pacific Credit Ratings, S.A. (Con Información Financiera al 30/09/2011) AA-, Fitch Centroamérica, S.A. (Con Información Financiera al 30/09/2011) Corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía. El signo "-" indica un mayor nivel de riesgo dentro de una categoría de calificación.

Amortización por medio de Titularización:

Valor Titulo de Activo	\$4,000,000.00	
Tasa	6%	Anual fijo
Plazo de amortización	5	años
Fecha de inicio	02/01/2012	

El cálculo de la amortización por medio de titularización obtenida por la empresa Titularizadora Hencorp Valores, S.A. se detalla en el anexo n° 11, los cuales son trasladados al flujo de caja correspondiente.

Cuadro N° 20– Resumen de la composición con la titularización

CALCULO DE INTERES Y CAPITAL			
Hencorp Valores, S.A.			
AÑOS	INTERESES	CAPITAL	TOTALES
1	\$ 220,761.80	\$ 707,212.67	\$ 927,974.47
2	\$ 177,142.47	\$ 750,832.00	\$ 927,974.47
3	\$ 130,832.80	\$ 797,141.67	\$ 927,974.47
4	\$ 81,666.85	\$ 846,307.63	\$ 927,974.47
5	\$ 29,468.44	\$ 898,506.03	\$ 927,974.47
TOTAL	\$ 639,872.37	\$ 4,000,000.00	\$ 4,639,872.37

Fuente: Elaboración del grupo de trabajo

Detalle de Costos y Gastos:

Costos iniciales	\$	10,555.00
Casa corredora (mercado primario)	\$	4,000.00
Bolsa de valores (mercado primario)	\$	5,000.00
CEDEVAL (comisión por depósitos)	\$	515.00
CEDEVAL (comisión por transferencia)	\$	40.00
Registro Emisión en Registro Público Bursátil	\$	1,000.00
Costos iniciales fijos	\$	10,250.00
Inscripción emisión en BVES	\$	250.00
Presentación de inscripción a BVES- Casa Corredora	\$	1,000.00
Legales	\$	4,000.00
Papelería	\$	2,000.00
Comercialización	\$	3,000.00
Costos periódicos fijos, al detalle		
Clasificación de riesgos	\$	7,000.00
Perito valuador	\$	2,500.00
Inscripción/Renovación BVES	\$	575.00
Auditor Externo	\$	2,800.00
Representante de los Tenedores	\$	2,500.00
Publicaciones	\$	3,000.00
Comisiones Hencorp Valores		
Comisión por Administración HV anual	\$	-
Comisión por estructuración HV	\$	30,000.00

Fuente: Realizado por grupo de trabajo

FLUJO PROYECTADO DEL INVERSIONISTA POR TITULARIZACION

DETALLE/AÑOS	0	1	2	3	4	5
Detalle de Inversión	\$ (4,500,000.00)					
Ingresos		\$ 4,000,000.00	\$ 1,500,000.00	\$ 1,100,000.00	\$ 1,100,000.00	\$ -
Gastos Operativos		\$ 16,937.78	\$ 17,445.91	\$ 17,969.29	\$ 18,508.36	\$ 19,063.61
(-) Gastos de financiamiento		\$ 85,643.94	\$ 31,084.78	\$ 27,099.07	\$ 22,867.53	\$ 18,375.00
(-) Pago de interés		\$ 220,761.80	\$ 177,142.47	\$ 130,832.80	\$ 81,666.85	\$ 29,468.44
Utilidad/Pérdida Antes de ISR		\$ 3,676,656.48	\$ 1,274,326.84	\$ 924,098.84	\$ 976,957.26	\$ (66,907.05)
ISR		\$ 854,822.63	\$ 296,280.99	\$ 214,852.98	\$ 227,142.56	\$ -
(+) Gastos de financiamiento		\$ 85,643.94	\$ 31,084.78	\$ 27,099.07	\$ 22,867.53	\$ 18,375.00
(+) Pago de interés		\$ 220,761.80	\$ 177,142.47	\$ 130,832.80	\$ 81,666.85	\$ 29,468.44
Flujo del proyecto	\$ (4,500,000.00)	\$ 3,128,239.59	\$ 1,186,273.10	\$ 867,177.73	\$ 854,349.08	\$ (19,063.61)
Emisión						
(-)Costos Fijos y Variables		\$ 85,643.94	\$ 31,084.78	\$ 27,099.07	\$ 22,867.53	\$ 18,375.00
(-) Pago de interés		\$ 220,761.80	\$ 177,142.47	\$ 130,832.80	\$ 81,666.85	\$ 29,468.44
(-) Pago de capital	\$ 4,000,000.00	\$ 707,212.67	\$ 750,832.00	\$ 797,141.67	\$ 846,307.63	\$ 898,506.03
FLUJO DEL INVERSIONISTA	\$ (500,000.00)	\$ 2,114,621.18	\$ 227,213.85	\$ (87,895.81)	\$ (96,492.93)	\$ (965,413.08)

fFuente interna + fuente externa
 $WACC = (11.11\%)(15\%) + (88.89\%)(6\%)$
 TASA DE DESCUENTO 7.00%

TIR DEL PROYECTO 17.44% TIR DEL INVERSIONISTA -12.91%
 VAN DEL PROYECTO \$ 805,796.36 VAN DEL INVERSIONISTA \$ 917,663.35

TIR		VAN		TIR		VAN	
\$(4,500,000.00)	\$(4,500,000.00)	\$ (500,000.00)	\$ (500,000.00)	\$ (500,000.00)	\$ (500,000.00)	\$ (500,000.00)	\$ (500,000.00)
\$ 3,128,239.59	\$ 3,128,239.59	\$ 2,114,621.18	\$ 2,114,621.18	\$ 2,114,621.18	\$ 2,114,621.18	\$ 2,114,621.18	\$ 2,114,621.18
\$ 1,186,273.10	\$ 1,186,273.10	\$ 227,213.85	\$ 227,213.85	\$ 227,213.85	\$ 227,213.85	\$ 227,213.85	\$ 227,213.85
\$ 867,177.73	\$ 867,177.73	\$ (87,895.81)	\$ (87,895.81)	\$ (87,895.81)	\$ (87,895.81)	\$ (87,895.81)	\$ (87,895.81)
\$ 854,349.08	\$ 854,349.08	\$ (96,492.93)	\$ (96,492.93)	\$ (96,492.93)	\$ (96,492.93)	\$ (96,492.93)	\$ (96,492.93)
\$ (19,063.61)	\$ (19,063.61)	\$ (965,413.08)	\$ (965,413.08)	\$ (965,413.08)	\$ (965,413.08)	\$ (965,413.08)	\$ (965,413.08)
17.44%	\$ 805,796.36	-12.91%	\$ 917,663.35	-12.91%	\$ 917,663.35	-12.91%	\$ 917,663.35

La tasa de descuento se utiliza para el cálculo del VAN del Proyecto, y para el Inversionista el 15% esperado.

2.5 DIAGNÓSTICO DE LA EVALUACIÓN DE LAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO

Para la evaluación de las fuentes de financiamiento se utilizan las siguientes herramientas: Análisis Cuantitativo (VPN) y Análisis Cualitativo (FODA).

ANÁLISIS CUANTITATIVO:

Cuadro N° 21-Análisis del VPN

Cálculo del VPN del Inversionista				
Años/ Fuentes	Emisión de bonos	Titularización	Créditos bancarios	Emisión de acciones
Monto de financiamiento	\$ (500,000.00)	\$ (500,000.00)	\$ (500,000.00)	\$ (4,500,000.00)
1	\$ 2,806,218.86	\$ 2,114,621.18	\$ 2,127,698.26	\$ 3,057,000.25
2	\$ 901,335.95	\$ 227,213.85	\$ 226,778.21	\$ 1,137,860.26
3	\$ 593,934.26	\$ (87,895.81)	\$ (94,083.11)	\$ 830,458.57
4	\$ 593,520.52	\$ (96,492.93)	\$ (109,012.91)	\$ 830,044.83
5	\$ (4,327,463.61)	\$ (965,413.08)	\$ (982,710.94)	\$ (19,063.61)
VPN	\$ 1,200,084.26	\$ 917,663.35	\$ 908,878.63	\$ 29,789.76

Fuente: Realizado por el grupo de trabajo

La mejor alternativa de inversión para el inversionista de acuerdo al resultado del análisis de las diferentes fuentes de financiamiento para CDC, S.A. de C.V. es la emisión de bonos ya que genera un rendimiento de \$1,200,084.26 es decir el 240% por cada dólar invertido por el accionista, por lo tanto se sugiere que el proyecto de construcción sea financiado mediante la emisión de bonos para la generación de un mayor rendimiento al final de las proyecciones efectuadas.

ANÁLISIS CUALITATIVO:

A continuación se detalla un análisis FODA de las diferentes fuentes de financiamiento para considerar en la aceptación de la inversión interno o externo:

Cuadro N° 22- Análisis del FODA de las fuentes de financiamiento

FUENTE	FORTALEZA	OPORTUNIDAD	DEBILIDAD	AMENAZA
Emisión de acciones	Los inversionistas obtienen ingresos cuando la sociedad genera utilidades. No existe pago de costos.	Muestra un Balance favorable para acreedores. Será más aceptable para algún crédito.	No recaudar la totalidad de los fondos requeridos.	Riesgo de pérdidas en los resultados de la sociedad.
Préstamos bancarios	Tienen un recurso de fianza o garantía al no tener para pago.	Puede crear un historial crediticio que le favorezca a futuras deudas.	Requerir gran capital. Exigencia de muchos requisitos.	Riesgo de impago.
Titularización de activos	Financiamiento sin endeudamiento, menor carga administrativa	Obtener liquidez en el corto plazo, tasas competitivas	Incrementan los costos de operación	Falta de aplicación genera incertidumbre en sus operaciones.
Emisión de bonos	Control de amortización del capital. Desintermediación financiera.	El emisor decide las características de acuerdo a sus necesidades.	Pago de comisión, mantto., e inscripción.	Al vencimiento puede caer en impago si no recupera los fondos invertidos.

Fuente: Realizado por el grupo de trabajo

De acuerdo al estudio realizado, la mejor fuente de financiamiento es la emisión de bonos por la alta rentabilidad que representa para la entidad y sus inversores, por lo tanto el riesgo de impago es leve solo dependiendo del mercado; sin embargo la generación de alto beneficio da la pauta para la utilización de esta herramienta para la obtención de los fondos.

2.6 CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

2.6.1 Conclusiones

- a) En base a los resultados, la entidad debe evaluar la factibilidad de la inversión con las herramientas adecuadas que reflejen el panorama económico para una toma de decisiones adecuada de parte de la gerencia, así mismo la viabilidad de una fuente de financiamiento y las tendencias del mercado para evitar proyectos con poco o nulo porcentaje de rendimiento a la entidad.
- b) Mediante los resultados obtenidos a través de las herramientas de análisis técnico financiero (análisis de rentabilidad y liquidez) se determinó que la empresa en estudio debe optar por emisión de bonos para sus proyectos de inversión debido a que genera mayor rendimiento para el inversionista.
- c) En cuanto a la decisión de qué tipo de financiamiento aplicar es necesario ser consecuente con los recursos y la capacidad de pago de la entidad, y plantear diferentes escenarios considerando elementos económicos, políticos y regionales para disminuir los costos de operación en un proyecto de inversión.

2.6.2 Recomendaciones

- a) Ejecutar análisis financiero general de la entidad por personal capacitado para optar por la fuente de recursos más adecuada en base a los requerimientos específicos de dicha industria, para disminuir riesgos que vengán en detrimento de la posición tanto financiera como de mercado, por lo que los flujos de efectivo proyectados son una herramienta útil y necesaria para la toma de decisiones futuras.

- b) Se recomienda que la fuente de financiamiento más viable para los proyecto de inversión es la emisión de bonos, por ser la fuente con mayor rendimiento y liquidez, así mismo los requisitos y oportunidades de amortización son más adecuados para la ejecución de un proyecto a gran escala como lo es la construcción de una urbanización, respecto a las otras fuentes de financiamiento.

- c) Poner en práctica las herramientas de análisis de finanzas para alcanzar máxima eficiencia y eficacia en las operaciones de obtención de recursos de la empresas del sector construcción.

BIBLIOGRAFÍA

Administración CASALCO, “Noticias y Actividades” disponible en www.casalco.org.sv.

Consultado el 3 de junio de 2011.

Argueta, Karla “Sector Construcción pide creación de Ventanilla Única” 7 de junio de 2011, El Salvador.com disponible en http://www.elsalvador.com/mwedh/nota/nota_completa.asp?idCat=6374&idArt=5904963.

Consultado el 19 de julio de 2011.

Banco Central de Reserva. “Informe de Estabilidad Financiera 2007, 2008 y 2009”. Disponible en www.bcr.gob.sv. Consultado el 7 de junio de 2011.

Banco Multisectorial de Inversiones “Pasos para solicitar un crédito” disponible en https://www.bmi.gob.sv/portal/page?_pageid=38,56984&_dad=portal&_schema=PORTAL#reguisitos. Citado el 23 de agosto de 2011.

Beltrán Jorge, García Karen “Asamblea aprueba préstamos”, EL DIARIO DE HOY, junio 2002, disponible en <http://www.elsalvador.com/noticias/2003/06/04/nacional/nacio15.html>. Consultado el 8 de julio de 2011.

Bolsa de Valores. “Guía del emisor”. Disponible en www.bolsadevalores.com.sv. Consultado el 10 de septiembre de 2011.

Contreras, Ricardo Rafael, “Titularización de Activos: Aspectos Básicos y su Implementación en El Salvador,” Boletín Económico del Banco Central de Reserva.

Ingles, Dorys, “*Se facilita acceso a vivienda Nueva*”, EL DIARIO DE HOY diciembre 2000, disponible en <http://www.elsalvador.com/noticias/EDICIONESANTERIORES/200DIICIEMBRE/diciembre21/> Consultado el 7 de julio de 2011.

Ingles, Dorys, “*Construcción Creció 10.7%*”, EL DIARIO DE HOY diciembre 2001, disponible en <http://www.elsalvador.com/noticias/2001/12/27NEGOCIOS/negc1.html> consultado el 7 de julio de 2011.

Ley de Bancos, Superintendencia del Sistema Financiero, Pág. 34, 1 edición, decreto legislativo 636 publicado el 21 de abril de 2005.

Ley de Titularización de Activos (Asamblea Legislativa), Pág. 2 Decreto 470, 15 de noviembre de 2007.

Panaia, Marta. Año 2004. Primera Edición. “*El sector de la construcción: un proceso de industrialización inconcluso*”. Editorial Nobuko. Buenos Aires. Disponible en: <http://books.google.com.sv>. Citado el 10 de junio de 2011.

Quezada Baires, Rodrigo, “*En Ciudad Versalles, el glamour tiene sus riesgos*” 21 de mayo del 2007, Archivos del Faro, disponible en http://archivo.elfaro.net/secciones/Noticias/20070521/noticias3_20070521.asp Consultado el 8 de julio de 2011.

R. Charles Moyer, James R. McGuigan, William J. Kretlow. Año 2005. Novena Edición. “*Administración Financiera Contemporánea*”. Editorial Thomson. México.

Rodríguez Salvador Ángel “Bolsa de Valores en El Salvador” disponible en http://www.wikilearning.com/monografia/la_bolsa_de_valoresla_bolsa_de_valores_en_el_salvador/13031-5. Consultado el 6 de julio de 2011.

Sánchez, Inocencio. Año 2006. “*Finanzas para ejecutivos no financieros*”. Valencia. Disponible en: www.inosanchez.com. Citado el 10 de agosto de 2011.

Suárez Salazar, Carlos. Año 2005. “*Administración de Empresas Constructoras*”. Editorial Limusa. México.

ANEXOS

ÍNDICE

Anexo 1.	Metodología de la investigación
Anexo 2.	Herramientas de la investigación
Anexo 3.	Resultados de la investigación de campo
Anexo 4.	Listado de las empresas encuestadas
Anexo 5.	Cálculo de los índices financieros
Anexo 6.	Estados Financieros proyectados por análisis de emisión de acciones.
Anexo 7.	Amortización por financiamiento bancario
Anexo 8.	Prospecto de la emisión de bonos de CDC, S.A. DE C.V.
Anexo 9.	Fianza por la emisión de bonos
Anexo 10.	Calificación de los títulos valores
Anexo 11.	Amortización de financiamiento por análisis de titularización
Anexo 12.	Características de la emisión por titularización
Anexo 13.	Titularización vs. Bonos

METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

- Tipo de Estudio

La evaluación de campo y bibliográfico es hipotético deductivo, en la parte hipotética porque por medio de la investigación bibliográfica y el desarrollo del sector a través del tiempo se pudo observar el comportamiento que ha tenido en la aportación económica, y deductivo porque se demuestra si la herramienta más adecuada para el financiamiento es a través de los préstamos bancarios o por medio de otra herramienta.

La empresa CDC, S.A. DE C.V. fué la base de estudio para la investigación, su actividad económica forma parte primordial para el desarrollo local y utiliza recursos externos para obtener liquidez, se tomó diferentes enfoques de financiamiento para la elaboración de flujos de efectivo, aplicación de ratios u otro instrumento necesario para lograr el objetivo del trabajo.

- Unidad de Análisis

El área de análisis de estudio fueron el departamento de finanzas y contabilidad de las empresas dedicadas a la construcción en el departamento de San Salvador, y demás organismos como lo son agrupaciones de la empresa privada y la Bolsa de Valores, etc.

- Universo y Muestra

Según la Dirección General de Estadísticas y Censos (DIGESTYC) y Cámara Salvadoreña de la Industria y Construcción (CASALCO) (anexo4) las empresas dedicadas al rubro de construcción son 25 en el Departamento de San Salvador.

Para la muestra de estudio por ser un universo finito y fácil de medir se tomó en cuenta el 100% por lo que se tomaron como base las 25 constructoras ubicadas en el Departamento de San Salvador. De las cuales debido a diferentes dificultades se realizó el estudio a 19 empresas constructoras para el diagnóstico de la investigación.

- Instrumentos y técnicas utilizadas en la investigación

La Entrevista

Como un instrumento de investigación proporcionó respuestas respecto a las preguntas que se realizaron a los administrativos de las constructoras, hizo que todas las respuestas obtenidas tengan validez y fueron más fáciles de cuantificar en el aspecto estadístico.

El Cuestionario

Muestra de manera más simplificada las respuestas que se obtuvieron después de pasarlo a los administrativos, área de finanzas, contabilidad y demás relacionados al área de construcción por su origen hizo más fácil operacionalizar los problemas de validez.

- Análisis e Interpretación de Datos

Se realizó un detalle de cada pregunta con sus respuestas obtenidas, más el análisis de cada una de ellas.

- Diagnóstico

Para elaborar el diagnóstico se tomó los resultados obtenidos del análisis e interpretación de los datos vaciados de las herramientas utilizadas.

HERRAMIENTAS DE LA INVESTIGACIÓN



San Salvador, 15 de Agosto de 2011.

EMPRESAS DEL SECTOR CONSTRUCCIÓN.

Estimados Señores:

Como estudiantes de la Universidad de El Salvador, egresados en Licenciatura en Contaduría Pública, solicitando su valiosa colaboración para la ejecución de nuestra investigación de campo para nuestro trabajo de graduación con título "ANALISIS DE FUENTES DE FINANCIAMIENTO PARA PROYECTOS DE INVERSIÓN DE LAS EMPRESAS DEL SECTOR CONSTRUCCIÓN EN SAN SALVADOR"; a través del tiempo para responder a nuestras entrevistas, encuestas y proporcionando información de carácter público respecto a su entidad.

Esperando su respuesta y aceptación.

Se dirige atentamente a ustedes:

Grupo F26

Ancheta Villanueva, Francisco Alfredo

Mendoza Vásquez, Silvia Anatalia

Rivera García, Verónica Elizabeth

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
ESCUELA DE CONTADURIA PÚBLICA

1. La empresa necesita de financiamiento externo para la elaboración de sus proyectos.
2. De qué manera evalúan la necesidad de obtención de un financiamiento ajeno.
3. Qué tipo de financiamiento ha utilizado o está utilizando.
- 4.Cuál es el proceso para la obtención de créditos y quiénes son los responsables para su autorización.
5. Evalúa un estudio preliminar de los flujos futuros que le podría generar la obtención de un financiamiento.
6. Se le ha presentado alguna dificultad respecto a los pagos de préstamo obtenido.
7. Si existiera alternativas que aun no han sido utilizados y que presentaran mas rentabilidad ¿Estaría dispuesto a utilizarlas?
8. Alguna vez ha sido rechazado en la obtención de un crédito por falta de cumplimiento de los requisitos que las instituciones solicitan.
9. Considera que los requerimientos para el otorgamiento de créditos que las instituciones financieras poseen es adecuado.
10. Cree que al obtener mayor liquidez tiene más oportunidad en el mercado.
11. Considera que la falta de liquidez podría afectar si se decidiera participar en licitaciones públicas y privadas.
12. Cómo miden los riesgos a los que se ha enfrentado la empresa cuando ha obtenido un préstamo.
13. Qué medidas preventivas toman para minimizar los riesgos.
14. Posee un control interno para verificar que los proyectos se ejecuten según lo planeado.
15. Que otra alternativa daría usted a la falta de liquidez dentro de su empresa.

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
ESCUELA DE CONTADURIA PÚBLICA

INTRODUCCION: A continuación se presentan una serie de preguntas que se refieren a las fuentes de financiamiento el cual es de suma importancia para los proyectos de inversión del sector construcción. Por favor, conteste cada una de las preguntas, ya que las respuestas servirán para efectuar el diagnóstico a nivel sectorial, que muestre las posibles problemáticas y fomente las decisiones más convenientes a las mismas.

OBJETIVO: Conocer la aplicación de las fuentes de financiamiento para el desarrollo de la actividad del sector dedicado a la construcción, para poder determinar un adecuado diagnóstico de la problemática en estudio.

INDICACIONES: Lea cada una de las partes que componen la encuesta y responda según le solicite.

1. ¿Cómo considera la posición económica de su empresa?

Mala Buena Muy Buena Excelente

2. ¿Cómo considera la estructura financiera de su empresa?

Mala Buena Muy Buena Excelente

3. ¿Qué capacidad tiene su entidad para autofinanciarse, sin recurrir a opciones de terceros?

Baja Media Alta

4. ¿De qué manera considera, que la recesión económica del país afecta las finanzas de su empresa?

Mucho Poco Nada

5. ¿Qué fuentes de financiamiento ha utilizado en el desarrollo de las actividades de su empresa?

- Préstamos Bancarios.
- Emisión de Instrumentos Patrimoniales.
- Préstamos a Accionistas u otros proveedores.
- Titularización de Activos.

Otros. Especifique _____

6. ¿Con que frecuencia se financia su entidad?

- Cada año
- Cada 2 años
- Cada 3 años
- Más de 3 años

7. ¿De qué manera considera la administración de los fondos obtenidos del financiamiento externo?

Deficiente Eficiente

8. ¿Cómo considera los requisitos para la aplicación de créditos que demandan las instituciones financieras?

Excesivos Adecuados Burocráticos

9. ¿Al evaluar la necesidad de un crédito, realizan proyecciones de costo beneficio?

SI _____ NO _____

10. ¿Cuáles son los riesgos que evalúa de manera preliminar a la adquisición de un crédito?

- Impago
- Costos altos por intereses y mora.
- Catástrofes naturales que afecten los proyectos de inversión.
- Estancamiento del mercado.
- Otros. Especifique _____

11. ¿Cómo considera los costos generados del financiamiento otorgado por instituciones financieras?

Bajos Medios Altos

12. ¿Cuántos proyectos de inversión posee la entidad?

1-3 de 4-6 más de 6

13. ¿Cuál es el depto.? o área encargada de análisis financiero en su empresa respecto a obtención de financiamiento?

- Departamento contable.
- Departamento Financiero
- Gerencia General
- Gerencia Financiera
- Otro. _____ Especifique

14. ¿Considera que el encargado del análisis para la obtención de créditos tiene capacidad suficiente para?

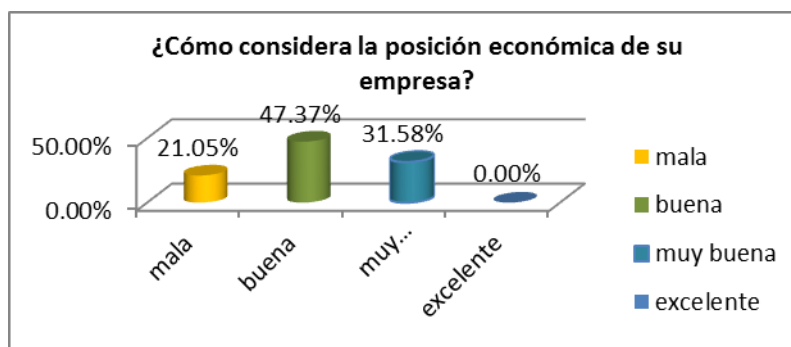
- Análisis de opciones de financiamiento.
- Análisis de riesgos financieros en créditos.
- Evaluaciones de proyectos de inversión.

RESULTADOS DE LA INVESTIGACIÓN DE CAMPO

Pregunta N° 1. ¿Cómo considera la posición económica de su empresa?

OPCIONES	FRECUENCIA	
	Absoluta	Relativa
mala	4	21.05%
buena	9	47.37%
muy buena	6	31.58%
excelente	0	0.00%
TOTAL	19	100.00%

El 47.37% de las empresas constructoras encuestadas consideran que la posición económica de su empresa es buena, y un 31.58% muy buena, mientras que el 21.05% se encuentran en mala posición. Es decir que en su mayoría las empresas constructoras tienen una posición económica positiva a cualquier plazo, sin dejar de lado el 21.05% que se encuentra en posición económica negativa.

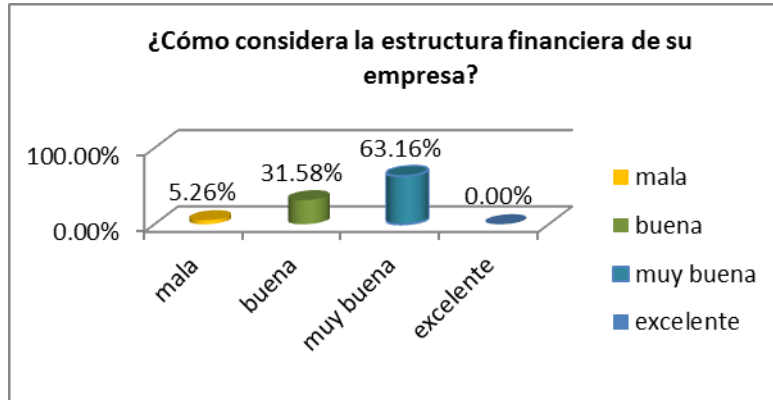


Fuente: Hoja de recolección de datos

Pregunta N° 2. ¿Cómo considera la estructura financiera de su empresa?

OPCIONES	FRECUENCIA	
	Absoluta	Relativa
mala	1	5.26%
buena	6	31.58%
muy buena	12	63.16%
excelente	0	0.00%
TOTAL	19	100.00%

La estructura financiera consiste en la forma en la que se van a financiar los activos de una empresa, incluye las deudas a corto y a largo plazo, así como el capital contable de los accionistas. En su mayoría el 63.16% se consideran muy buena, el 31.58% buena y el 5.26% son consideradas con mala estructura financiera.

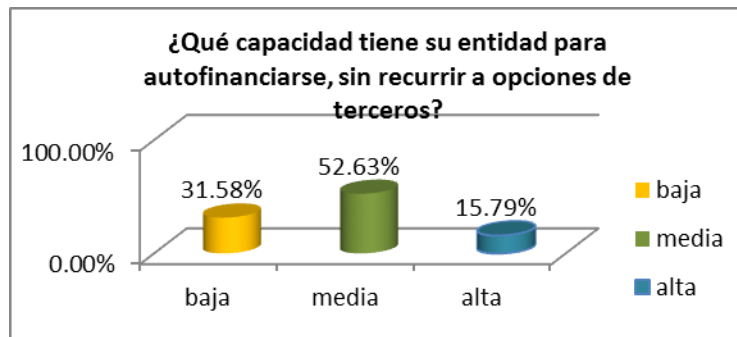


Fuente: Hoja de recolección de datos

Pregunta N° 3. ¿Qué capacidad tiene su entidad para autofinanciarse, sin recurrir a opciones de terceros?

OPCIONES	FRECUENCIA	
	Absoluta	Relativa
baja	6	31.58%
media	10	52.63%
alta	3	15.79%
TOTAL	19	100.00%

El 52.63% de las empresas encuestadas se autofinancian a nivel medio, ya que el 31.58% recurren a terceros y el 15.79% se autofinancian.

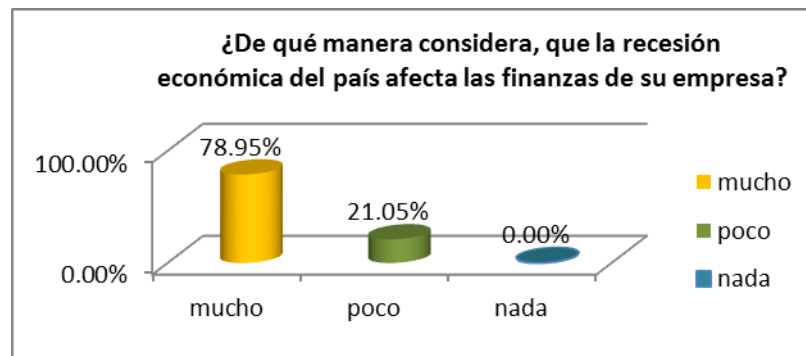


Fuente: Hoja de recolección de datos

Pregunta N° 4. ¿De qué manera considera, que la recesión económica del país afecta las finanzas de su empresa?

OPCIONES	FRECUENCIA	
	Absoluta	Relativa
mucho	15	78.95%
poco	4	21.05%
nada	0	0.00%
TOTAL	19	100.00%

El 78.95% de las empresas constructoras les ha afectado mucho la recesión económica del país y un 21.05% consideran que les ha afectado poco. Y esto debido a varios factores por los cuales los clientes ya no tienen la capacidad de pago para adquirir una vivienda.

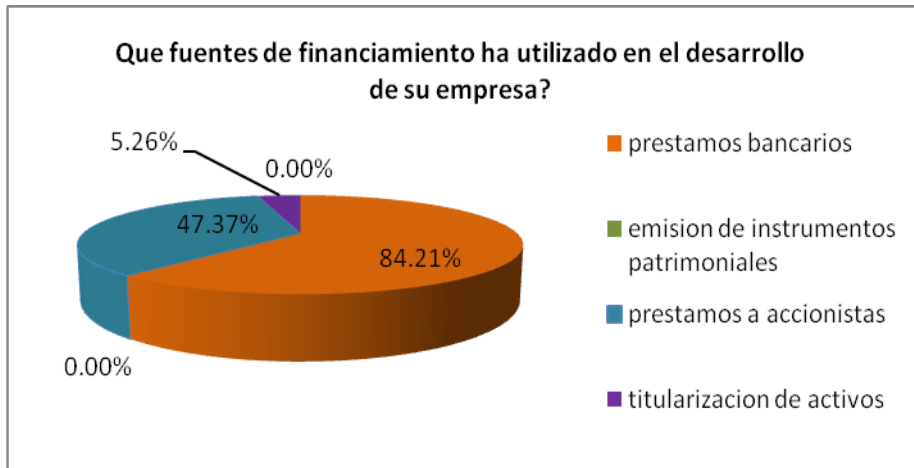


Fuente: Hoja de recolección de datos

Pregunta N° 5. ¿Qué fuentes de financiamiento ha utilizado en el desarrollo de las actividades de su empresa?

OPCIONES	FRECUENCIA	
	Absoluta	Relativa
préstamos bancarios	16	84.21%
emisión de instrumentos patrimoniales	0	0.00%
prestamos a accionistas	9	47.37%
titularización de activos	1	5.26%
otros	0	0.00%
TOTAL	26	136.84%

Así como se observa en el análisis de la pregunta uno y dos sobre la situación económica y financiera de la empresa; los préstamos bancarios son la mayor utilización de financiamiento de las empresas constructoras con un 84.21%, continuando con los prestamos de accionistas de 47.37% y un 5.26% la titularización de activos, en cuanto a la emisión de acciones ninguna de las constructoras lo ha utilizado.

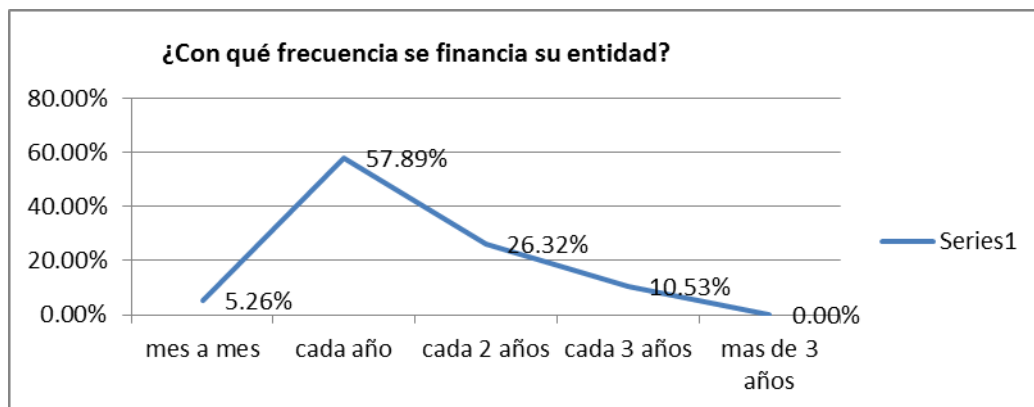


Fuente: Hoja de recolección de datos

Pregunta N° 6. ¿Con que frecuencia se financia su entidad?

OPCIONES	FRECUENCIA	
	Absoluta	Relativa
mes a mes	1	5.26%
cada año	11	57.89%
cada 2 años	5	26.32%
cada 3 años	2	10.53%
más de 3 años	0	0.00%
TOTAL	19	100.00%

Las entidades constructoras se financian 57.89% cada año y 26.32% cada dos años, el 10.53% cada 3 años y un 5.26% mes a mes. Este final se debe a q se financia por medio de los accionistas.

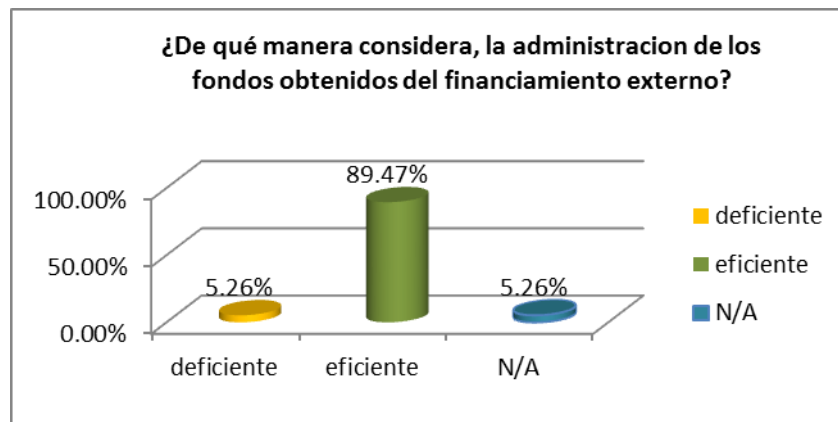


Fuente: Hoja de recolección de datos

Pregunta N° 7. ¿De qué manera considera la administración de los fondos obtenidos del financiamiento externo?

OPCIONES	FRECUENCIA	
	Absoluta	Relativa
deficiente	1	5.26%
eficiente	17	89.47%
N/A	1	5.26%
TOTAL	19	100.00%

El 89.47% considera eficiente la administración de fondos obtenidos por financiamiento externo es decir no propios, mientras que un 5.26% deficiente y el 5.26% no aplica debido a que sus fondos son obtenidos con financiamiento propio. Por ello, aunque les ha afectado mucho la recesión económica del país, han mantenido una buena situación económica y financiera.

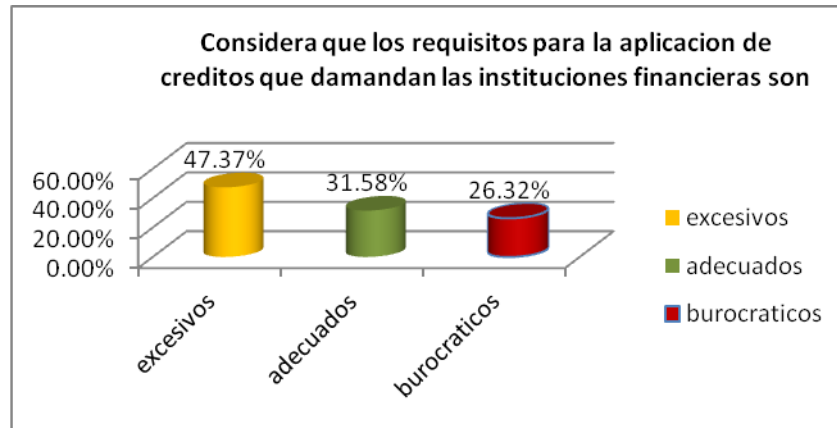


Fuente: Hoja de recolección de datos

Pregunta N° 8. ¿Cómo considera los requisitos para la aplicación de créditos que demandan las instituciones financieras?

OPCIONES	FRECUENCIA	
	Absoluta	Relativa
excesivos	9	47.37%
adecuados	6	31.58%
burocráticos	5	26.32%
TOTAL	20	105.26%

El 47.37% de empresas constructoras consideran que los requisitos para la aplicación de créditos de las instituciones financieras son excesivos, el 31.58% los consideran adecuados y un 26.32% opinan que son burocráticos.

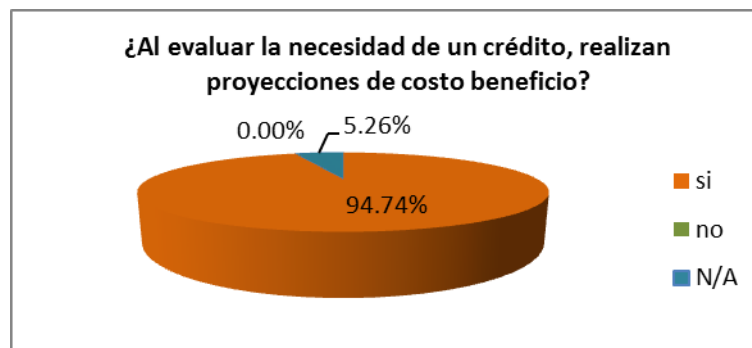


Fuente: Hoja de recolección de datos

Pregunta N° 9. ¿Al evaluar la necesidad de un crédito, realizan proyecciones de costo beneficio?

OPCIONES	FRECUENCIA	
	Absoluta	Relativa
si	18	94.74%
no	0	0.00%
N/A	1	5.26%
TOTAL	19	100.00%

El costo beneficio es una herramienta básica como estudio de factibilidad en una inversión y la fuente de financiamiento a utilizar basado en los márgenes proyectados de las empresas; el resultado refleja un 94.74% de las empresas consultadas ejecutan una proyección financiera, así mismo de los factores que influirán en determinado proyecto de inversión como medio político, económico, tecnológico que permitan la factibilidad y el beneficio a obtener en dicha actividad que permita darles una vía libre a invertir o desistir en la ejecución de determinado proyecto. El 5.26% se refiere a las empresas que se financian internamente, por lo tanto no efectúan evaluaciones de créditos porque se financian a través de aportaciones de socios.

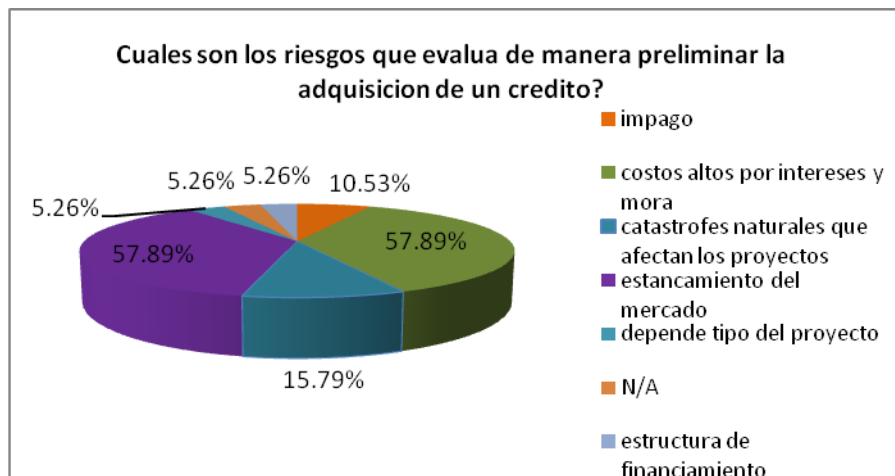


Fuente: Hoja de recolección de datos

Pregunta N° 10. ¿Cuáles son los riesgos que evalúa de manera preliminar a la adquisición de un crédito?

OPCIONES	FRECUENCIA	
	Absoluta	Relativa
impago	2	10.53%
costos altos por intereses y mora	11	57.89%
catástrofes naturales que afectan los proyectos	3	15.79%
estancamiento del mercado	11	57.89%
depende tipo del proyecto	1	5.26%
N/A	1	5.26%
estructura de financiamiento	1	5.26%
TOTAL	30	157.89%

Se refleja en el resultado que la mayor parte de las entidades constructoras evalúan los riesgo de gastos por costos altos por intereses y mora; así como el riesgo de estancamiento del mercado ya que ambos representan un 73% del total de las empresas evaluadas dándole énfasis a dichos riesgos en su mayoría al momento de invertir en la ejecución de una obra.

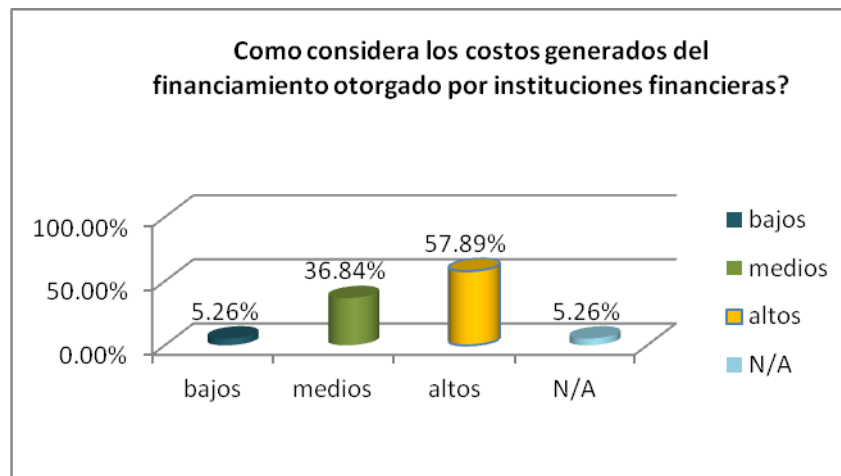


Fuente: Hoja de recolección de datos

Pregunta N° 11. ¿Cómo considera los costos generados del financiamiento otorgado por instituciones financieras?

OPCIONES	FRECUENCIA	
	Absoluta	Relativa
bajos	1	5.26%
medios	7	36.84%
altos	11	57.89%
N/A	1	5.26%
TOTAL	20	105.26%

En cuanto a los costos que se generan por financiar sus operaciones las empresas en un 57.89% considera que son altos; en un margen menor pero igual de importante el 36.84% considera que los costos son de nivel medio, lo que viene a impactar las utilidades a percibir. Solo una entidad opina que los costos generados por intereses bancarios son bajos. El 5.26% de las empresas no aplican a esta pregunta porque su financiamiento se basa en aporte de capital de trabajo por los socios y no de recursos externos.

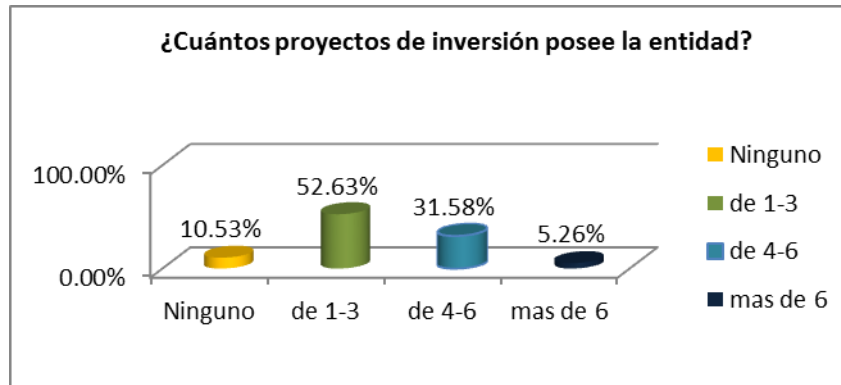


Fuente: Hoja de recolección de datos

Pregunta N° 12. ¿Cuántos proyectos de inversión posee la entidad?

OPCIONES	FRECUENCIA	
	Absoluta	Relativa
Ninguno	2	10.53%
de 1-3	10	52.63%
de 4-6	6	31.58%
más de 6	1	5.26%
TOTAL	19	100.00%

De las empresas encuestadas un 52.63% posee de 1 a 3 proyectos en ejecución y un 31.58% posee de 4 a 6 proyectos de inversión estos datos son relativos, depende del tamaño del proyecto, el recurso a invertir, ya que una empresa puede poseer una sola obra y requerir más recursos que las empresas que manejan más de 6. Como dato relevante se determinó el 10.53% de las empresas no contaban con proyectos a la fecha de ser encuestadas.

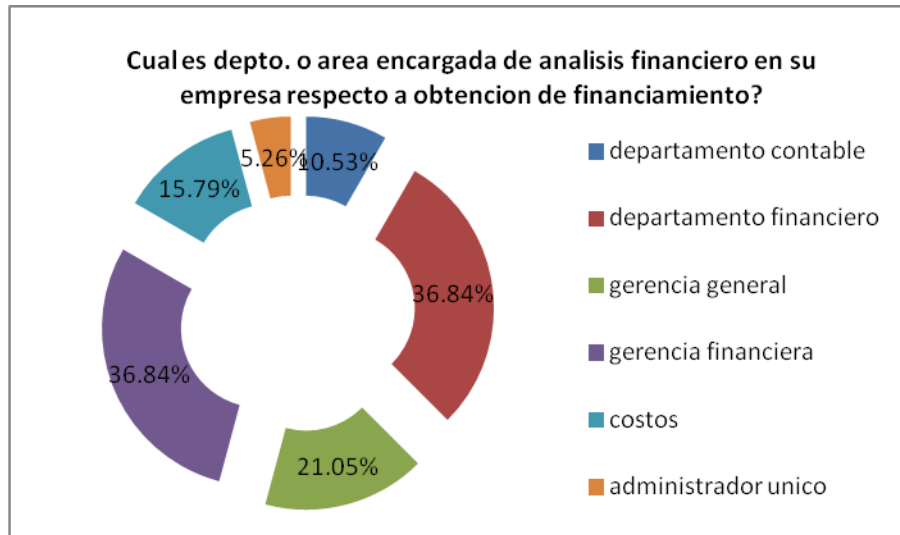


Fuente: Hoja de recolección de datos

Pregunta N° 13. ¿Cuál es el dpto. o área encargada de análisis financiero en su empresa respecto a obtención de financiamiento?

OPCIONES	FRECUENCIA	
	Absoluta	Relativa
departamento contable	2	10.53%
departamento financiero	7	36.84%
gerencia general	4	21.05%
gerencia financiera	7	36.84%
costos	3	15.79%
administrador único	1	5.26%
TOTAL	24	126.32%

Referente al área encargada del estudio financiero y análisis en la empresas encuestadas resulta que el 36.84% cuenta con un departamento financiero encargado; otro 36.84% lo ejecuta la gerencia financiera de la entidad; y un 21.05% lo evalúa la gerencia general de la entidad; lo que refleja que todas las empresas poseen encargados del estudio financiero de la empresa.



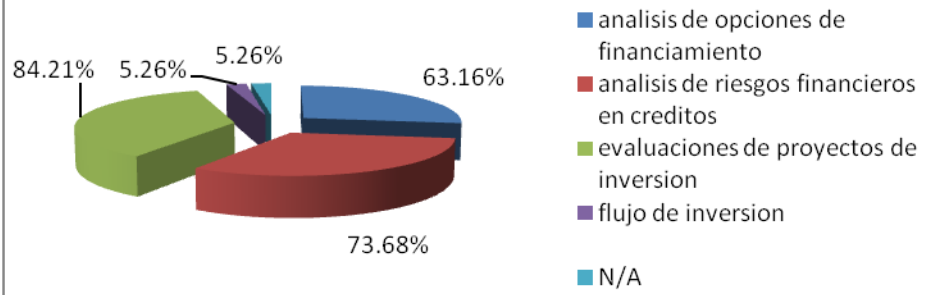
Fuente: Hoja de recolección de datos

Pregunta N° 14. ¿Considera que el encargado del análisis para la obtención de créditos tiene capacidad suficiente?

OPCIONES	FRECUENCIA	
	Absoluta	Relativa
análisis de opciones de financiamiento	12	63.16%
análisis de riesgos financieros en créditos	14	73.68%
evaluaciones de proyectos de inversión	16	84.21%
flujo de inversión	1	5.26%
N/A	1	5.26%
TOTAL	44	231.58%

Un 84.21% de las empresas considera que el encargado de análisis en la obtención de créditos tiene la capacidad de evaluar los proyectos de inversión; 73.68% análisis de riesgos financieros en créditos que consisten en impagos y generación de moras que incrementen los gastos; 63.16% de las empresas se amparan en la evaluación de opciones de financiamiento a optar para sus proyectos. Relativo a que en su mayoría tienen la capacidad suficiente para realizar todas las opciones en el análisis para la obtención de créditos.

Considera que el encargado del analisis para la obtencion de creditos tiene capacidad suficiente para?



LISTADO DE EMPRESAS

1. COPRO, S.A. DE C.V.
2. CONSTRUCTORA E INMOVILIARIA C.A. S.A.
3. CONSTRUCTORA GB S.A. DE C.V.
4. COSTRUCTORA UNIVERSAL, S.A. DE C.V.
5. DECIS, S.A. DE C.V.
6. DESARROLLADORA LAS CUMBRES, S.A. DE C.V.
7. DESARROLLADORA PRIETO, S.A. DE C.V.
8. DEICE, S.A. DE C.V.
9. EDIFICACIONES CHOUSSY S.A. DE C.V.
10. EL SALVADOR BIENES RAICES
11. GRUPO PROVIVIENDA S.A. DE C.V.
12. INGENIEROS URBANISTAS S.A. DE C.V.
13. INMUEBLES S.A. DE C.V.
14. INVERSIONES BOLIVAR S.A. DE C.V.
15. INVERSIONES ROBLE S.A. DE C.V.
16. INVERSIONES TECNICAS, S.A. DE C.V.
17. IVAN S.A. DE C.V.
18. LA HIPOTECARIA S.A. DE C.V.
19. LOPEZ HURTADO, S.A. DE C.V.
20. MEGACONSULTORES S.A. DE C.V.
21. SALAZAR ROMERO, S.A. DE C.V.
22. TURISTICA DEL PACIFICO, S.A. DE C.V.
23. VIVIENDAS PARA AMERICA, S.A. DE C.V.
24. VIVIENDAS Y PROYECTOS, S.A. DE C.V.
25. V. CEFINCO S.A. DE C.V.

CÁLCULOS DE LOS INDICES FINANCIEROS

INDICES DE LIQUIDEZ

Razón corriente

Años	Activo Circulante	Pasivo Circulante	Razón Corriente
2010	\$ 10030,983.03	\$ 1538,244.00	6.52
2009	\$ 2645,757.00	\$ 5825,248.50	0.45
2008	\$ 7331,619.00	\$ 5373,225.00	1.36

Prueba del acido

Años	Activo Circulante	Pasivo Circulante	Inventario	Prueba del Acido
2010	\$ 10030,983.03	\$ 1538,244.00	\$ -	6.52
2009	\$ 2645,757.00	\$ 5825,248.50	\$ -	0.45
2008	\$ 7331,619.00	\$ 5373,225.00	\$ -	1.36

Prueba defensiva

Años	Efectivo	Pasivo Circulante	Prueba defensiva
2010	\$ 326,194.50	\$ 1538,244.00	0.21
2009	\$ 943,102.50	\$ 5825,248.50	0.16
2008	\$ 5613,094.50	\$ 5373,225.00	1.04

Intervalo básico defensivo

Años	Efectivo	It	CxC	Gastos de Vta	Gts. Operativos	I.B.D.
2010	\$ 326,194.50	\$ -	\$ 3,097,638.00	\$ 7,520,268.00	\$ 564,592.50	154.57
2009	\$ 943,102.50	\$ -	\$ 616,755.00	\$ 10,179,417.00	\$ 961,516.50	51.10
2008	\$ 5,613,094.50	\$ -	\$ 441,589.50	\$ 9,540,769.50	\$ 1,245,913.50	204.88

INDICES DE ACTIVIDAD

CUENTAS	2010	2009	2008
Costo de venta	\$ 7,520,268.00	\$ 10,179,417.00	\$ 9,540,769.50
Inventario	\$ -	\$ -	\$ -
Cuentas por cobrar	\$ 3,097,638.00	\$ 616,755.00	\$ 441,589.50
Ventas	\$ 9,355,929.00	\$ 13,057,780.50	\$ 12,730,276.50
Compras	\$ 7,520,268.00	\$ 10,179,417.00	\$ 9,540,769.50
Cuentas por pagar	\$ 1,084,641.00	\$ 4,823,628.00	\$ 4,016,521.50
Activo fijo	\$ 11,622,538.64	\$ 7,359,000.21	\$ 7,959,834.09
Activo total	\$ 63,387,652.64	\$ 64,314,289.71	\$ 67,035,003.09

Indicadores/año	2010	2009	2008
Rotación de cuentas por cobrar	3.02	21.17	28.83
Periodo promedio de cobro	120.847	17.24	12.66
Rotación de cuentas por pagar	6.93	2.11	2.38
Periodo promedio de pago	52.64	172.96	153.66
Rotación de efectivo total	0.15	0.20	0.19
Rotación de activo no corriente	0.80	1.77	1.60

INDICES DE DEUDA

CUENTAS	2010	2009	2008
Activo total	\$ 63,387,652.64	\$ 64,314,289.71	\$ 67,035,003.09
Pasivo total	\$ 34,411,770.00	\$ 36,376,128.00	\$ 40,664,911.50
Capital	\$ 28,975,882.64	\$ 27,938,161.71	\$ 26,370,091.59
Pasivo no corriente	\$ 32,873,526.00	\$ 30,550,879.50	\$ 35,291,686.50

Indicadores/años	2010	2009	2008
LAVERAGE	1.19	1.30	1.54
Deuda activo total	0.54	0.57	0.61
capitalización a LP	0.53	0.52	0.57

INDICES DE COBERTURA

CUENTAS	2010	2009	2008
Utilidad antes de Imp. E Int.	\$ 1,330,239.00	\$ 2,022,702.00	\$ 2,074,633.50
Intereses pagados	\$ 15,535.50	\$ 17,577.00	\$ 33,591.00

Indicador de Cobertura	2010	2009	2008
RCI	85.63	115.08	61.76

INDICE DE RENTABILIDAD

CUENTAS	2010	2009	2008
Utilidad neta	\$ 1,330,239.00	\$ 2,022,702.00	\$ 2,074,633.50
Venta neta	\$ 9,355,929.00	\$13,057,780.50	\$12,730,276.50
Activo total	\$63,387,652.64	\$64,314,289.71	\$67,035,003.09
Capital	\$28,975,882.64	\$27,938,161.71	\$26,370,091.59

Indicadores/años	2010	2009	2008
MU	14.22%	15.49%	16.30%
RSI	2.10%	3.15%	3.09%
RSC	4.59%	7.24%	7.87%

ESTADOS FINANCIEROS PROYECTADOS POR ANÁLISIS DE EMISIÓN DE ACCIONES

CDC, S.A. DE C.V.			
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA PROYECTADO			
(EXPRESADO EN DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA)			
AÑOS	2011	2012	2013
ACTIVOS			
ACTIVOS CORRIENTES	\$ 13,730,983.03	\$ 13,117,497.81	\$ 12,713,247.81
Efectivo y equivalentes	\$ 4,026,194.50	\$ 3,412,709.28	\$ 3,008,459.28
Cuentas y doc. por cobrar	\$ 3,097,638.00	\$ 3,097,638.00	\$ 3,097,638.00
Gastos pagados por anticipado	\$ 442,360.50	\$ 442,360.50	\$ 442,360.50
Depósitos en garantía	\$ 2,947.50	\$ 2,947.50	\$ 2,947.50
Obras en proceso a C.P.	\$ 6,161,842.53	\$ 6,161,842.53	\$ 6,161,842.53
ACTIVOS NO CORRIENTES	\$ 53,356,669.61	\$ 53,356,669.61	\$ 53,356,669.61
Propiedad, planta y equipo	\$ 11,622,538.64	\$ 11,622,538.64	\$ 11,622,538.64
Propiedades de Inversión	\$ 352,311.00	\$ 352,311.00	\$ 352,311.00
Obras en proceso a L.P.	\$ 40,999,564.47	\$ 40,999,564.47	\$ 40,999,564.47
Inversiones Permanentes	\$ 382,255.50	\$ 382,255.50	\$ 382,255.50
TOTAL ACTIVOS	\$ 67,087,652.64	\$ 66,474,167.42	\$ 66,069,917.42
PASIVOS			
PASIVOS CORRIENTES	\$ 1,538,244.00	\$ 1,538,244.00	\$ 1,538,244.00
Cuentas y doc. por pagar	\$ 1,084,641.00	\$ 1,084,641.00	\$ 1,084,641.00
Préstamos y sobregiros bancarios a C.P.	\$ 117,906.00	\$ 117,906.00	\$ 117,906.00
Impuestos por pagar	\$ 232,918.50	\$ 232,918.50	\$ 232,918.50
Retenciones y descuentos	\$ 65,715.00	\$ 65,715.00	\$ 65,715.00
Ingresos anticipados	\$ 37,063.50	\$ 37,063.50	\$ 37,063.50
PASIVOS NO CORRIENTES	\$ 32,873,526.00	\$ 32,873,526.00	\$ 32,873,526.00
Préstamos bancarios L/P	\$ 19,193,512.50	\$ 19,193,512.50	\$ 19,193,512.50
Otros préstamos no bancarios L/P	\$ 13,680,013.50	\$ 13,680,013.50	\$ 13,680,013.50
PATRIMONIO NETO DE LOS ACCIONISTAS	\$ 32,675,882.64	\$ 32,062,397.42	\$ 31,658,147.42
Capital social	\$ 29,285,795.50	\$ 29,285,795.50	\$ 29,285,795.50
Reserva legal	\$ 1,318,351.92	\$ 1,451,351.92	\$ 1,535,351.92
Resultado acumulado	\$ 2,371,735.22	\$ -	\$ -
Resultado del Ejercicio	\$ (300,000.00)	\$ 1,325,250.00	\$ 837,000.00
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	\$ 67,087,652.64	\$ 66,474,167.42	\$ 66,069,917.42

CDC, S.A. DE C.V.			
ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADOS			
(EXPRESADO EN DÓLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA)			
	2011	2012	2013
VENTAS	\$ 4,000,000.00	\$ 2,000,000.00	\$ 1,300,000.00
MENOS:			
COSTO DE VENTAS	\$ (4,300,000.00)	\$ (100,000.00)	\$ (100,000.00)
RESULTADO ANTES DE RESERVA E IMPUESTO	\$ (300,000.00)	\$ 1,900,000.00	\$ 1,200,000.00
MENOS:			
OTROS INGRESOS - GTOS. DE OP.	\$ -	\$ -	\$ -
RESULTADO ANTES DE RESERVA E IMPUESTO	\$ (300,000.00)	\$ 1,900,000.00	\$ 1,200,000.00
(-) Reserva Legal	\$ -	\$ (133,000.00)	\$ (84,000.00)
RESULTADO ANTES DE IMPUESTO	\$ (300,000.00)	\$ 1,767,000.00	\$ 1,116,000.00
(-) Impuesto sobre La Renta	\$ -	\$ (441,750.00)	\$ (279,000.00)
RESULTADO DEL EJERCICIO	\$ (300,000.00)	\$ 1,325,250.00	\$ 837,000.00

AMORTIZACIÓN POR FINANCIAMIENTO BANCARIO

Amortización de préstamos bancarios			
Importe	4,000,000.0		
Años	5	PAGOS TOTALES	
comision	1.00%	PRINCIPAL	\$ 4,000,000.00
importe	4000000.00	INTERESES	\$ 818,236.66
años	5.00		
Interés nominal	7.58%	COMISION	\$ 40,000.00
Periodo de pago	12	TOTAL	\$ 4,858,236.66
Tipo amortización	1		
francés			

coste efectivo	8.31%
-----------------------	--------------

meses	cuota	intereses	amortización	amortizado	Capital Insoluto
0					4,000,000.00
1	\$ 80,303.94	\$ 25,266.67	\$ 55,037.28	\$ 55,037.28	\$ 3,944,962.72
2	\$ 80,303.94	\$ 24,919.01	\$ 55,384.93	\$ 110,422.21	\$ 3,889,577.79
3	\$ 80,303.94	\$ 24,569.17	\$ 55,734.78	\$ 166,156.99	\$ 3,833,843.01
4	\$ 80,303.94	\$ 24,217.11	\$ 56,086.84	\$ 222,243.82	\$ 3,777,756.18
5	\$ 80,303.94	\$ 23,862.83	\$ 56,441.12	\$ 278,684.94	\$ 3,721,315.06
6	\$ 80,303.94	\$ 23,506.31	\$ 56,797.64	\$ 335,482.58	\$ 3,664,517.42
7	\$ 80,303.94	\$ 23,147.54	\$ 57,156.41	\$ 392,638.99	\$ 3,607,361.01
8	\$ 80,303.94	\$ 22,786.50	\$ 57,517.45	\$ 450,156.43	\$ 3,549,843.57
9	\$ 80,303.94	\$ 22,423.18	\$ 57,880.77	\$ 508,037.20	\$ 3,491,962.80
10	\$ 80,303.94	\$ 22,057.57	\$ 58,246.38	\$ 566,283.58	\$ 3,433,716.42
11	\$ 80,303.94	\$ 21,689.64	\$ 58,614.30	\$ 624,897.88	\$ 3,375,102.12
12	\$ 80,303.94	\$ 21,319.40	\$ 58,984.55	\$ 683,882.43	\$ 3,316,117.57
13	\$ 80,303.94	\$ 20,946.81	\$ 59,357.13	\$ 743,239.56	\$ 3,256,760.44
14	\$ 80,303.94	\$ 20,571.87	\$ 59,732.07	\$ 802,971.64	\$ 3,197,028.36
15	\$ 80,303.94	\$ 20,194.56	\$ 60,109.38	\$ 863,081.02	\$ 3,136,918.98
16	\$ 80,303.94	\$ 19,814.87	\$ 60,489.07	\$ 923,570.09	\$ 3,076,429.91
17	\$ 80,303.94	\$ 19,432.78	\$ 60,871.16	\$ 984,441.25	\$ 3,015,558.75
18	\$ 80,303.94	\$ 19,048.28	\$ 61,255.66	\$1,045,696.92	\$ 2,954,303.08
19	\$ 80,303.94	\$ 18,661.35	\$ 61,642.60	\$1,107,339.52	\$ 2,892,660.48
20	\$ 80,303.94	\$ 18,271.97	\$ 62,031.97	\$1,169,371.49	\$ 2,830,628.51
21	\$ 80,303.94	\$ 17,880.14	\$ 62,423.81	\$1,231,795.30	\$ 2,768,204.70
22	\$ 80,303.94	\$ 17,485.83	\$ 62,818.12	\$1,294,613.41	\$ 2,705,386.59
23	\$ 80,303.94	\$ 17,089.03	\$ 63,214.92	\$1,357,828.33	\$ 2,642,171.67
24	\$ 80,303.94	\$ 16,689.72	\$ 63,614.23	\$1,421,442.56	\$ 2,578,557.44
25	\$ 80,303.94	\$ 16,287.89	\$ 64,016.06	\$1,485,458.62	\$ 2,514,541.38
26	\$ 80,303.94	\$ 15,883.52	\$ 64,420.42	\$1,549,879.04	\$ 2,450,120.96
27	\$ 80,303.94	\$ 15,476.60	\$ 64,827.35	\$1,614,706.39	\$ 2,385,293.61
28	\$ 80,303.94	\$ 15,067.10	\$ 65,236.84	\$1,679,943.23	\$ 2,320,056.77
29	\$ 80,303.94	\$ 14,655.03	\$ 65,648.92	\$1,745,592.15	\$ 2,254,407.85
30	\$ 80,303.94	\$ 14,240.34	\$ 66,063.60	\$1,811,655.75	\$ 2,188,344.25

31	\$ 80,303.94	\$ 13,823.04	\$ 66,480.90	\$1,878,136.65	\$ 2,121,863.35
32	\$ 80,303.94	\$ 13,403.10	\$ 66,900.84	\$1,945,037.49	\$ 2,054,962.51
33	\$ 80,303.94	\$ 12,980.51	\$ 67,323.43	\$2,012,360.92	\$ 1,987,639.08
34	\$ 80,303.94	\$ 12,555.25	\$ 67,748.69	\$2,080,109.61	\$ 1,919,890.39
35	\$ 80,303.94	\$ 12,127.31	\$ 68,176.64	\$2,148,286.25	\$ 1,851,713.75
36	\$ 80,303.94	\$ 11,696.66	\$ 68,607.29	\$2,216,893.54	\$ 1,783,106.46
37	\$ 80,303.94	\$ 11,263.29	\$ 69,040.66	\$2,285,934.19	\$ 1,714,065.81
38	\$ 80,303.94	\$ 10,827.18	\$ 69,476.76	\$2,355,410.95	\$ 1,644,589.05
39	\$ 80,303.94	\$ 10,388.32	\$ 69,915.62	\$2,425,326.58	\$ 1,574,673.42
40	\$ 80,303.94	\$ 9,946.69	\$ 70,357.26	\$2,495,683.83	\$ 1,504,316.17
41	\$ 80,303.94	\$ 9,502.26	\$ 70,801.68	\$2,566,485.51	\$ 1,433,514.49
42	\$ 80,303.94	\$ 9,055.03	\$ 71,248.91	\$2,637,734.42	\$ 1,362,265.58
43	\$ 80,303.94	\$ 8,604.98	\$ 71,698.97	\$2,709,433.39	\$ 1,290,566.61
44	\$ 80,303.94	\$ 8,152.08	\$ 72,151.87	\$2,781,585.26	\$ 1,218,414.74
45	\$ 80,303.94	\$ 7,696.32	\$ 72,607.62	\$2,854,192.88	\$ 1,145,807.12
46	\$ 80,303.94	\$ 7,237.68	\$ 73,066.26	\$2,927,259.14	\$ 1,072,740.86
47	\$ 80,303.94	\$ 6,776.15	\$ 73,527.80	\$3,000,786.94	\$ 999,213.06
48	\$ 80,303.94	\$ 6,311.70	\$ 73,992.25	\$3,074,779.19	\$ 925,220.81
49	\$ 80,303.94	\$ 5,844.31	\$ 74,459.63	\$3,149,238.82	\$ 850,761.18
50	\$ 80,303.94	\$ 5,373.97	\$ 74,929.97	\$3,224,168.79	\$ 775,831.21
51	\$ 80,303.94	\$ 4,900.67	\$ 75,403.28	\$3,299,572.07	\$ 700,427.93
52	\$ 80,303.94	\$ 4,424.37	\$ 75,879.57	\$3,375,451.64	\$ 624,548.36
53	\$ 80,303.94	\$ 3,945.06	\$ 76,358.88	\$3,451,810.52	\$ 548,189.48
54	\$ 80,303.94	\$ 3,462.73	\$ 76,841.21	\$3,528,651.74	\$ 471,348.26
55	\$ 80,303.94	\$ 2,977.35	\$ 77,326.59	\$3,605,978.33	\$ 394,021.67
56	\$ 80,303.94	\$ 2,488.90	\$ 77,815.04	\$3,683,793.37	\$ 316,206.63
57	\$ 80,303.94	\$ 1,997.37	\$ 78,306.57	\$3,762,099.95	\$ 237,900.05
58	\$ 80,303.94	\$ 1,502.74	\$ 78,801.21	\$3,840,901.16	\$ 159,098.84
59	\$ 80,303.94	\$ 1,004.97	\$ 79,298.97	\$3,920,200.12	\$ 79,799.88
60	\$ 80,303.94	\$ 504.07	\$ 79,799.88	\$4,000,000.00	\$ 0.00

PROSPECTO DE EMISIÓN DE BONOS DE CDC, S.A. DE C.V.



EMISOR: CDC, S.A. DE C.V.

PROSPECTO DE EMISIÓN

Monto de la Emisión: US \$4, 000,000.00

Denominación de la Emisión: CICDC

PROGRAMA ROTATIVO DE CERTIFICADO DE INVERSION

NOMBRE DEL EMISOR: CDC, S.A. DE C.V.

DENOMINACIÓN: CICDC1

CLASE DE VALOR: Certificado de Inversión, a colocar por CDC, S.A. de C.V., a través de la Bolsa de Valores de El Salvador, S.A. de C.V., por medio de un programa de una colocación.

VALOR MÍNIMO Y MULTIPLO DE CONTRATACIÓN: Cien dólares de los Estados Unidos de América (US \$100.00) y múltiplos de cien dólares de los Estados Unidos de América (US \$100.00).

PLAZO DE LA EMISION: El plazo de la emisión es de cinco años contados a partir de la fecha del otorgamiento del asiento material en el Registro Público Bursátil, dentro de este plazo el emisor podrá realizar una sola colocación. El programa contempla una colocación sin diversas colocaciones ni plazos. El emisor se compromete a no colocar tramos de esta emisión que su vencimiento sea posterior al vencimiento del plazo de la emisión

FORMA DE PAGO DE CAPITAL: El capital será pagado totalmente al vencimiento del plazo.

RESPALDO DE LA EMISION: Esta emisión cuenta con garantía prendaria.

RENDIMIENTO: El certificado de inversión se coloca a descuento y otorgan a sus inversores una ganancia producto del diferencial entre el precio de adquisición por parte del inversionista y el precio de redención por parte del emisor, es decir, su valor facial, en el caso de que el inversionista los mantenga hasta su vencimiento; o su precio de venta, en el caso de que éste opte por venderlos en el mercado secundario antes de su fecha de amortización.

CASA DE CORREDORES DE BOLSA:	Servicios Generales Bursátiles, S.A. de C.V.
AGENTE ESTRUCTURADOR:	Servicios Generales Bursátiles, S.A. de C.V.
CLASIFICACIÓN DE RIESGO:	Pacific Credit Rating, S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo “N-1” para todos los tramos que emita.

AUTORIZACIONES DE LA PRESENTE EMISIÓN.

- (i) Aprobación de la emisión por la Junta Directiva de CDC, S.A. de C.V. en acta No. JD-0745 de fecha 11 de diciembre de 2011, y nombramiento de ejecutor especial, para que determine las características de la emisión, por la Junta Directiva de CDC, S.A. de C.V. en acta No. JD-0745 de fecha 08 de diciembre de 2011
- (ii) Acuerdo de inscripción de la Bolsa de Valores de El Salvador, S.A. de C.V., de la presente emisión otorgada en sesión de Junta Directiva No.15/2011 de fecha 14 de diciembre de 2011.
- (iii) Autorización de Asiento Registral en el Registro Público Bursátil que lleva la Superintendencia de Valores, tomado por su Consejo Directivo sesión No. CD 124/2011 de fecha 03 de enero de 2012.

RAZONES LITERALES

1. “Los valores objeto de esta oferta se encuentran asentados en el Registro Público Bursátil de la Superintendencia de Valores. Su registro no implica certificación sobre la calidad del valor o la solvencia del emisor”
2. “La inscripción de la emisión en la Bolsa, no implica certificación sobre la calidad del valor o la solvencia del emisor”;
3. “Es responsabilidad del inversionista leer la información que contiene este prospecto”

FIANZA POR LA EMISIÓN DE BONOS

BOLSA DE VALORES DE EL SALVADOR, S.A. DE C.V.

NUMERO 142563. En la ciudad de San Salvador, a las ocho horas del día uno de enero de dos mil doce .Ante mí, Marco Antonio Eusebio Cabrera Argón Notario, de este domicilio, comparece: el señor José Heriberto Cortéz, a quien conozco, portador de su documento único de identidad número cero cuatro uno dos tres siete uno dos cuatro seis, actuando en nombre y representación en su calidad de representante legal de la sociedad Anónima “CDC, S.A. DE C.V. del domicilio Col. Escalón N° 885 de la ciudad de San Salvador, que en este instrumento se denominará “el fiador”, cuya personería doy fe de ser legítima y suficiente, por haber tenido a la vista: la credencial que da potestad al señor Marco Antonio Eusebio Cabrera Argón. Y en el carácter en que actúa y comparece, ME DICE: PRIMERO: ANTECEDENTES. Que de conformidad a los artículos sesenta y tres y sesenta y cuatro de la Ley del Mercado de Valores, las Casas de Corredores de Bolsa deben constituir, previo al inicio de sus operaciones, una garantía en beneficio de sus clientes presentes o futuros que tengan o llegaren a tener en razón de sus operaciones de intermediación, para asegurar el cumplimiento de todas sus obligaciones, presentes o futuras, que tengan o llegaren a tener en razón a sus actividades de intermediación de valores en el mercado de capitales. SEGUNDO: CONSTITUCION DE FIANZA, FIADOR, BENEFICIARIO Y FIADO. Que el fiador a solicitud de la sociedad anónima, de este domicilio, que gira con la denominación de SERVICIOS GENERALES BURSATILES , S.A. DE C.V. Sociedad Anónima (de Capital Variable) –Casa de Corredores de Bolsa, se constituye fiador y principal pagador a favor de sus clientes presentes o futuros que tengan o llegaren a tener en razón de sus actividades de intermediación, representados en este acto por la sociedad anónima, de este domicilio, que gira bajo la denominación de “BOLSA DE VALORES DE EL SALVADOR, SOCIEDAD ANONIMA DE CAPITAL VARIABLE” de conformidad al artículo sesenta y cuatro de la Ley del Mercado de Valores, en adelante “el Beneficiario”, para responder por las operaciones bursátiles que realice “ CDC, Sociedad Anónima (de Capital Variable)” – Casa de Corredores de Bolsa, por sí o por medio de sus empleados, funcionarios o “agentes corredores” a que se refiere el artículo sesenta y uno de la Ley del Mercado de Valores. TERCERO: MONTO DE LA FIANZA. La garantía que se constituye por medio de este documento, a favor del beneficiario asciende a la suma de CUATRO MILLONES QUINIENTOS MIL DOLARES DE LOS ESTADOS UNIDOS DE AMERICA. CUARTO: ALCANCE DE GARANTIA. Esta garantía cubre toda la responsabilidad que pudiera haber a “SERVICIOS GENERALES BURSATILES, S.A. DE C.V Sociedad Anónima (de Capital Variable)”, –Casa de Corredores de Bolsa por los siguientes actos, entre otros: (i) Recibir valores de cualquier entidad emisora, ya sea del sector público, del sector privado o del público inversor, para la venta y colocación, a través de la Bolsa. (ii) Recibir cantidades de dinero del público para su inversión; por haber recibido valores, dinero falso o cheques sin provisión de fondos, por estafas, hurtos, robos o extravíos

mientras los fondos o valores estén bajo su responsabilidad. (iii) Por incumplimientos debidos a operaciones o errores de venta de valores que posean características diferentes a las recibidas para tal fin. (i) Por falta de la entrega de valores por parte del cliente. (v) Por errores en venta o en compra de un valor; (vi) por malas prácticas administrativas, principalmente en la realización de operaciones en que se ofrezca más de lo acordado con sus clientes. (vii) Por recibir para su venta valores diferentes a los contratados; y (viii) en fin, por el incumplimiento de la liquidación de las operaciones cerradas o concluidas en bolsa. Quedan asimismo cubiertas por esta garantía, las obligaciones de "SERVICIOS GENERALES BURSATILES , S.A. DE C.V, Sociedad Anónima (de Capital Variable", Casa de Corredores de Bolsa, para con "BOLSA DE VALORES DE EL SALVADOR, S.A. DE C.V., en cuanto al pago de derechos, comisiones, recargos y multas que establecen las resoluciones, leyes y reglamentos. Todos los anteriores casos son ejemplificativos y no limitativos, pues la presente garantía es amplia y cubre, para seguridad del sistema bursátil, el cumplimiento de todas las obligaciones de "CDC, Sociedad Anónima (de Capital Variable)", Casa de Corredores de Bolsa, como casa de corredores de bolsa y con el Fisco, en caso de multas por incumplimientos de obligaciones tributarias por operaciones bursátiles. QUINTO. PLAZO DE LA FIANZA. La presente garantía se constituye para el plazo de CINCO AÑOS, contado a partir del día uno de enero del dos mil doce, por lo que vencerá el día treinta y uno de diciembre de dos mil dieciséis. Las acciones del beneficiario contra la institución fiadora prescribirán en tres años, de conformidad a lo establecido en el artículo mil quinientos cincuenta del Código de Comercio. Vencido el plazo de prescripción y de no haber reclamo alguno de parte del beneficiario terminará la responsabilidad del fiador y quedará cancelada la presente fianza. SEXTO: DOMICILIO. Para los efectos legales derivados de esta obligación fija como su domicilio especial el de esta ciudad, a la competencia de cuyos Tribunales se somete. El compareciente me manifiesta que conoce y tiene en su poder la normativa legal a la cual se ha hecho mención en este contrato. Así se expresó el compareciente, a quien expliqué los efectos legales de este instrumento y leído que le hube, íntegramente, en un solo acto, lo ratificó y firmamos. DOY FE

CALIFICACIÓN DE LOS TÍTULOS VALORES

CALIFICACIÓN	INTERPRETACIÓN	
AAA	Máxima capacidad de pago, Emisor excepcionalmente estable	GRADO DE INVERSIÓN
AA	Muy alta capacidad de pago, Emisor muy estable	
A	Buena capacidad de pago, Emisor estable	
BBB	Suficiente capacidad de pago, Emisor Susceptible	
BB	Capacidad de pago, Emisor Susceptible	
B	Capacidad de pago mínima, Emisor susceptible	
C	No cuenta con capacidad de pago, alto riesgo.	ALTO RIESGO
D	No cuenta con capacidad de pago, muy alto riesgo, posible proceso de quiebra.	
E	No se ha presentado información suficiente, o no tiene información representativa para el periodo mínimo exigido para la calificación, no existen garantías suficientes.	

Pacific Credit Rating , S.A. de C.V. Clasificadora de Riesgo

Informe de Clasificación

Contacto:

José Andrés Moran

Jandres@pcr.com.sv

Carlos Pastor

C_pastor@pcr.com.sv

CDC, S.A. DE C.V.

San Salvador, El Salvador

Comité de Clasificación Ordinario: 11 de noviembre de 2011

Clasificación	Categoría(*)	Definición de Categoría
Certificado de Inversión (CDC01) US \$4,000,000.00	N-1 sv	Corresponde a aquellos instrumentos cuyos emisores cuentan con la mas Alta capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se venía afectada ante posibles cambios en el emisor, En la industria que pertenece o en la economía.
Equivalencia según Artículo 95- B, Ley de Mercado de Valores	AA-s.v.	
Perspectiva	Estable	

"La opinión del Colegio de Clasificación de Riesgo continuara una sugerencia o recomendación para invertir, ni un avalo o garantía de la emisión, sino un factor complementario a las decisiones de inversión, pero los miembros del Consejo serán responsables de una opinión en la que se haya comprobado deficiencia o mala intención, y estarán sujetos a las sanciones legales pertinentes"

MM DE US\$ AL 30.12.11		
ROAA: 2.4%	Activos:79.7	Patrimonio:80.2
ROAE: 19.9%	Utilidad: 1	Ingresos Operativos:1.1

Historia: _____

La información utilizada para el presente informe comprendió los estados financieros auditados por el emisor (CDC, S.A. DE C.V.) al 31 de diciembre de 2008, 2009,2010. Por el lado del Fidos (Servicios Generales Bursátiles, S.A. DE C.V.) se analizaron los estados financieros auditados al 31 de diciembre de 2008, 2009,20101. Así mismo se utilizo información adicional proporcionada por las instituciones

AMORTIZACIÓN DE FINANCIAMIENTO POR ANÁLISIS DE TITULARIZACIÓN

Amortización por titularización			
Importe	4,000,000.00		PAGOS TOTALES
Años	5	PRINCIPAL	\$4,000,000.00
importe	4,000,000.00		
años	5.00		
Interés nominal	6.00%		
Periodo de pago	12	TOTAL	\$4,639,872.37

coste efectivo	6.17%
----------------	-------

meses	cuota	intereses	amortización	amortizado	Capital Insoluto
0					4,000,000.00
1	\$ 77,331.21	\$ 20,000.00	\$57,331.21	\$ 57,331.21	\$ 3,942,668.79
2	\$ 77,331.21	\$ 19,713.34	\$57,617.86	\$ 114,949.07	\$ 3,885,050.93
3	\$ 77,331.21	\$ 19,425.25	\$57,905.95	\$ 172,855.02	\$ 3,827,144.98
4	\$ 77,331.21	\$ 19,135.72	\$58,195.48	\$ 231,050.50	\$ 3,768,949.50
5	\$ 77,331.21	\$ 18,844.75	\$58,486.46	\$ 289,536.96	\$ 3,710,463.04
6	\$ 77,331.21	\$ 18,552.32	\$58,778.89	\$ 348,315.85	\$ 3,651,684.15
7	\$ 77,331.21	\$ 18,258.42	\$59,072.79	\$ 407,388.64	\$ 3,592,611.36
8	\$ 77,331.21	\$ 17,963.06	\$59,368.15	\$ 466,756.79	\$ 3,533,243.21
9	\$ 77,331.21	\$ 17,666.22	\$59,664.99	\$ 526,421.78	\$ 3,473,578.22
10	\$ 77,331.21	\$ 17,367.89	\$59,963.31	\$ 586,385.09	\$ 3,413,614.91
11	\$ 77,331.21	\$ 17,068.07	\$60,263.13	\$ 646,648.22	\$ 3,353,351.78
12	\$ 77,331.21	\$ 16,766.76	\$60,564.45	\$ 707,212.67	\$ 3,292,787.33
13	\$ 77,331.21	\$ 16,463.94	\$60,867.27	\$ 768,079.94	\$ 3,231,920.06
14	\$ 77,331.21	\$ 16,159.60	\$61,171.61	\$ 829,251.54	\$ 3,170,748.46
15	\$ 77,331.21	\$ 15,853.74	\$61,477.46	\$ 890,729.01	\$ 3,109,270.99
16	\$ 77,331.21	\$ 15,546.35	\$61,784.85	\$ 952,513.86	\$ 3,047,486.14
17	\$ 77,331.21	\$ 15,237.43	\$62,093.78	\$1,014,607.63	\$ 2,985,392.37
18	\$ 77,331.21	\$ 14,926.96	\$62,404.24	\$1,077,011.88	\$ 2,922,988.12
19	\$ 77,331.21	\$ 14,614.94	\$62,716.27	\$1,139,728.14	\$ 2,860,271.86
20	\$ 77,331.21	\$ 14,301.36	\$63,029.85	\$1,202,757.99	\$ 2,797,242.01
21	\$ 77,331.21	\$ 13,986.21	\$63,345.00	\$1,266,102.99	\$ 2,733,897.01
22	\$ 77,331.21	\$ 13,669.49	\$63,661.72	\$1,329,764.71	\$ 2,670,235.29
23	\$ 77,331.21	\$ 13,351.18	\$63,980.03	\$1,393,744.74	\$ 2,606,255.26
24	\$ 77,331.21	\$ 13,031.28	\$64,299.93	\$1,458,044.67	\$ 2,541,955.33
25	\$ 77,331.21	\$ 12,709.78	\$64,621.43	\$1,522,666.10	\$ 2,477,333.90
26	\$ 77,331.21	\$ 12,386.67	\$64,944.54	\$1,587,610.63	\$ 2,412,389.37
27	\$ 77,331.21	\$ 12,061.95	\$65,269.26	\$1,652,879.89	\$ 2,347,120.11
28	\$ 77,331.21	\$ 11,735.60	\$65,595.61	\$1,718,475.50	\$ 2,281,524.50
29	\$ 77,331.21	\$ 11,407.62	\$65,923.58	\$1,784,399.08	\$ 2,215,600.92
30	\$ 77,331.21	\$ 11,078.00	\$66,253.20	\$1,850,652.28	\$ 2,149,347.72
31	\$ 77,331.21	\$ 10,746.74	\$66,584.47	\$1,917,236.75	\$ 2,082,763.25
32	\$ 77,331.21	\$ 10,413.82	\$66,917.39	\$1,984,154.14	\$ 2,015,845.86
33	\$ 77,331.21	\$ 10,079.23	\$67,251.98	\$2,051,406.12	\$ 1,948,593.88
34	\$ 77,331.21	\$ 9,742.97	\$67,588.24	\$2,118,994.35	\$ 1,881,005.65
35	\$ 77,331.21	\$ 9,405.03	\$67,926.18	\$2,186,920.53	\$ 1,813,079.47
36	\$ 77,331.21	\$ 9,065.40	\$68,265.81	\$2,255,186.34	\$ 1,744,813.66
37	\$ 77,331.21	\$ 8,724.07	\$68,607.14	\$2,323,793.48	\$ 1,676,206.52
38	\$ 77,331.21	\$ 8,381.03	\$68,950.17	\$2,392,743.65	\$ 1,607,256.35
39	\$ 77,331.21	\$ 8,036.28	\$69,294.92	\$2,462,038.58	\$ 1,537,961.42
40	\$ 77,331.21	\$ 7,689.81	\$69,641.40	\$2,531,679.98	\$ 1,468,320.02
41	\$ 77,331.21	\$ 7,341.60	\$69,989.61	\$2,601,669.58	\$ 1,398,330.42

42	\$	77,331.21	\$ 6,991.65	\$70,339.55	\$2,672,009.14	\$ 1,327,990.86
43	\$	77,331.21	\$ 6,639.95	\$70,691.25	\$2,742,700.39	\$ 1,257,299.61
44	\$	77,331.21	\$ 6,286.50	\$71,044.71	\$2,813,745.10	\$ 1,186,254.90
45	\$	77,331.21	\$ 5,931.27	\$71,399.93	\$2,885,145.03	\$ 1,114,854.97
46	\$	77,331.21	\$ 5,574.27	\$71,756.93	\$2,956,901.96	\$ 1,043,098.04
47	\$	77,331.21	\$ 5,215.49	\$72,115.72	\$3,029,017.67	\$ 970,982.33
48	\$	77,331.21	\$ 4,854.91	\$72,476.29	\$3,101,493.97	\$ 898,506.03
49	\$	77,331.21	\$ 4,492.53	\$72,838.68	\$3,174,332.65	\$ 825,667.35
50	\$	77,331.21	\$ 4,128.34	\$73,202.87	\$3,247,535.51	\$ 752,464.49
51	\$	77,331.21	\$ 3,762.32	\$73,568.88	\$3,321,104.40	\$ 678,895.60
52	\$	77,331.21	\$ 3,394.48	\$73,936.73	\$3,395,041.13	\$ 604,958.87
53	\$	77,331.21	\$ 3,024.79	\$74,306.41	\$3,469,347.54	\$ 530,652.46
54	\$	77,331.21	\$ 2,653.26	\$74,677.94	\$3,544,025.48	\$ 455,974.52
55	\$	77,331.21	\$ 2,279.87	\$75,051.33	\$3,619,076.82	\$ 380,923.18
56	\$	77,331.21	\$ 1,904.62	\$75,426.59	\$3,694,503.41	\$ 305,496.59
57	\$	77,331.21	\$ 1,527.48	\$75,803.72	\$3,770,307.13	\$ 229,692.87
58	\$	77,331.21	\$ 1,148.46	\$76,182.74	\$3,846,489.87	\$ 153,510.13
59	\$	77,331.21	\$ 767.55	\$76,563.66	\$3,923,053.53	\$ 76,946.47
60	\$	77,331.21	\$ 384.73	\$76,946.47	\$4,000,000.00	\$ (0.00)

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN POR TITULARIZACIÓN

Denominación del fondo De titularización:

Fondo de titularización – Hencorp Valores - CDC 01 denominación que podrá abreviarse “FTHVCDC 01.

Denominación del Emisor:

Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, en carácter de administradora del FTHVCDC01 y con cargo a dicho fondo.

Denominación del Originador:

CDC, S.A. de C.V.

Denominación de la Sociedad Titularizadora:

Hencorp Valores, S.A., Titularizadora (en adelante también referida como sociedad titularizadora)

Representante de los Tenedores de valores de Titularización-títulos de Deuda emitidos con Cargo al FTHVCDC01:

Lafise Valores de El Salvador, S.A. de C.V., casa de corredores de Bolsa

Denominación de la Emisión

Valores de titularización- títulos de deuda con cargo al fondo de titularización Hencorp Valores- CDC 01, cuya abreviación es VTHVCDC01- tramo 1.

Naturaleza del valor:

Los valores a emitirse son obligaciones consistentes en valores de titularización- títulos De deuda, negociables, representados por anotaciones electrónicas en cuenta a favor de Cada uno de sus titulares y representan su participación individual en un crédito Colectivo con cargo al FTHVCDC01.

Clase de valor:

Valores de titularización- título de deuda con cargo al FTHVCDC01, representados por Anotaciones electrónicas de valores en cuenta, en adelante: “valores de titularización Títulos de deuda”.

Monto de la emisión:

Hasta US\$4, 000,000.00

Valor mínimo y Múltiplos de Contratación de Anotaciones electrónicas De valores en cuenta:

CIEN (US\$100.00) DOLARES de los Estados Unidos de América y múltiplos de CIEN DOLARES de los estados unidos de américa (US\$100.00)

Forma de Representación de los Valores:

Anotaciones electrónicas de valores en cuenta

Moneda de negociación:

Dólares de los Estados Unidos de América

Trasferencia de los Valores:

Los traspasos de los valores representados por anotaciones electrónicas en cuenta, efectuarán por medio de transferencia contable en el registro de cuenta de valores que de forma electrónica lleva la central de depósito de valores, S.A. de C.V., en Adelante CEDEVAL, S.A. DE C.V.

Redención de los Valores:

Trascurridos cuarenta y ocho meses después de su colocación, los valores de titularización-títulos de deuda podrán ser redimidos parcial o totalmente en forma Anticipada. La redención se efectuara al valor del principal a redimir, según aparezca anotado electrónicamente en los registros de CEDEVAL, S.A. DE C.V., en caso de redención anticipada, el fondo de titularización por medio de la sociedad titularizadora, deberá informar al representante de tenedores, a la superintendencia de valores, a la Bolsa de valores y a la Central de Depósito de Valores, S.A. de C.V. con quince días de anticipación por la junta directiva de Hencorp Valores, S.A., Titularizadora, debiendo realizarse por medio de transacciones en la bolsa de valores.

Plazo de la emisión:

La emisión de valores de titularización-títulos de deuda, representados por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, tendrá un plazo de sesenta meses para el tramo Uno denominado VTHVCDC01-tramo 1.

Forma y lugar de pago:

La forma del pago del capital de la emisión se establecerá al momento de la colocación. Los intereses se pagaran de forma mensual y consecutiva. Tanto capital como intereses serán pagaderos a través del procedimiento establecido por CEDEVAL, S.A. DE C.V., Consistente en: I) CEDEVAL, S.A. DE C.V. entregara a hencorp valores, s.a., titularizadora, con anticipación de tres días hábiles a la fecha de cada pago de intereses y amortizaciones de capital, un reporte en el cual detallará información de la emisión a Pagar; II) Hencorp Valores, s.a., Titularizadora, con cargo al fondo de titularización FTHVCDC01, verificará con anterioridad de dos días a la fecha de pago, el monto a pagar y entregara los fondos a CEDEVAL, S.A. DE C.V. de la siguiente forma: 1) si los fondos son entregados mediante cheque con fondo firme a CEDEVAL, S.A. DE C.V., el pago se efectuará un día hábil antes del día de pago de los intereses o el capital; y 2) si los fondos son entregados mediante transferencia bancaria cablegráfica hacia la o las cuentas que CEDEVAL, S.A. DE C.V., indique, el pago se efectuara antes de las nueve horas del día establecido para el pago de capital o intereses; III) Hencorp Valores, S.A., titularizadora, con cargo al fondo de titularización FTHVCDC01, queda exonerado de realizar los pagos luego de realizar el pago a CEDEVAL, S.A. DE C.V. o a las cuentas que CEDEVAL, S.A. DE C.V., hubiere indicado, según el caso: IV) una vez se tuviere la verificación del pago por parte de hencorp valores, s.a., titularizadora, con cargo al fondo de titularización FTHVCDC01, CEDEVAL, S.A. DE C.V., procederá a cancelar a cada participante directo, casa de corredores de bolsa, la cantidad que le corresponde, a la cuenta bancaria que hubiere instruido a CEDEVAL, S.A. DE C.V. para dicho fin; V) es el participante directo, casa de corredores de bolsa, quien realizará los pagos individuales a cada inversionista titular de los valores; VI) el último pago de intereses de la emisión se efectuará al vencimiento del plazo de los valores de titularización; VII) cuando los pagos venzan en día no hábil, el pago se realizará el día hábil inmediato siguiente; VIII) los pagos que realiza CEDEVAL, S.A. DE C.V., se harán de sus oficinas principales ubicadas en urbanización jardines de

la hacienda, boulevard merliot y avenida las carretas, antiguo Cuscatlán, departamento de la libertad; y XI) los pagos que realizaran las casas de corredores de bolsa, se harán en sus oficinas.

Tasa de intereses:

La sociedad titularizadora con cargo al fondo de titularización, pagará intereses de forma mensual sobre el saldo de las anotaciones en cuenta a cada titular durante todo periodo de vigencia de la emisión que se calcularan con base en el año calendario. La tasa de interés podrá ser fija o variable u opción de la titularización, lo que determinara antes de la colocación de los valores. Si la tasa es variable estará conformada por una tasa o base de referencia y un diferencial de interés o sobretasa fija. La tasa base o de referencia a utilizar será: (i) la tasa de interés básica pasiva promedio ponderado, TIBP, a 180 días plazo publicada por el banco central de reserva de El Salvador, la semana anterior a la primera negociación de un tramo o de su reajuste; o (ii) la tasa denominada "London interbank offered rate", mejor conocida como "LIBOR" a seis meses plazo publicada los días miércoles por la "British Banker's Association" o el Barclay's Bank o el Citibank. A la tasa base se le sumara una sobretasa que será fija mientras se encuentre vigente el plazo de la emisión; dicha sobretasa no podrá ser menor de 0.01% mientras se encuentre vigente el plazo de la emisión. En el caso de optar por la tasa variable, la sociedad titularizadora podrá determinar una tasa de interés máxima, la que se establecerá al momento de la colocación. Si la tasa es variable los reajustes de la tasa de interés se realizaran semestralmente y deberán ser comunicados a la bolsa de valores, mediante notificación por escrito de la sociedad titularizadora, debidamente legalizada ante notario y la bolsa de valores a la superintendencia de valores a mas tardar un día hábil antes de la vigencia de la nueva tasa, acompañada de la documentación respectiva que compruebe la tasa base de interés utilizada. La sociedad titularizadora con cargo al FTHVCDC01 deberá publicar en un periodo de circulación nacional los reajustes de las tasas de interés el día hábil antes de la fecha de reajuste.

Interés moratorio:

En caso de mora en el pago de capital, el fondo de titularización reconocerá a los tenedores de valores, además, un interés moratorio del cinco por ciento anual sobre la porción del capital de la cuota correspondiente en mora.

Prelación de pagos:

Todo pago se hará por la sociedad titularizadora con cargo al fondo de titularización, a través de la cuenta de depósito bancaria abierta en un banco debidamente autorizado para realizar operaciones pasivas por la superintendencia del sistema financiero denominada cuenta discrecional, en el siguiente orden, primero, en caso sea necesario, se abona la cantidad necesaria en la cuenta bancaria denominada cuenta restringida hasta que su saldo sea equivalente como mínimo a las próximas dos cuotas de pago de intereses y principal de los valores de titularización, con el objetivo de proveer los próximos dos pagos de intereses y principal correspondiente a los tenedores de valores; segundo, obligaciones a favor de los Tenedores de Valores; tercero, comisiones a la Sociedad Titularizadora; cuarto, saldo de costos y gastos adeudados a terceros; quinto, cualquier remanente se devolverá mensualmente al originador. En el evento de liquidación del fondo de titularización se deberá seguir el orden de prelación dictado por el artículo setenta de la ley de titularización de activos: 1. En primer lugar, el pago de deuda tributaria; 2. En segundo lugar, se le pagaran las obligaciones a favor de tenedores de valores emitidos con cargo al FTHVCDC01; 3. En tercer lugar, se imputará otros saldos adeudados a terceros; 4. En cuarto lugar, se pagarán las comisiones de gestión a favor de la Titularizadora.

Estructuración de los tramos a negociar de la emisión

La emisión contará con un tramo denominado VTHVCDC01-tramo 1 que será por un monto de US\$4, 000,000.00. La titularización deberá remitir certificación de punto de acta de su junta directiva a la bolsa de valores y a la superintendencia del sistema financiero, con la firma debidamente autentica por notario, mediante la cual se autoriza la fecha de negociación y la fecha de liquidación del tramo, la tasa fija o la tasa base y la sobretasa, el monto a negociar, el valor mínimo y múltiplos de contratación de la anotación electrónica de valores en cuentas, tasas mínimas y máximas, a la fecha de vencimiento.

Destino de los fondos de la emisión:

Los fondos que se obtengan por la negociación de la presente serán invertidos por la sociedad titularizadora con cargo al fondo de titularización, en la adquisición de derechos sobre flujos financieros futuros de una porción de los primeros ingresos percibidos por CDC, S.A. DE C.V. Por ingresos percibidos por CDC, S.A. DE C.V. se entenderán flujos financieros futuros de: a) venta de apartamentos del proyecto Torre Nuevo Cuscatlán; b) los dividendos o utilidades que le correspondan por las acciones o aportes que tenga en sociedad de cualquier género; c) las subvenciones, donaciones y legados que reciba; d) el producto de los contratos que celebre; e) el producto de los empréstitos, prestamos y demás operaciones de crédito que obtenga; f) el precio de la venta de los bienes muebles e inmuebles que efectuaré; g) cualquiera otra que determinan las leyes y reglamentos.

Destino de los fondos obtenidos de la venta de flujos financieros futuros:

Los fondos que la sociedad CDC, S.A. DE C.V., reciba en virtud de la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros, que efectúe al fondo de titularización FTHVCDC01, serán invertidos por CDC, S.A. DE C.V. en el proyecto "Urbanización Nuevo Nejapa".

Negociabilidad en bolsa:

La negociación del tramo de oferta pública se efectuara en la bolsa de valores por intermediación de las casas de corredores de bolsa, en las sesiones de negociación que realicen en la bolsa de valores. La fecha de negociación será comunicada a la bolsa de valores mediante certificación de punto de acta de junta directiva de la titularizadora.

Respaldo de la emisión:

El pago de los valores de titularización-títulos de deuda, estará únicamente respaldado por el patrimonio del fondo de titularización FTHVCDC01, constituido como un patrimonio independiente del patrimonio del originador. El fondo de titularización es constituido con el propósito principal de generar los pagos de esta emisión, sirviéndose de los derechos adquiridos sobre los flujos futuros de una porción correspondiente a los primeros ingresos mensuales percibidos por la sociedad, definidos previamente en "destinos de los fondos de la emisión", según el siguiente procedimiento:

1. Adquisición de los derechos sobre flujos futuros de una porción correspondiente a los primeros ingresos mensuales de la sociedad.
 - 1.1 mediante escritura pública de contrato de cesión y administración otorgada, la sociedad cedió a título oneroso e hizo la tradición a HENCORP VALORES, S.A., TITULARIZADORA, con cargo al FTHVCDC01, de todos los derechos sobre los flujos futuros de una porción correspondiente a los primeros ingresos percibidos mensualmente por la sociedad, los cuales se transferirán a partir del día uno de cada mes, hasta un monto de US\$4,639,872.37 que serán entregados al FTHVCDC01, en montos mensuales y sucesivos de US\$ 7,7331.20 los montos establecidos serán libres de cualquier impuesto que en el futuro puedan

serles establecidos, correspondiendo a la sociedad, el pago a la administración tributaria o a la entidad competente de todo tipo de impuesto, tasas, contribuciones especiales o tributos en general, que cause la generación de dichos flujos financieros futuros, en caso le aplicasen; 1.2 la sociedad titularizadora adquirió para el FTHVCDC01, únicamente los derechos sobre los flujos financieros futuros establecidos anteriormente; 1.3 una vez transferidos los derechos sobre los flujos financieros futuros, la sociedad titularizadora, colocara los valores de titularización-títulos de deuda que emita con cargo FTHVCDC01, con el producto de los mismos pagara a la sociedad el precio de los flujos, acordado por la cantidad de US\$4,000,000.00; 1.4 los fondos percibidos mensualmente por la entrada de flujos cedidos, serán depositados en una cuenta bancaria a nombre del FTHVCDC01 administrada por HENCORP VALORES, S.A., TITULARIZADORA, abierta en un banco debidamente autorizado para realizar operaciones pasivas por la superintendencia del sistema financiero, denominada cuenta discrecional; 2 cuenta restringida: formara parte del respaldo de esta emisión, la cuenta bancaria denominada cuanta restringida del FTHVCDC01, la que será administrada por HENCORP VALORES, S.A., TITULARIZADORA, este respaldo no deberá ser menor a las dos próximas cuotas de capital e intereses a pagarse a los tenedores de valores; 3 ordenes irrevocables de pago (OIPs): como respaldo operativo de la emisión, la sociedad por medio de contrato de cesión y administración se comprometió a transferir la cesión de pagos a través de girar ordenes irrevocables de pago (OIPs), que serán mantenidas validas y vigentes mientras no se haya liquidado el capital e intereses de la emisión del FTHVCDC01 y que serán ejecutadas directamente por quienes hagan la función de colecturía tributaria de la sociedad. Sin embargo, esta condición no limita la responsabilidad de la sociedad de trasladar directamente el total de la cesión establecida en el contrato de cesión al FTHVCDC01, 4)ordenes irrevocables de depósito (OIDs): en caso que por cualquier motivo, y si y solo si los colectores del originador no pueden ejecutar las órdenes irrevocables de pago, la sociedad titularizadora con cargo al fondo podrá ejecutar la o las ordenes de depósito irrevocables autorizadas por la sociedad en las diferentes entidades bancarias en las que la sociedad colecte o disponga de fondos hasta por las cantidades acordadas en el contrato de cesión y que serán mantenidas validas y vigentes mientras no se haya liquidado el capital e interés de la emisión del FTHVCDC01. Sin embargo, esta condición no limita la responsabilidad de la sociedad de trasladar directamente el total de la cesión establecida en el contrato de cesión al FTHVCDC01 sin embargo, esta condición no limita la responsabilidad de la sociedad de trasladar directamente el total de la cesión establecida en el contrato de cesión al FTHVCDC01.

Plazo de negociación:

De acuerdo al artículo setenta y seis de la ley de titularización de activos, el FTHVCDC01, dispone del plazo de ciento ochenta días contados a partir de la fecha de la primera oferta pública, para negociar el setenta y cinco por ciento de la misma. En caso no cumpla con el plazo estipulado se procederá a la liquidación del fondo de titularización de acuerdo a los mecanismos también establecidos en la ley de titularización de activos.

Modificación de las características de la emisión:

La junta directiva de HENCORP VALORES, S.A., TITULARIZADORA, en su calidad de administradora del fondo de titularización FTHVCDC01, podrá modificar las características de la presente emisión, antes de la primera negociación y de acuerdo a las regulaciones emitidas por al bolsa de valores y previa aprobación de la superintendencia de valores. Si la emisión ya estuviere en circulación, podrá ser modificada solamente con la autorización de la junta de tenedores de valores, para lo cual, se deberá seguir los procedimientos establecidos por la bolsa de valores correspondiente y previa aprobación de la superintendencia de valores.

Ratio financiero:

Se entenderá como ingresos operacionales, los ingresos corrientes más transferencias del fondo para el desarrollo económico y social de la sociedad definida en las cuentas de estado de resultados como ingresos de gestión.

Procedimiento en caso de mora:

Si diez días antes de la fecha en que deba ser efectuando un pago de la presente emisión con todas sus erogaciones al fondo de titularización, se determina que no existen en la cuenta discrecional del fondo de titularización, fondos suficientes para pagar en un cien por ciento el valor de la cuota de intereses y capital próxima siguiente, la sociedad titularizadora procederá a disponer de los fondos en la cuenta restringida del fondo de titularización, para realizar los pagos a los tenedores de los valores de titularización. Títulos de deuda. Si los fondos depositados en la cuenta restringida del fondo de titularización no son suficientes para realizar el pago inmediato de la cuota de intereses y principal próxima siguiente de la presente emisión, habrá lugar a una situación de mora. Dicha situación deberá ser comunicada al representante de los tenedores de los valores de titularización con el objetivo que convoque a una junta general de los tenedores y se determinen los pasos seguir. Asimismo, la sociedad titularizadora lo deberá informar inmediata y simultáneamente a la bolsa de valores y la superintendencia de valores.

Caducidad del plazo de la emisión:

Al ocurrir cualquiera de las causales de caducidad que se establezcan en el contrato de cesión de derechos sobre flujos financieros futuros, que fue otorgado por la sociedad y la titularizadora, dicho sociedad procederá a enterar a la titularizadora la cantidad que haga falta para completar el saldo que se encuentre pendiente de pago para completar, a la fecha de ocurrir la causal de caducidad de que se trate, hasta la suma de US\$ 4,639,872.37 en concepto del valor total que como contraprestación deba ser pagado a la titularizadora, en los términos que se establezcan en el referido contrato; esta última deberá notificar dicha situación de manera inmediata al representante de los tenedores de valores y de acuerdo a lo establecido en el literal c) del artículo sesenta y seis de la ley de titularización de activos, considere la liquidación del fondo de titularización, caducando de esta manera el plazo de la presente emisión. En este caso, la titularización deberá proceder a enterar de inmediato a los tenedores de valores, la totalidad correspondiente de las sumas de dinero que en virtud de lo anterior le hayan sido entregadas por la sociedad, hasta el pago total del saldo insólito de capital e intereses acumulados por los valores emitidos. Lo anterior deberá ser notificado por la titularizadora y el representante de los tenedores de valores de manera inmediata a la bolsa de valores y a la superintendencia de valores.

Procedimiento de redención anticipada de los valores:

Transcurridos cuarenta y ocho meses después de su colocación, los valores de titularización-títulos de deuda podrán ser redimidos parcial o totalmente en forma anticipada. La redención anticipada de los valores podrá ser acordada únicamente por la junta directiva de Hencorp valores, s.a., titularizadora, correspondiéndole a la titularizadora decidir si existen las condiciones para una redención anticipada de los valores, para la cual será necesario el acuerdo tomado por su junta directiva. El monto de capital redimido, dejara de devengar intereses desde la fecha fijada para su pago. En la fecha de redención de los valores, la titularización, actuando en su calidad de administradora del fondo de titularización, hará efectivo el pago según los términos y condiciones de los valores emitidos, debiendo realizarse por medio de transacciones en la bolsa de valores. En caso de realizarse la redención anticipada de los valores, ya sea parcial o totalmente, los tenedores de valores recibirán el saldo insoluto parcial o totalmente de capital de los valores emitidos y los

intereses acumulados a la fecha fijada para el pago. Transcurrido este plazo y si hubiese valores redimidos no pagados, la titularización mantendría, por ciento ochenta días más el monto pendiente de pago de los valores redimidos, el cual estará depositado en la cuenta bancaria denominada cuenta restringida. Vencido dicho plazo, lo pondrá a disposición de los tenedores de valores mediante depósito judicial a favor de la persona que acredite titularidad legítima mediante certificación emitida por CEDEVAL, S.A. DE C.V.

Condiciones particulares:

Parámetros generales de administración de flujos financieros futuros el fondo de titularización-hencorp valores-CDC01, abrirá la denominada cuenta discrecional, en el cual se depositaran los ingresos percibidos de parte de la sociedad, que le serán transferidos en virtud y bajo las condiciones que se establecen en el contrato de sesión respectivo y conforme a lo establecido previamente en el apartado correspondiente a “respaldo de la emisión” de este prospecto. Dicha cuenta será administrada por hencorp valores, s.a. titularizadora a cargo del fondo de titularización-hencorp valores CDC01 queda establecido que el saldo de capital de los valores emitidos se reducirá conforme existan amortizaciones al mismo, lo que consecuentemente ocasionara menores gastos mensuales por interés para el fondo de titularización-hencorp valores-CDC01 por lo que se podrán retirar de la denominada cuenta restringida. Los fondos remanentes en exceso del monto equivalente a las dos próximas cuotas de capital e intereses a pagarse a los tenedores de valores, y destinarlos conforme el orden establecido previamente en el apartado correspondiente a “prelación de pagos”.

Forma de amortización de capital:

La forma de pago de capital podrá ser mensual, trimestral, semestral, anual o al vencimiento en cuotas iguales o desiguales y será definida por la titularización antes de la colocación.

Custodia y depósito:

Le emisión de valores de titularización-títulos de deuda, representada por anotaciones electrónicas de valores en cuenta, estará depositada en los registros electrónicos que lleva CEDEVAL, S.A. DE C.V., para lo cual será necesario presentarle el contrato de titularización de la emisión correspondiente y la certificación del asiento registral que emita la superintendencia de valores, a la que se refiere el párrafo final del artículo treinta y cinco de la ley de anotaciones electrónicas de valores en cuenta.

Clasificaciones de riesgo:

Esta emisión cuenta con clasificación de riesgo otorgada por Pacific Credit Rating, S.A. de C.V., clasificadora de riesgo. La clasificación de riesgo otorgada inicialmente es “AA” según sesión de su consejo de clasificación de riesgo y con información financiera al treinta de septiembre de dos mil diez, obligándose la sociedad titularizadora a mantener la emisión clasificada durante todo el periodo de su vigencia y actualizarla trimestralmente, conforme a la resolución de la superintendencia de valores dictada al efecto. La clasificación de riesgo ha sido contratada por un plazo inicial de un año. La clasificación de riesgo “AA” corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, a cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía. Adicionalmente la emisión cuenta con clasificación de riesgo otorgada por Fitch Centroamerica, S.A., clasificadora de riesgo la clasificación de riesgo otorgada inicialmente es “AA” según sesión de su consejo de clasificación de riesgo con información financiera al treinta de septiembre de dos mil once, obligándose la sociedad titularizadora a

mantener la emisión clasificada durante todo el periodo de su vigencia y actualizarla trimestralmente, conforme a la resolución de la superintendencia de valores dictada al efecto. La clasificación de riesgo ha sido contratada por un plazo inicial de un año. La clasificación de riesgo "AA" corresponde a aquellos instrumentos en que sus emisores cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía. El signo indica un mayor nivel de riesgo dentro de una categoría de clasificación.

Agente colocador autorizado:

Servicios Generales Bursátiles, S.A. de C.V., casa de corredores de bolsa.

TITULARIZACIÓN VS. BONOS

	BONOS	TITULARIZACION
Contablemente	Deuda	Efectivo o ingreso diferido
Clasificación de Riesgo	La de la empresa. Depende de la calidad de la empresa	Depende de la calidad de los activos y flujos del Fondo de Titularización
Costo financiero	Vinculado a calificación de la empresa	Vinculado a la estructuración de la emisión pero sin costo de capital
Riesgo del inversionistas	Sobre la gestión de toda la empresa	Sobre la calidad del activo titularizado y mecanismos de mejora
Ventajas impositivas para la empresa	La empresa no tiene ninguna ventaja fiscal	La empresa tiene potenciales ahorros fiscales: impuestos diferidos, no pago de impuestos municipales, ni aranceles registrales
Demanda de valores	Inversionistas Institucionales tienen limitaciones de concentración en la adquisición de valores de "deuda" corporativa	La titularización no es considerada "deuda" corporativa. La demanda de Inversionistas Institucionales es alta, por la calidad crediticia y la diversificación de riesgo
Pagos a calificadora, inscripciones anuales	Paga la empresa anualmente	Paga la empresa únicamente el primer año. Posteriormente paga el Fondo de Titularización
Garantías de la emisión	Los bienes de la empresa	Los activos o flujos del Fondo de Titularización
Emisor	La empresa. Por lo tanto debe realizar todo el trámite de inscripción en la Bolsa y el RMV	El Fondo de Titularización. Por lo tanto la empresa se libra de este trámite.
Incumplimiento	Responde la empresa	Responde el Fondo de Titularización sin recurso contra el Originador
Fuente de pago	La empresa	El Fondo de Titularización

Fuente: Hencorp Valores, S.A., Titularizadora. "La titularización como mecanismo de financiamiento", Mayo 2009.