

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE NICARAGUA, MANAGUA
UNAN - MANAGUA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
DEPARTAMENTO DE CONTADURÍA PÚBLICA Y FINANZAS



SEMINARIO DE GRADUACIÓN PARA OPTAR AL TÍTULO DE
LICENCIADOS EN BANCA Y FINANZAS

TEMA GENERAL:
FINANZAS A LARGO PLAZO

TEMA ESPECÍFICO:
ANÁLISIS DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS COMO FUENTE DE
FINANCIAMIENTO PARA LA EMISIÓN DE BONOS DE BANPRO A TRAVÉS DE LA
CARTERA DE TARJETAS DE CRÉDITO PERSONAL A ENERO DEL 2020.

AUTORES:
BR. MARGERY ISAMAR ROSTRAN OLIVARES
BR. SCARLETH ELENA MENDIETA CARBALLO
BR. CINTHYA MILENA MORA TELLEZ

TUTOR:
MSC. JAIRO MERCADO ALEGRÍA

MANAGUA, MARZO DE 2020



i. Dedicatoria

Primeramente, a Dios por darme la vida, regalarme sabiduría para culminar este trabajo. A dos hermosas Madres que son un pilar fundamental en la formación de mi vida.

A mi madre Yanina del Carmen Olivares, pues sin ella no lo habría logrado, tu bendición a diario a lo largo de mi vida me ha protegido y llevado por el buen camino.

A mi madre Ingrid Johanna Rostrán, simplemente es una mujer que me llena de orgullo y no va haber manera de devolverte tanto que me has ofrecido, has trabajado duro, sin importar que llegaras cansada siempre tenía una sonrisa que ofrecer.

A mi esposo Gabriel Soto, tu ayuda ha sido fundamental, has estado conmigo incluso en los momentos más turbulentos, este proyecto no fue fácil, peros estuviste motivándome y ayudándome hasta donde tú alcance lo permitieron.

Br. Margery Isamar Rostran Olivares



ii. Dedicatoria

Primeramente, a Dios, por haberme dado el don de la vida, por regalarme salud, sabiduría, inteligencia y permitirme el haber llegado hasta este momento tan importante de mi formación profesional.

A mi Madre Guadalupe del Rosario Carballo, porque gracias a su amor, esfuerzo, apoyo incondicional y la confianza que siempre tuvo en mí, pude culminar este trabajo y mi formación profesional, todo lo que he logrado hasta hoy se lo debo a ella.

A mi padre Ronald Francisco Mendieta (QEPD), no se encuentra físicamente pero está presente en mi corazón, sé que desde donde este me ha acompañado y está orgulloso de mí.

A mi hijo Jeltsen Mael Mendieta y mi sobrino Stanley Yael Sanchez Romero, quienes han sido mi mayor motivación para nunca rendirme en mis estudios y poder llegar hacer un ejemplo para ellos.

A mi pareja Norvin Antonio Ruíz Tinoco, por su apoyo, paciencia, comprensión, colaboración y motivación a lo largo de la carrera.

Br. Scarleth Elena Mendieta Carballo



iii. Dedicatoria

Especialmente a Dios, amigos que nunca falla que siempre ha estado conmigo iluminándome, Fortaleciendo y guiando mi vida y por darme el valor y la dicha de alcanzar una de mis metas anheladas. Ya que el éxito en la vida no se mide por lo que has logrado, sino por los obstáculos que has tenido que enfrentar en el camino.

Dedico este logro a mi madre Martha Milena Téllez, y aun gran amigo, más que un amigo un padre Juan José Mora, por darme apoyo, cariño, buenos principios y lo más importante de todo, la vida.

Br. Cinthya Milena Mora



iv. Agradecimiento

A Dios por darme la bendición cada día, la vida, salud y fuerzas para luchar por este proyecto de vida.

A la Universidad Nacional Autónoma de Nicaragua UNAN- MANAGUA por haber abierto las puertas de esta prestigioso templo del saber, a los docentes por brindarme su recomendación y sabiduría en el desarrollo de cada clase y a mi Tutor Jairo Antonio Mercado, por la ayuda brindada durante la realización de mi trabajo.

Br. Margery Isamar Rostran Olivares



v. Agradecimiento

A Dios por su infinita misericordia, por brindarme fortaleza y habilidades que necesite día a día para lograr una de mis metas.

A mi madre Guadalupe del Rosario Carballo, por ser el pilar de mi vida, por su confianza, por sus horas interminables de protección, trabajo y amor, gracias a ti hoy soy lo que soy y sé que te se siente orgullosa de este logro, que es mutuo.

A mis hermanos Orlando Rene Sanchez Carballo que ha sido como mi segundo padre y Deybi Alberto Sanchez Carballo, quienes siempre estuvieron pendiente de mí apoyándome de una u otra manera, muchos de mis logros se los debo a ustedes.

A los docentes de la Universidad Nacional Autónoma de Nicaragua UNAN - Managua, por enseñarme todo lo que se en el trascurso de mis estudios, en especial a nuestro Tutor Jairo Antonio Mercado por todo el apoyo que nos brindó durante la realización de nuestro seminario de graduación.

Br. Scarleth Elena Mendieta Carballo



vi. Agradecimiento

A Dios, por haberme guiado a lo largo de mi carrera, a mi madre por ser mi apoyo incondicional, por lo valores que me ha inculcado y porque me dio la oportunidad de recibir una excelente educación, sobre todo por un ejemplo a seguir.

A mis maestros por brindarnos su guía y sabiduría a lo largo de la carrera que sin esperar nada a cambio han sido pilares en nuestros caminos.

A mi tutor Jairo Antonio Mercado, por toda la colaboración que nos prestó y por ser un excelente profesional. En general agradecerles a todas las personas que ha sido parte de mi vida y me han motivado a salir adelante para así alcanzar cada una de las metas que me propongo.

Br. Cinthya Milena Mora



iii. Valoración del docente
CARTA AVAL DEL TUTOR

Lunes 18 de Enero de 2021.

Msc. Ada Ofelia Delgado Ruz

Directora del Departamento de Contaduría Pública y Finanzas
Facultad de Ciencias Económicas
UNAN-Managua

Su despacho

Estimada Maestra:

Por medio de la presente, remito a usted los juegos del resumen final de seminario de graduación correspondiente al II Semestre 2020, con tema general: *“Finanzas a largo plazo”* y subtema *“Análisis del proceso de titularización de activos como fuente de financiamiento para la emisión de bonos de BANPRO a través de la cartera de tarjetas de crédito personal a enero del 2020.”*, presentado por los bachilleres: *Margery Isamar Rostran Olivares*, con número de carnet: **09-04368-1**; *Scarleth Elena Mendieta Carballo*, con número de carnet: **12-20755-9**; *Cinthy Milena Mora Téllez*, con número de carnet **13-20438-0**, para optar al título de Licenciados en Banca y Finanzas.

Este trabajo reúne los requisitos establecidos para resumen final de Seminario de Graduación que especifica el reglamento de la UNAN-Managua.

Esperando la fecha de defensa final, me suscribo deseándole éxito en sus labores cotidianas.

Cordialmente,

Msc. Jairo Mercado Alegría

Docente del Departamento de Contaduría Pública y Finanzas
Tutor de Seminario de Graduación
UNAN-Managua



iv. Resumen

La presente investigación tiene el propósito de facilitar desde el punto de vista teórico una opción de financiamiento no practicada en el mercado bursátil de Nicaragua, a través de la emisión de títulos valores por medio de la titularización de activos. Por lo tanto se analiza el proceso de titularización de activos de una porción de la cartera de crédito de una institución bancaria vigente en Nicaragua, elaborando así la simulación de la estructuración del fondo y la emisión de títulos valores.

Para desarrollar el tema en cuestión se practicó una labor de investigación de tipo documental y bibliográfica que arrojaron la información necesaria para darle la amplitud y sentido que esta merece, para ellos se requirió de diversos textos sobre finanzas corporativas, normas y leyes relacionadas con la temática, al igual que casos y ejemplos observados en otros países debido a la limitación práctica y de desarrollo del tema en Nicaragua. Por tal razón, el mejor resultado obtenido en la investigación es la de sentar un precedente lo más práctico posible según las limitantes, para marcar la pauta en futuras investigaciones.

Un aspecto importante que se debe rescatar es que Nicaragua cuenta con un marco legal regulatorio robusto para el mercado de capitales, a pesar de que el mercado actualmente es incipiente y no termina de llenar las expectativas tanto para los demandantes de fondos, como para los inversionistas; sin embargo, la información básica está al alcance de todo aquel que desea analizarla y considerar diversas propuestas de financiamiento como la que se plantea aquí.



v. Índice

i. Dedicatoria	i
ii. Dedicatoria	ii
iii. Dedicatoria	iii
iv. Agradecimiento	iv
v. Agradecimiento	v
vi. Agradecimiento	vi
iii. Valoración del docente.....	vii
iv. Resumen	viii
v. Índice	ix
I. Introducción.....	1
II. Justificación.....	3
III. Objetivos.....	4
a. Objetivo general	4
b. Objetivos específicos.....	4
IV. Desarrollo del subtema.....	5
4.1. Aspectos generales de las finanzas.....	5
4.1.1. Definición de finanzas.	5
4.1.2. Origen de las finanzas.....	5
4.1.3. Evolución de las finanzas.	6
4.1.4. Áreas de estudio las finanzas.....	8
4.1.5. Campos de acción de las finanzas.....	10



4.1.6. Propósito de las finanzas.....	11
4.1.7. Objetivo de las finanzas.....	11
4.1.8. El administrador financiero.	12
4.1.9. Relación de las finanzas con otras ciencias.	13
4.2. Titularización de activos como fuente de financiamiento.....	16
4.2.1. Financiamiento de las operaciones de una empresa.	16
4.2.2. Generalidades la titularización.....	19
4.2.3. Activos titularizables.	24
4.2.4. Instrumentos de la titularización.....	25
4.2.5. Proceso de la titularización de activos.....	27
4.2.6. Tipos de titularización.	31
4.2.7. Riesgos del proceso de titularización.....	32
4.3. Proceso de titularización de activos a través de un fondo de titularización en Nicaragua	33
4.3.1. Vehículos para la titularización.	33
4.3.2. Marco jurídico para el proceso de titularización.	35
4.3.3. Agentes participantes en la titularización en Nicaragua.	50
V. Emisión de títulos estandarizados de renta fija a través del fondo de titularización AZOR valores-Banpro	66
5.1. Antecedentes.....	66
5.1.1. Historia.....	66



5.1.2.	Perfil de la entidad.....	66
5.1.3.	Presencia en el territorio nacional.	67
5.1.4.	Emisiones anteriores.	67
5.2.	Creación del fondo de titularización AZOR Valores-Banpro 01	67
5.2.1.	Sociedad administradora de fondos de titularización AZOR.....	67
5.2.2.	Análisis de la cartera a titularizar.....	68
5.2.3.	Titularización de la cartera de tarjeta de crédito personales.	73
5.2.4.	Programa de emisión.....	75
5.2.5.	Prospecto simplificado.....	76
5.2.6.	Oferta pública.....	81
5.2.7.	Costos de emisión y colocación.	82
5.2.8.	Flujo de efectivo proyectado.....	83
VI.	Conclusiones.....	85
VII.	Bibliografía.....	86
VIII.	Anexos	90



I. Introducción

En el mercado de valores existen un sinnúmero de opciones de fuentes de inversión así como de fuentes de financiamiento, a pesar de que Nicaragua está limitado en este aspecto cuenta con toda la infraestructura para el desarrollo de operaciones bursátiles aun no mostradas en el país. La titularización de activos como fuente financiamiento, elegido como tema de investigación, resalta la importancia de conocer las operaciones que se realizan a través de la bolsa de valores y quienes son los agentes que intervienen, puesto que muchos profesionales no han desarrollado su profesión en estas áreas debido a que el mercado es reducido y las opciones mínimas.

El análisis del proceso de la estructuración del fondo de titularización para la búsqueda de financiamiento plantea retos para el analista financiero o estudioso de las finanzas puesto que se debe contar con conocimientos básicos sobre las generalidades de las finanzas que abordan los tipos de financiamientos a los cuales se puede acceder en dependencia de las necesidades de la compañía y sopesarla con la titularización de activos proponiendo puntos a favor y en contra, ventajas y desventajas para tomar una decisión basada en hechos realmente relevantes respaldados por información veraz y luego si se acepta la propuesta de la transformación de los activos; adoptarla y desarrollar todo el proceso a través de la realidad nacional tomando en cuenta todos los participantes y sin tener ningún ejemplo o caso visto en el país sobre la titularización de activos a través del mercado bursátil, donde como propósito final se emitirán bonos respaldados por un patrimonio autónomo en el fondo de titularización.

El documento de investigación está estructurado de una forma tal que provee la información de manera precisa, esta inicia con la información básica y generalizada hacia los puntos más específicos y especializados en el tema.

El acápite uno, se enmarca en las generalidades de las finanzas y el desarrollo de las finanzas corporativas o a largo plazo como punto de partida.



El acápite dos, presenta la titularización de activos como fuente financiamiento para la emisión de títulos valores de forma generalizada y las opciones existentes para la transformación de los activos, a través de fideicomiso, vehículos especiales o fondo de titularización.

El acápite tres, especifica la titularización de activos a través de un fondo de titularización exclusivamente y desarrollado bajo las condiciones actuales del país.

El acápite cuatro, presenta la simulación del proceso de titularización de una institución bancaria real que opera en Nicaragua y que los datos de la cartera a titularizar son completamente reales, solamente se adoptan las condiciones y formatos a casos similares en otros países de la región.



II. Justificación

Las diversas fuentes de financiamiento existentes en el mercado financiero a la que tienen acceso las compañías son objeto de estudio cuando se debe elegir alguna de estas que aporte los beneficios para el cumplimiento de los objetivos de la empresa. Tomando en cuenta esta premisa se realiza la presente investigación donde se analiza el proceso de la titularización de activos como una fuente importante de financiamiento, que está ligado a la línea de investigación de las finanzas.

Es notable la importancia del tema en cuestión, a tal punto que tiene que ser presentado de forma tal que se puedan digerir los resultados de la investigación no solo para un pequeño grupo de profesionales, sino también para aquellos interesados en el tema como parte de una proyección social. En la práctica la titularización de activos es una actividad poca difundida entre las operaciones del sistema financiero nacional, debido a que las empresas que se dedicaban a esta actividad desaparecieron, pero no cabe duda que mediante el dinamismo de la economía nacional volverán aparecer este tipo de empresas, por lo tanto el estudio del presente tema tiene un gran valor teórico puesto que proveerá al lector estudiante de las finanzas o profesional la información necesaria para llenar un hueco del conocimiento que lo podría llevar a la práctica si es necesario.

Por último, la investigación servirá como una guía que conducirá a conocer el proceso y la metodología utilizada para desarrollar el financiamiento a través de la titularización de activos, sin la creación o aplicación de nuevas metodologías.



III. Objetivos

a. Objetivo general

Analizar el proceso de titularización de activos como fuente de financiamiento para la emisión de bonos de Banpro a través de la cartera de tarjetas de crédito personal a enero del 2020.

b. Objetivos específicos

1. Abordar los aspectos generales de las finanzas.
2. Presentar la titularización de activos como fuente de financiamiento.
3. Estructurar el proceso de titularización de activos a través de un fondo de titularización en Nicaragua.
4. Simular la emisión de bonos a través del fondo de titularización AZOR valores Banpro sobre la cartera de tarjetas de crédito personal a enero 2020.



IV. Desarrollo del subtema

4.1. Aspectos generales de las finanzas.

4.1.1. Definición de finanzas.

Es difícil llegar a un consenso sobre la definición exacta de finanzas, para Aguirre (2011) “Las finanzas es el arte y la ciencia de administrar dinero” (p. 5). Gitman y Zutter (2012) concuerdas con Aguirre (p. 3)

Besley y Brigham (2009) indican que “las finanzas conciernen a las decisiones que se toman en relación con el dinero o, con más exactitud con los flujos de efectivo” (p. 4).

Mientras que Bodie y Merton (1999), afirman que “las finanzas estudian la manera en que la gente asigna recursos escasos a través del tiempo” (p. 2).

Todas las definiciones anteriores dirigen la atención a administrar eficientemente los recursos, como lo afirma Van y Wachowicz (2010) “la función de decisión de la administración financiera puede desglosarse en tres áreas importantes: decisiones de inversión, financiamiento y administración de bienes” (p. 2) tomar decisiones correctas en estas tres áreas permitirá cumplir con el objetivo de las finanzas.

4.1.2. Origen de las finanzas.

El castellano adoptó del francés una serie de voces derivadas de “finanzas” (financiar-financiación-financiero), todas de uso común en asuntos bancarios, bursátiles o comerciales. La palabra “finance” existe desde el siglo XIII y se formó sobre el verbo “finer”, variante de “finir” (terminar), que entonces significaba “pagar”, o sea dar por terminado un trato o por ejemplo terminar de pagar un rescate. La raíz de todas estas palabras es latina: “finís” = “fin”, “termino”, “suspensión”. (Vicente, s.f.)

Las finanzas es el área de la economía que estudia el funcionamiento de los mercados de dinero y capitales, las instituciones que operan en ellos, las políticas de captación de recursos, el valor del



dinero en el tiempo y el coste del capital, en la actualidad, sin embargo, el origen de las finanzas aplicadas puede encontrarse:

Alrededor del siglo XV, con el surgimiento del capitalismo. Es en esta época cuando comienzan a desarrollarse los bancos comerciales que ofrecen servicios de intermediación, préstamo y ahorro.

Con el paso del tiempo, las instituciones financieras y sus productos se han ido evolucionando y modernizando. Han aparecido nuevos intermediarios distintos a los bancos tradicionales (como por ejemplo sociedades gestoras de carteras, instituciones de inversión colectiva, etc.) y también nuevos productos financieros que ofrecen multitud de opciones a los clientes.

En cuanto (Paul Fisher, 1897) desarrollo teórico, recién en el siglo XX las finanzas pasan a constituirse como un área de estudio propiamente tal. Su origen puede encontrarse en los trabajos en donde se refiere a las finanzas como una nueva disciplina.

Su ámbito de estudio se ha ido perfeccionando en el tiempo con el desarrollo de teorías que intentan explicar la determinación óptima del precio de los activos, la rentabilidad esperada, las decisiones en escenarios de incertidumbre, etc. (Roldán, 2007)

4.1.3. Evolución de las finanzas.

4.1.3.1. Finanzas de mercado.

- Teoría de Selección de Carteras, Harry Markowitz (1952), propuso el análisis de media-varianza, con lo cual se daría comienzo a lo que se ha conocido como "La Teoría moderna del portafolio" o simplemente MPT. Consiste en maximizar la utilidad esperada del inversionista a través de la diversificación del portafolio, lo cual implica la búsqueda de las carteras eficientes.
- James Tobin (1958) añadió el dinero a la hipótesis de Markowitz, para así obtener el famoso Teorema de Separación de dos Fondos. Esencialmente, Tobin argumentó que los agentes (individuos) podrían diversificar sus ahorros o excesos de liquidez, entre un activo libre de riesgo (el dinero) y un solo portafolio en activos de riesgo, que maximice su función de



utilidad esperada, Tobin analizó las preferencias del individuo y las posibles combinaciones de riesgo y rendimiento, obtenidas a partir de una estimación estadística. (Flores Ríos, 2008, p. 153)

- El modelo CAPM desarrollado por William Sharpe (1964), John Lintner (1965) y Mossin (1966) partiendo de unos supuestos de equilibrio, describe los retornos de los activos como la compensación por el valor del dinero en el tiempo y el riesgo de mercado. Este modelo se basa en la idea que los inversores seleccionarán portafolios bien diversificados de forma tal que el único riesgo estimado por el mercado, es decir, que está reflejado en el precio de las acciones, será el riesgo de mercado.
- Una de las alternativas ofrecidas fue el "CAPM Intertemporal" (ICAPM) de Robert Merton (1973), quien propuso una extensión del CAPM al incorporar otros factores de riesgo adicionales al riesgo de mercado. Este modelo plantea que los inversionistas buscan ser remunerados por esas fuentes de riesgo adicionales a través de sus correspondientes primas.
- Otra alternativa es la Teoría de Fijación de Precios de Arbitraje (APT) de Stephen Ross (1976), el cual exploró la noción precios por arbitraje. Plantea esta teoría que todos los inversionistas piensan que el rendimiento individual de los activos financieros, está influido por varios factores de riesgo a los que se les asigna precio en el mercado.
- Samuelson y Mandelbrot postularon la famosa hipótesis del mercado eficiente (EMH) a saber: si los mercados funcionan correctamente, entonces toda la información pública en cuanto a un activo, será canalizada inmediatamente a su precio. Igualmente, Samuelson (1965) también desarrollo el criterio media-varianza en lo relacionado con el análisis de portafolio. (Flores Ríos, 2008, p. 154-155)

4.1.3.2. Finanzas de corporativas.

- El famoso Teorema de Modigliani-Miller ("o el MM") sobre la irrelevancia de estructura financiera corporativa para el valor de la firma, tratado en su trabajo seminal: *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*, también emplea la lógica de



arbitraje en 1958 y posteriormente en 1963, es la base de la teoría moderna de las finanzas corporativas.

- John Lintner (1956), quien estudió la forma en que los gerentes deciden los pagos de dividendos en su trabajo sobre la Distribución de los Ingresos de la Corporación entre dividendos, Ganancias Retenidas e Impuestos.
- Posteriormente, Myron Gordon (1962), argumentó en contra de la posición de MM, que la política de dividendos sí afecta el valor de las acciones de la empresa y que aquellas que retienen utilidades son más riesgosas que las que pagan dividendos.
- M.C. Jensen y W.H. Meckling (1976), desarrollaron un tratamiento altamente analítico de la relación entre el propietario de la empresa (accionista o dueño) y el administrador (agente), contenido en la famosa Teoría de la Agencia o de los participantes (Stakeholder Theory). El objetivo de maximizar el valor de la empresa en el mercado, debe ser analizado con base en la teoría de la agencia.
- En 1974, Stern, miembro de Stern Stewart & Co, dio origen al famoso concepto de flujo de caja libre y su forma de cálculo, como uno de los indicadores más importantes de generación de valor para los accionistas y como herramienta para el análisis de crédito llevado a cabo en esa época, por prestamistas y analistas de inversión.
- Posteriormente, esta misma firma, retomaría los postulados de Alfred Marshall (1890) relacionados con el concepto de Ingreso Residual, que sostenía que el capital debía producir una utilidad mayor que su costo de oportunidad y el trabajo de Irving Fisher sobre la teoría de las inversiones, para desarrollar el concepto de valor económico agregado (EVA). (Flores Ríos, 2008, p. 155-158)

4.1.4. Áreas de estudio las finanzas.

A pesar de que el estudio de las finanzas tiene un ámbito de aplicación extenso debido a la relación de la misma con otras ciencias, Besley y Brigham (2009), refieren que el estudio de las finanzas consiste en cuatro áreas interrelacionadas:



- **Mercados e instituciones financieras:** Las instituciones financieras, que incluyen bancos, compañías de seguros, ahorro y préstamo, y uniones de crédito, son parte integral del mercado de servicios financieros. El éxito de estas organizaciones demanda una comprensión de los factores que producen tasas de interés altas o bajas, de las regulaciones a las cuales dichas instituciones están sujetas y de los diferentes tipos de instrumentos financieros como hipotecas, préstamos para adquirir automóvil y certificados de depósito que las instituciones financieras ofrecen.
- **Inversiones:** Esta área de las finanzas se enfoca en las decisiones que toman las empresas y las personas cuando eligen los valores que conformarán sus portafolios de inversión. Las principales funciones en el área de inversión son 1) determinar los valores, riesgos y rendimientos asociados con tales activos financieros, como acciones y bonos, y 2) determinar la mezcla óptima de valores que se debe manejar en un portafolio de inversiones.
- **Servicios financieros:** Los servicios financieros son las funciones que ofrecen las organizaciones que operan en el sector financiero. En general, tales organizaciones se dedican a la administración del dinero; las personas que trabajan en las mismas, por ejemplo, bancos, compañías de seguros, casas de bolsa y otras empresas similares, ofrecen sus servicios con el fin de ayudar a las personas a determinar cómo invertir su dinero para lograr ciertas metas, como la compra de una casa, la planeación de su retiro, estabilidad financiera y sustentabilidad, elaboración de presupuestos y actividades relacionadas. El sector de los servicios financieros es uno de las más grandes del mundo.
- **Administración financiera (empresarial):** La administración financiera se enfoca en las decisiones que las empresas toman respecto de sus flujos de efectivo. En consecuencia, la administración financiera es importante en cualquier tipo de empresas, sean públicas o privadas, que manejen servicios financieros o fabriquen productos.
El tipo de tareas que abarca la gama de la administración financiera va desde tomar decisiones, como ampliar la planta, hasta elegir qué tipos de títulos emitir para financiar tales ampliaciones. Los gerentes de finanzas también tienen la responsabilidad de decidir los



términos del crédito que podrán ofrecer a sus clientes, el tamaño del inventario que la empresa debe manejar, cuánto efectivo debe tener disponible, si es conveniente adquirir otras empresas (análisis de fusiones), y qué parte de las utilidades de la empresa se reinvertirá en el negocio y cuánto pagar como dividendos. (p. 5-6)

4.1.5. Campos de acción de las finanzas.

La teoría Financiera es una sola para todo propósito, pero su adecuación y enfoque desde los diferentes tipos de entidad dan lugar a campos de aplicación un poco más específicos (Buenaventura Vera, 2007) :

- Finanzas corporativas: tienen como objeto de estudio la empresa privada (organización con ánimo de lucro en una economía de mercado) a través de la teoría financiera.
- Finanzas para el sector financiera: Constituyen una extensión del campo anterior, enfocando adicionalmente el diseño y la evaluación de los productos propios del sector y adecuando algunos tópicos específicos, como el caso del endeudamiento, en el que los altos niveles, considerados riesgosos para las demás empresas, resultan recomendados para aquellas del sector de los servicios financieros.
- Finanzas públicas: Se ubican en las organizaciones del Sector Público, y si bien la aplicación del manejo de flujos de dinero les es pertinente, los indicadores de gestión deben adicionar mediciones del beneficio económico comunitario o social obtenido de su gestión.
- Finanzas para el mercado de capitales: Enfatizan la porción macroeconómica de la Teoría Financiera, abordando temas particulares como el estudio de los mecanismos de funcionamiento de los mercados y la ingeniería de productos financieros propios de estos mercados. Este campo del conocimiento se complementa muy bien con el de las Finanzas Corporativas (estudio de la porción microeconómica de la Teoría Financiera), ya que este constituye el medio ambiente financiero de las empresas.



- Finanzas internacionales: Más que un campo de estudio diferente a los anteriores, constituyen un tema complementario a ellos, pues enfoca su especificidad en los fenómenos que ocurren cuando los flujos de dinero de entrada y salida de la entidad traspasan la frontera de la economía doméstica y abordan el medio ambiente internacional. (p 18-19)

4.1.6. Propósito de las finanzas.

El propósito último de las finanzas es permitir tomar óptimas decisiones en el campo del manejo financiero. El proceso decisorio en finanzas debe pasar por las instancias de información, análisis y decisión propiamente dicha, la cual amplía los campos del conocimiento que se incorporan en finanzas, asistiendo a todas las etapas del proceso decisorio. (Córdoba Padilla, 2015, p. 17)

En finanzas, los flujos de entrada connotan la llegada o la consecución de dinero, lo que implica el estudio de la financiación de la empresa, en tanto que los flujos de salida son aplicaciones de dinero por parte de la entidad, siendo el objeto de estudio de la inversión. En estos aspectos se tiene en cuenta el horizonte de tiempo en el que se tomen decisiones a largo plazo, que corresponden a un ámbito estructural, mientras que las decisiones a corto plazo se establecen en un ambiente operativo.

4.1.7. Objetivo de las finanzas.

Según Dumrauf (2010), “las finanzas representan aquella rama de la ciencia económica que se ocupa de todo lo concerniente al valor. Se ocupan de cómo tomar las mejores decisiones para aumentar la riqueza.” (p. 2).

4.1.7.1. Aumentar la riqueza de los accionistas.

Así mismo Dumrauf (2010) aclara que:

El objetivo de las Finanzas es maximizar la riqueza de los accionistas. De esta forma, las decisiones de inversión y las decisiones de financiamiento deben agregar a la empresa tanto valor como sea posible. El ejecutivo financiero debe, en última instancia, ocuparse de asignar



eficientemente los recursos y orientar todas sus decisiones para aumentar el valor de la riqueza de los accionistas.

El concepto de “maximizar el valor” genera inmediatamente una pregunta: ¿cómo medimos si la empresa crea o destruye valor? “generar ganancias” no necesariamente es lo mismo que maximizar el valor. Si bien las ganancias y el valor pueden estar muchas veces ligados, no es cualquier ganancia la que maximiza el valor, ya que muchas veces las ganancias generan “espejismos” que llevan a una mala asignación de recursos y a la destrucción de riqueza.

El objetivo de maximizar la riqueza del accionista es justificable principalmente porque promueve también el bienestar para el conjunto (empleados, proveedores, clientes, gobierno) y no solamente para los accionistas, porque los accionistas cobran después que ha cobrado el resto de los agentes económicos que mantienen relaciones con la compañía (pp. 2-3)

4.1.7.2. Maximizar las utilidades.

Como consecuencia directa del incremento de la eficiencia operativa en producción dado el avance que propició la evolución Industrial. Sin embargo, este objetivo se encaminó a concentrar la utilidad en el corto plazo, menospreciando el futuro de la empresa. Hoy se considera como un indicador que resalta el pasado de la organización. En efecto muchas organizaciones se han enfrentado a una quiebra, habiendo sido muy rentables en el pasado. (Buenaventura Vera, 2007, p. 23)

Las corporaciones por lo general miden sus utilidades en términos de ganancias por acción (GPA), las cuales representan el monto obtenido durante el periodo para cada acción común en circulación. Las GPA se calculan al dividir las ganancias totales del periodo que están disponibles para los accionistas comunes de la empresa entre el número de acciones comunes en circulación.

4.1.8. El administrador financiero.

En el plano empresarial, el ejecutivo financiero debe tomar normalmente dos tipos de decisiones básicas: las decisiones de inversión, relacionadas con la compra de activos, y las decisiones de



financiamiento, vinculadas a la obtención de los fondos necesarios para la compra de dichos activos. (Dumrauf, 2010, p. 2)

Se puede referir al administrador financiero para designar a la persona que tiene la responsabilidad de tomar decisiones importantes de inversión o financiamiento en una empresa.

4.1.8.1. El papel administrador financiero.

Según Allen, Myers y Brealey (2010) “El administrador financiero se coloca entre las operaciones de la empresa y los mercados financieros (o de capital), en los que los inversionistas tienen los activos financieros emitidos por la compañía” (p. 4).

Las tres funciones primarias del administrador financiero son:

- ✓ Análisis y planeación de actividades financieras y transformación de datos de finanzas para: 1) Vigilar la posición financiera de la empresa. 2) Evaluar la necesidad de incrementar la capacidad productiva. 3) Determinar el financiamiento adicional que se requiere.
- ✓ Determinación de los activos de la empresa para determinar y establecer: 1) El importe monetario del activo fijo y circulante. 2) Tipo de activos que se señalan en el balance general de la empresa.
- ✓ Manejo de la estructura financiera de la empresa para determinar: 1) La composición adecuada de financiamiento a corto y largo plazo. Las mejores fuentes de financiamiento a corto o largo plazo para la organización. (Córdoba, 2012, P. 27)

4.1.9. Relación de las finanzas con otras ciencias.

4.1.9.1. Relación con la contabilidad.

Las actividades de finanzas y contabilidad de una firma están estrechamente relacionadas y, por lo general, se traslapan. En empresas pequeñas, el contador realiza con frecuencia la función de finanzas, y en las empresas grandes, los analistas financieros a menudo ayudan a recopilar información contable. Sin embargo, existen dos diferencias básicas entre los campos de finanzas y contabilidad; uno enfatiza los flujos de efectivo y el otro la toma de decisiones.



Las funciones principales del contador son generar y reportar los datos para medir el rendimiento de la empresa, evaluar su posición financiera, cumplir con los informes que requieren las autoridades que regulan el manejo de valores y archivarlos, así como declarar y pagar impuestos. Usando principios contables generalmente aceptados, el contador elabora estados financieros que registran los ingresos al momento de la venta (ya sea que se reciba o no el pago) y los gastos, cuando se incurre en ellos. Este enfoque se conoce como base devengada o base contable de acumulación.

Por otro lado, el gerente financiero analiza sobre todo los flujos de efectivo, es decir, las entradas y salidas de efectivo. Mantiene la solvencia de la empresa mediante la planeación de los flujos de efectivo indispensables para cubrir sus obligaciones y adquirir los activos necesarios para lograr las metas de la empresa. El gerente financiero usa esta base contable de efectivo para registrar los ingresos y gastos solo de los flujos reales de entradas y salidas de efectivo. Sin importar sus pérdidas o ganancias, una empresa debe tener un flujo de efectivo suficiente para cumplir sus obligaciones en la fecha de vencimiento. (Gitman y Zutter, 2012, p. 15)

4.1.9.2. Relación con la economía.

Los gerentes financieros deben comprender la estructura económica y estar atentos a las consecuencias de los diversos niveles de la actividad económica y a los cambios en la política económica. También deben tener la capacidad de usar las teorías económicas como directrices para lograr una operación empresarial eficiente. Algunos ejemplos incluyen el análisis de la oferta y la demanda, las estrategias para maximizar las utilidades y la teoría de precios.

El principio económico más importante que se utiliza en la administración financiera es el análisis de costos y beneficios marginales, un principio económico que establece que se deben tomar decisiones financieras y llevar a cabo acciones solo cuando los beneficios adicionales excedan los costos adicionales. Casi todas las decisiones financieras se reducen fundamentalmente a una evaluación de sus beneficios y costos marginales. (Gitman y Zutter, 2012, p. 14)



La ciencia de las Finanzas, al igual que otras ciencias, envuelve principios, conceptos fundamentales, teorías y leyes. En Finanzas se suelen utilizar muy a menudo modelos para diseñar un plan de negocio, la valuación de una empresa, la estructura de capital óptima, etcétera. Los modelos son representaciones simplificadas de la realidad y procuran describir situaciones generales. Muchos de los modelos utilizados en Finanzas son matemáticos; Existen varios principios en las Finanzas Corporativas que constituyen un marco de referencia apropiado para entender y resolver problemas. (Dumrauf, 2010, p. 15)

4.2. Titularización de activos como fuente de financiamiento.

4.2.1. Financiamiento de las operaciones de una empresa.

Entre las actividades fundamentales que realiza la administración financiera a través de la toma de decisiones, se encuentran las decisiones de inversión y de financiamiento.

Gitman y Zutter (2012), definen las decisiones de inversión como aquellas que “determinan qué tipo de activos mantiene la empresa” mientras que “las decisiones de financiamiento determinan de qué manera la compañía recauda dinero para pagar por los activos en los que invierte” (p.17). Estas a su vez juegan un papel determinante en la creación de valor de la empresa.

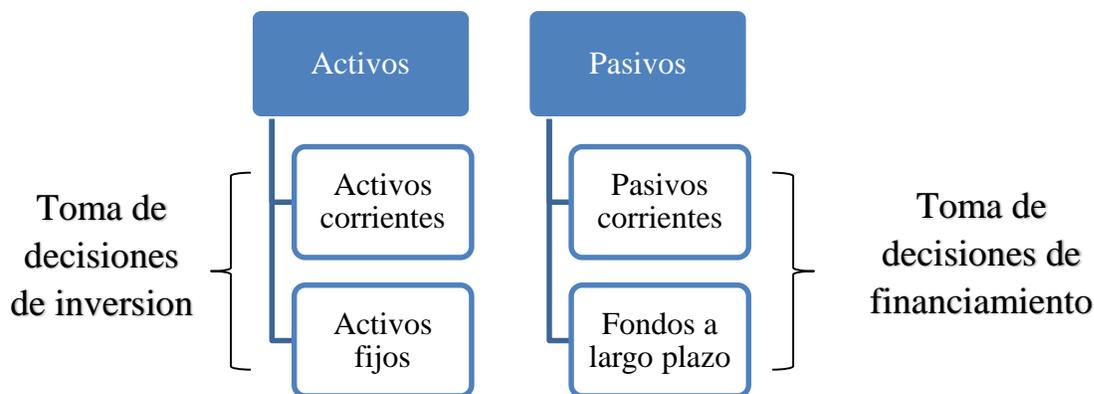


Figura 1. Principales actividades del gerente financiero. (Gitman y Zutter, 2012, p.17).

La figura 1, muestra que áreas afectan de la estructura del estado de situación financiera, las decisiones de inversión y de financiamiento

4.2.1.1. Definición.

Se puede entender el financiamiento como el proceso por el cual “se proporciona capital a una empresa para utilizar en un proyecto o negocio, es decir, recursos como dinero y crédito para que ejecute sus planes. Para las compañías, suelen ser préstamos bancarios o recursos aportados por sus inversionistas” (BBVA, s.f.).



4.2.1.2. Tipos de financiamiento.

Según la forma de financiarse a través de los recursos que obtiene una empresa en el financiamiento, estas se clasifican como:

4.2.1.2.1. *Financiamiento interno.*

“Financiamiento interno, es el que proviene de los propios recursos de la empresa, como contribuciones de los propietarios o socios, reserva de capital pasivo o retención de utilidades” (Hidalgo, 2020). También se le conoce como autofinanciación.

Trenza (2018), explica la autofinanciación a través del mantenimiento, como “los beneficios que se retienen en la empresa para mantener la capacidad productiva, es decir las dotaciones contables que se realizan en las partidas de provisiones y amortizaciones”.

También detalla que el autofinanciamiento de enriquecimiento, “consiste en los beneficios retenidos que se utilizan para reinvertir en otro tipo de inversiones o ampliaciones que ayudan a hacer crecer la empresa”.

4.2.1.2.2. *Financiamiento externo.*

“Mientras que el financiamiento externo, se utiliza cuando la empresa es incapaz de operar con sus propios recursos y ha utilizado ya el financiamiento interno. Además, estos son el tema central de nuestro artículo (Hidalgo, 2020)”.

4.2.1.3. *Fuentes de financiamiento.*

Según la procedencia de los fondos, el financiamiento externo puede clasificarse como:

4.2.1.3.1. *Fuentes de financiamiento propias.*

“Son aquellos recursos financieros que a pesar de proceder del exterior ya que no son resultado de la propia actividad económica empresarial, se consideran recursos propios, puesto que la devolución de estos recursos no tiene carácter de obligatoriedad” (Alterfinance, s.f.).

- **Capital social común o acciones comunes:** Es aquel aportado por los accionistas fundadores y por aquellos que puedan intervenir en el manejo de la compañía. Participar ellos mismos y tienen la prerrogativa de intervenir en la administración de la empresa, ya sea en forma directa o bien, por medio de voz y voto en las asambleas generales de accionistas, por sí mismos o por medio de representantes individuales o colectivos.
- **Capital social preferente o acciones preferentes:** Es aportado por aquellos accionistas que no se desea que participen en la administración y las decisiones de la empresa; sí se les invita para que proporcionen recursos a largo plazo, que no impacten el flujo de efectivo en el corto plazo. Dada su permanencia a largo plazo y su falta de participación en la empresa, el capital preferente es asimilable a un pasivo a largo plazo, pero guardando ciertas diferencias entre ellos. (Córdoba, 2012, p.311-313)

4.2.1.3.2. Fuentes de financiamiento ajenas.

De igual manera se puede clasificar el financiamiento ajeno a la empresa como:

El financiamiento a corto plazo “se refiere a aquellos préstamos que tienen un plazo menor a un año, donde rara vez se requieren bienes como método de garantía. El riesgo es bajo y se está en deuda por poco tiempo” (Gretschler, 2020).

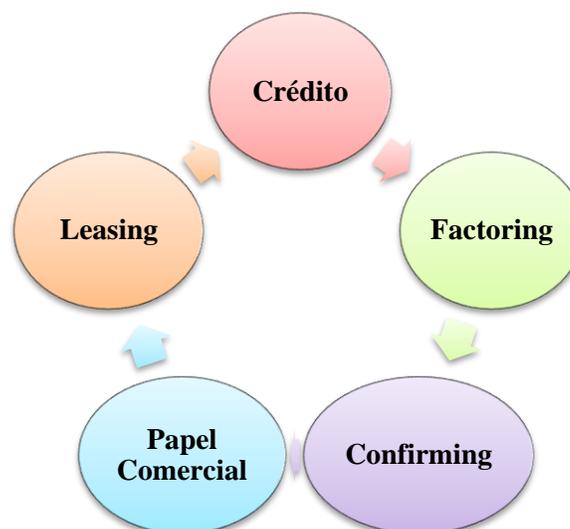


Figura 2. Fuentes de financiamiento externa a corto plazo. Elaboración propia.

El financiamiento a largo plazo “se refiere a que su cumplimiento se encuentra por encima de los cinco años y su culminación se especifica en el contrato que se realice. En general, debe existir una garantía que permita realizar el trámite del préstamo requerido” (Vázquez, 2020).



Figura 3. Fuentes de financiamiento externa a largo plazo. Elaboración propia.

A continuación, se presenta un esquema sobre las distintas fuentes de financiamiento, referido a lo desarrollado anteriormente, sin embargo, este puede variar por otros puntos de vistas.

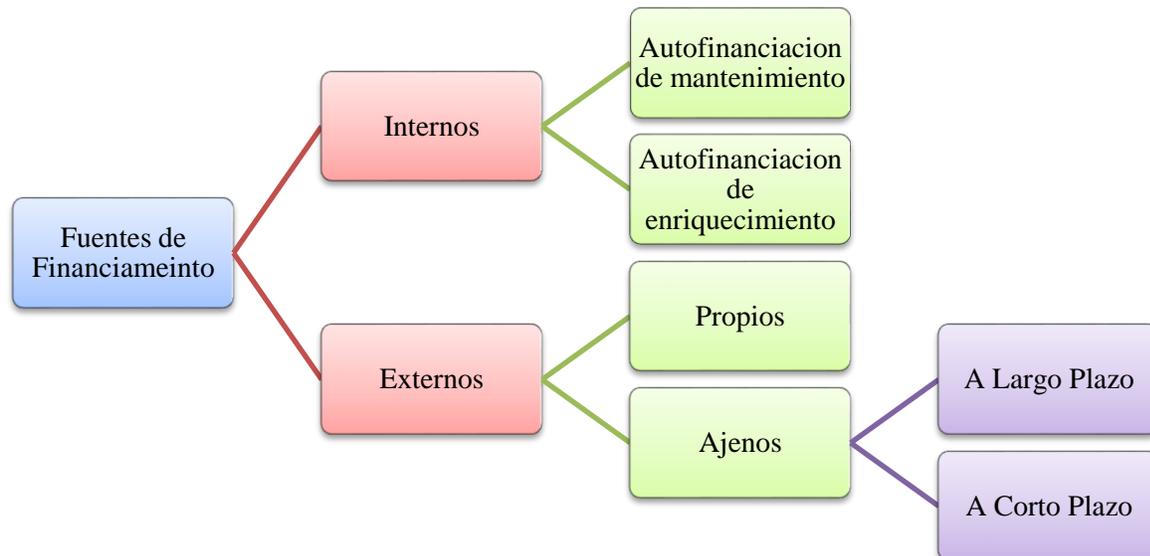


Figura 4. Esquema de fuentes de financiamiento. Fuente: (Trenza, 2018).

4.2.2. Generalidades la titularización.

4.2.2.1. Definiciones.

Según las NIIF para PYMES (2015) “un activo es un recurso controlado por la entidad como resultado de sucesos pasados, del que la entidad espera obtener, en el futuro, beneficios económicos” (p. 17).



Entre las características básicas que deben cumplir los activos para llamarse como tal, se encuentran:

- Los beneficios económicos futuros de un activo son su potencial para contribuir directa o indirectamente, a los flujos de efectivo y de equivalentes al efectivo de la entidad. Esos flujos de efectivo pueden proceder de la utilización del activo o de su disposición.
- Muchos activos, como por ejemplo las propiedades, planta y equipo, son elementos tangibles. Sin embargo, la tangibilidad no es esencial para la existencia del activo. Algunos activos son intangibles.
- Al determinar la existencia de un activo, el derecho de propiedad no es esencial. Así, por ejemplo, una propiedad mantenida en arrendamiento es un activo si la entidad controla los beneficios que se espera que fluyan de la propiedad. (NIIF para las PYMES, 2015, p. 18)

La titularización se conoce como el proceso mediante el cual una entidad transfiere y aísla a través de un patrimonio autónomo, activos tradicionalmente ilíquidos o por lo menos de escasa o lenta rotación, bienes o lujos de caja futuros con el objeto de maximizar la utilización de los recursos. (Córdoba, 2012, p. 358)

Otras de formas de nombrar a la titularización de activos son la titulización, securtización y tituvalorización.

Por otro lado, la norma sobre sociedades administradoras y fondos de titularización (2007), dan a conocer la titularización como:

El proceso mediante el cual una o varias entidades llamadas originadoras procede a sacar de su balance un conjunto de préstamos, créditos u otros activos reflejados en el balance de la entidad originadora, capaces de generar un flujo continuo de recursos líquidos que son objeto de traspaso a un fondo denominado fondo de titularización, constituido para recibirlos y autorizado a emitir, con el respaldo de tales activos, nuevos valores mobiliarios que serán colocados, previa calificación crediticia de conformidad al artículo 116 de la Ley de Mercado de Capitales. (Art. 18)



4.2.2.2. *Objetivos de la titularización.*

Si bien es cierto que la titularización surge como un nuevo mecanismo para obtener financiamiento por parte de las empresas interesadas, se pueden presentar objetivos específicos de la titularización:

- Trasladar recursos financieros de los inversionistas a aquellas compañías e instituciones demandantes de estos, en diferentes plazos, precios y condiciones. Servir de alternativa de inversión en el mercado de valores, siendo por su naturaleza la titularización un mecanismo con un menor riesgo a otras inversiones en el mercado.
- Brindar una fuente de financiamiento menos onerosa, como puede ser un préstamo bancario, sin que esto incremente el pasivo o el patrimonio.
- Incrementar la profundización financiera en el mercado de valores que se utilice, a través de las diferentes formas en la cual la titularización se puede presentar. (Sánchez, 2009, p.2)

4.2.2.3. *Ventajas de la titularización.*

La principal ventaja de este mecanismo es que permite a los originadores transformar activos inmovilizados o de lenta rotación en efectivo; sin embargo, no constituye la única. Abajo se enumeran algunas otras ventajas:

1. Protege al originador del riesgo por variaciones en la tasa de interés.
2. Incrementa y diversifica el número de prestatarios originales y de inversionistas.
3. Crea un mecanismo de financiamiento permanente y eficiente.
4. Permite al originador remover activos de su balance y mejorar sus indicadores financieros.
5. Constituye un mecanismo orientado hacia fondos de mediano y largo plazo que se ajusta mejor a la estructura crediticia de muchos originadores.
6. Permite disminuir costos para el comprador, producto de la oportunidad que tiene el originador de ofrecer el producto y el financiamiento versus dos transacciones distintas con empresas desvinculadas.
7. Permite desarrollar y profundizar el mercado de capitales. (Buendía, 1995, p.105)



También la titularización presenta ventajas para los inversionistas, las cuales son:

1. Incrementa la cantidad de títulos disponibles en el mercado de valores.
2. Puede ofrecer una rentabilidad mayor que la del mercado financiero tradicional (depósitos en los bancos).
3. Posee una calificación que generalmente resulta mayor, que la de la entidad originadora, esto debido a que el fondo de titularización está desvinculado, y la calificación de riesgo aplica solamente a los activos subyacentes.
4. Existe una uniformidad en los pagos y fechas relacionadas derivados de la operación.
5. Se pueden invertir en Fondos de Titularización de otros países, que cuenten con un menor riesgo soberano.

Para el mercado también presenta ventajas, en el sentido que aumenta la profundización financiera actual, pues es un producto financiero nuevo y de gran aplicación mundial. Por otro lado, se mejora la circulación de recursos entre los participantes del mercado de valores, se incentiva el ahorro y el crédito, y se sustituye la intermediación financiera tradicional por una mediación directa. (Sánchez, 2009, p.5)

4.2.2.4. Desventajas de la titularización.

Entre las desventajas que se presentan cuando se origina la titularización, se pueden presentar las siguientes:

1. Se dificulta la medición de los riesgos en la Entidad Originadora, debido al traslado de activos.
2. La salida de activos subyacentes, puede hacer más volátiles los estados de resultados.
3. Un marco normativo incierto o incompleto, puede causar problemas para cualquier de los participantes durante el proceso de titularización. (Sánchez, 2009, p.6)

4.2.2.5. Origen y evolución de la titularización de activos.

Para Blanco (2015), el origen de la titulización se encuentra en EE.UU. a finales de la década de 1960 en este país se estaban dando ya las condiciones necesarias para el nacimiento de esta fuente de financiación:



- i) Ingentes volúmenes de créditos relativamente homogéneos que titularizar (los préstamos hipotecarios);
- ii) Dificultades para captar el ahorro necesario para los métodos tradicionales para cubrir la demanda de préstamos;
- iii) Consolidación de ciertas instituciones u organismos supraestatales que contaban con una gran experiencia en el mercado hipotecario estadounidense y un ámbito de actuación federal, y
- iv) La existencia de un “paraguas” público que otorgara garantías frente a posibles insolvencias de los particulares, reduciendo el riesgo de dichos activos hasta prácticamente equipararlos a los bonos federales de EE.UU.

En esta tesitura, la Government National Mortgage Association (GNMA o “Ginnie Mae”, agencia hipotecaria gubernamental de los EE.UU.) emitió obligaciones que tenían un rating del mismo nivel que las emitidas por el propio gobierno estadounidense, sin ningún mecanismo adicional que asegurarse dicha calificación crediticia. A su vez, se concedió a la propia GNMA la autorización para introducir bonos de titularización garantizados con su propia cartera hipotecaria (mortgage backed securities-MBS-). Concretamente, el 19 de febrero de 1970 se puso en marcha la primera emisión de bonos de titularización garantizada (tanto el principal como los intereses) por la GNMA.

Durante los años ochenta y noventa la gama de activos titulizables se amplía, alcanzando a un gran número de activos como:

- Préstamos hipotecarios, ya sea sobre primeras o sucesivas hipotecas, a tipo de interés fijo o variable, y sobre bienes inmuebles residenciales (residencial mortgage backed securities -RMBS-) o comerciales (comercial mortgage backed securities -CMBS-).
- Préstamos al consumo: Líneas de crédito doméstica, préstamos para la compra de automóviles, vehículos recreativos (caravanas, embarcaciones), etc.
- Recibos de tarjetas de crédito.
- Préstamos a empresas, en general, y en particular grandes prestamos, préstamos a promotores, constructores e inmobiliarias, préstamos a pequeñas y medianas empresas (PYME).



- Leasing y renting.
- Pagares de empresas (Commercial Paper).
- Cédulas hipotecarias, y en menor medida, bonos de tesorería, cédulas territoriales y bonos subordinados (en el ámbito de la titulización de pasivos).
- Derechos de cobro, como contraposición a derechos de crédito-derivados de: construcción y explotación de infraestructuras, financiación de proyectos, recibos, abonos, derechos de autor, entradas a espectáculos, loterías, ingresos empresariales estimados (Pubs, clubes deportivos, etc.).
- Financiación a países en vías de desarrollo.
- Microcréditos, créditos persona a persona (peer to peer -P2P-).
- Bonos basura.
- Bonos asociados a la ocurrencia de catástrofes.

En el ámbito español la legislación básica de la titulización se sustenta en la ley 19/1997, de 7 de Julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria, y el real decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización. (p.47-48)

4.2.3. Activos titularizables.

Buendía (1995) afirma que “no todos los activos pueden ser objeto de una titularización. Depende mucho de las características de los créditos, los prestatarios originales, la situación de la misma empresa originadora y los costos relacionados con el proceso”. (p.102)

Los activos denominados Subyacentes son homogéneos, poseen un riesgo disperso y son considerados capaces de generar flujos de dinero predecibles en el futuro. Entre estos se encuentran:

- Cuentas por Cobrar
- Cartera de créditos con garantía hipotecaria, prendaria o fiduciaria
- Carteras de títulos valores
- Cartera de tarjetas de crédito
- Activos y proyectos inmobiliarios



- Activos o proyectos susceptibles de generar flujos estadísticamente determinables en el futuro

Se busca que los activos sujetos de titularización, tengan sustentados antecedentes de pago y documentación uniforme; se dejarán de lado aquellos activos que se encuentren embargados, en litigio o sean objeto de cualquier proceso judicial; al mismo tiempo no aplican aquellos cuyo origen provenga de actos ilícitos o fraudulentos.

Un fondo de titularización, puede incorporar activos subyacentes y pasivos (títulos financieros), cuando estos cumplan los requisitos que dicta la correspondiente ley de su país. (Sánchez, 2009, p.3)

4.2.4. Instrumentos de la titularización.

La empresa transforma los activos que son generadores de bienes en el futuro, en papeles comerciales (títulos valores) los cuales se venden en el mercado de valores, transformándose en un ingreso a valor presente para la compañía. Esto le permite a las empresas obtener un mejor costo de los recursos financieros, lo cual es una ventaja ya que permite ampliar el abanico de instrumentos de financiamiento con que cuenta el mercado. (Sánchez, 2009, p.2)

Buendía (1995), destaca que el mecanismo de titularización puede ser estructurado mediante la emisión de títulos con las siguientes características:

- Títulos de contenido crediticio.** Son aquellos que representan una renta o suma determinable de dinero, principal e intereses, que debe ser cancelada por el patrimonio autónomo o el emisor.
- Títulos de participación.** Estos títulos representan partes alícuotas de los activos objeto de la titularización El inversionista no obtiene en consecuencia un título de rendimiento, sino que participa de las utilidades o pérdidas que genere el paquete titularizado.
- Títulos mixtos.** Son aquellos que expresan una rentabilidad mínima o son amortizables. (p.103)



Por otro lado, Losada (2006), los clasifica en tres categorías:

- a. **Titulizaciones de flujo de caja:** Estos fondos de titulización emiten diferentes tramos de deuda y usan el dinero recaudado por la venta de la deuda en la compra de los componentes que configuran su activo. En este tipo de estructuras, los componentes que forman el activo que posee el fondo son siempre activos con riesgo de crédito como bonos, créditos o cualquier otro tipo de activo que no sea un derivado de crédito. En este tipo de estructuras, los flujos de caja generados por los activos son usados para pagar a los deudores, generalmente, en una “cascada” que empieza desde los inversores senior que poseen los bonos con la calificación crediticia más alta (normalmente AAA), hasta los inversores del tramo equity que son los que sostienen la posición de primera pérdida.

- b. **Titulizaciones sintéticas:** Los fondos de titulización forman su activo mediante derivados de crédito, combinados en ocasiones con otros títulos. Con esta acción el cedente alcanza la misma transferencia de riesgo que con una titulización a flujo de caja, sin tener que transferir físicamente los activos responsables de dicho riesgo de crédito (bonos y préstamos principalmente) al fondo de titulización. Los inversores del fondo de titulización son los vendedores de protección sobre el riesgo, ya que ellos asumen el riesgo de pérdida cuando alguno de los activos de referencia se encuentra en incumplimiento. En las titulizaciones sintéticas, normalmente, el fondo emite títulos con distinta subordinación y los pagos se realizan en cascada.

- c. **Titulizaciones a valor de mercado:** Son las menos frecuentes tanto en número como en volumen. Son la mejor forma de titular algunos activos en los que no se puede predecir fácilmente los flujos de caja futuros. Los inversores de este tipo de estructuras suelen ser exclusivamente institucionales y, por ello, los bonos se suelen vender en colocaciones privadas que no suelen tener calificación crediticia. En este caso los fondos de titulización no emiten deuda para igualar el valor de los activos que son traspasados al fondo. En vez de ello, los fondos de titulización emiten deuda que se basa en una ratio asociada con cada tipo de activo que compra el fondo. La ratio es específica para cada activo y para cada tramo de deuda, está basado en precios históricos o en la volatilidad de las rentabilidades de cada activo y está siempre por

debajo del 100%. Esto hace que el nocional de los activos que el cedente aporta al fondo sea superior al valor de la deuda emitida por el fondo. (p.15-17)

4.2.5. Proceso de la titularización de activos.

4.2.5.1. Participantes en el proceso de titularización.

La titularización es una fuente de financiación compleja y estructurada en la que participan un elevado número de agentes. Con el propósito de mostrar sintéticamente el lugar o momento donde interviene cada agente en el proceso de titularización, se muestra la siguiente figura:

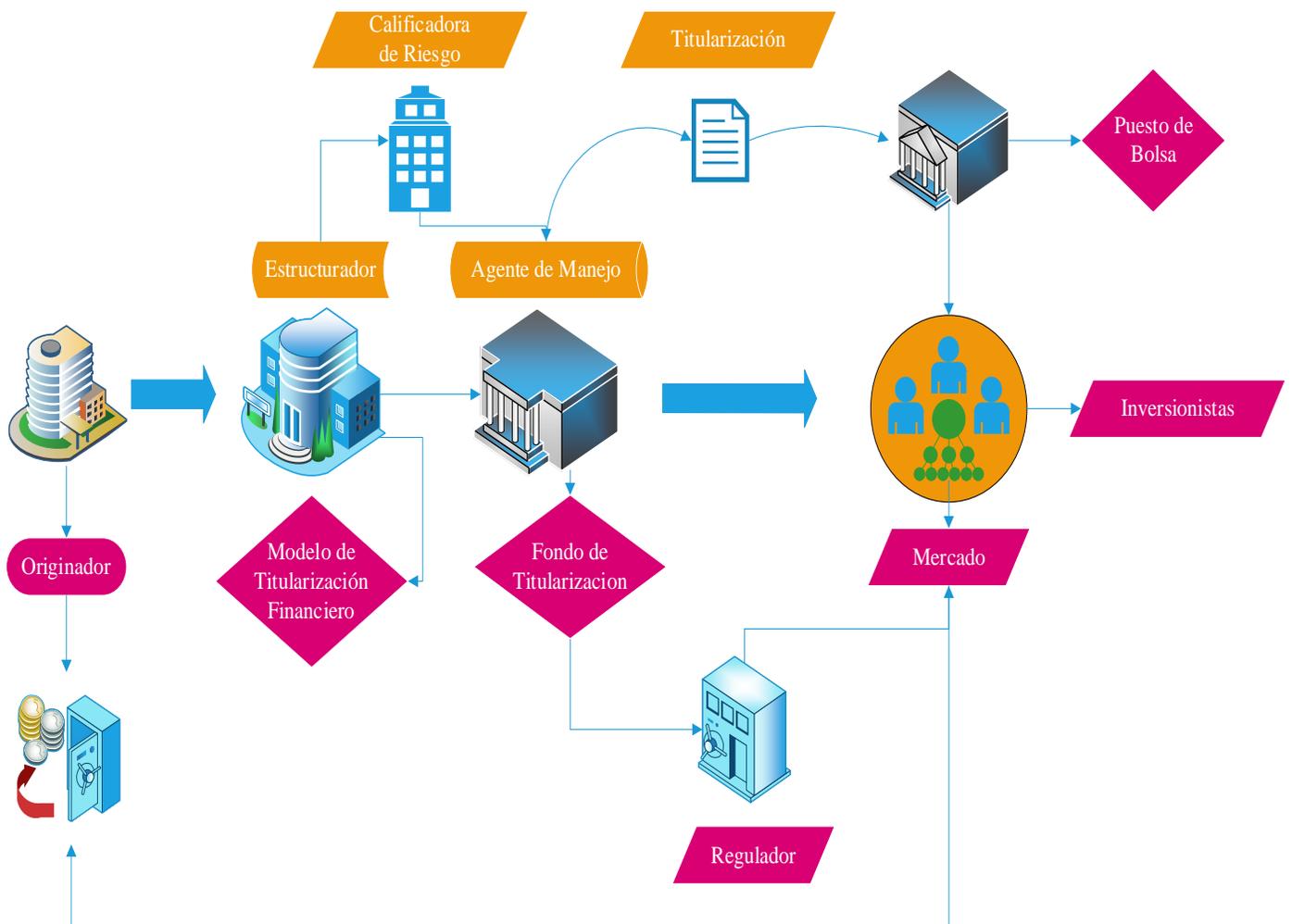


Figura 5. Participantes en el proceso de titularización. Elaboración propia



- Entidad originadora: propietaria de los activos que no pueden ser convertidos fácilmente en dinero en efectivo, así como de flujos futuros de ingresos, quien al necesitar liquidez está dispuesta a transferir sus activos con el fin de que sean reemplazados por otros de mejor rotación;
- Entidad emisora: empresa que constituye un patrimonio autónomo con los activos que fueron transferidos por la entidad originadora; en base a ello, emite valores mobiliarios a través de ofertas públicas o privadas, que se encuentran respaldadas por los flujos de los fondos derivados de los derechos incorporados en dichos activos; puede ser una sociedad fiduciaria o una sociedad administradora de fondo de titularización, en el cual se emiten títulos valores cuyo respaldo son los activos subyacentes. Estas Sociedades son reguladas, controladas y aprobadas por la superintendencia o ente supervisor del mercado de valores.
- Patrimonio de propósito exclusivo: es un patrimonio autónomo conformado por los activos transferidos a la entidad emisora, el cual servirá de respaldo del pago a los inversionistas por los derechos incorporados en los valores mobiliarios emitidos en un proceso de titulización;
- Entidad administradora: entidad encargada de ejecutar el cobro de las prestaciones relativas a los activos integrantes del patrimonio constituido, por lo general, la propia empresa originadora es la encargada de la cobranza de los activos titulizados, pues es quien mejor conoce a los deudores cedidos. (Enfoquederecho, 2019)
- Bolsa de Valores: mercados organizados y especializados, en los que se realizan transacciones con títulos valores por medio de intermediarios autorizados, conocidos como Casas de Bolsa ó Puestos de Bolsa.
- Calificadora de riesgo: es la entidad que le imprime al título una medida de riesgo, de manera que el inversionista puede adquirirlo con la certeza de que los riesgos de su inversión han sido plenamente estudiados.
- Representante Legal de los Tenedores: es la persona jurídica que representa a los propietarios de los valores de cada Fondo de Titularización.



- Entidades de Depósito y Custodia: son las que reciben en custodia y depósito los títulos valores, estas se encargan de buen cuidado y manejo de los activos autónomos, por lo tanto, son los responsables de dichos activos y deben responder por ellos hasta la finalización del contrato. (Sánchez, 2009, p.3-4)

4.2.5.2. Proceso de titularización.

El proceso de titularización puede variar levemente en algunas etapas debido a las diferencias de los activos subyacentes.

- El primer paso del proceso, es el acercamiento por parte de la entidad originadora a una titularizadora, para que esta última realice una evaluación de los activos subyacentes, de forma de establecer opciones en las cuales se puede titularizar. Lo anterior depende de la naturaleza del activo.
- Al definir la mejor opción, se procede a transformar el activo subyacente en títulos valores (bursatilización), lo cual implicaría que el activo sale de los estados financieros de la originadora y se constituye un Fondo de Titularización, el cual es administrado por la titularizadora (Agente de manejo), siendo las obligaciones (pasivo) de este fondo los títulos emitidos y su activo, los bienes subyacentes recibidos de la originadora.
- Luego, los títulos son llevados a la superintendencia de valores (o la entidad encargada de la supervisión del mercado de valores), para que estos evalúen tanto a la titularizadora, la originadora y los contratos de titularización; y que todo esté según a la normativa vigente. Si todo está en regla se procede a inscribir los valores en el registro público bursátil.
- Posteriormente o simultaneo al paso anterior, los títulos valores son dispuestos ante una calificadora de riesgo de tal forma de examinar el activo subyacente para conocer su calidad y expectativas de valorización, ubicación y riesgos futuros. También se evalúa el sistema de titularización empleado para determinar si es el más indicado. Con la evaluación se califica el título según el nivel de riesgo establecido.
- Le sigue la Emisión, que consta en inscribir los títulos en la bolsa de valores a través de una entidad colocadora. Estos salen como oferta pública, para que puedan ser adquiridos

por Inversionistas. En ese momento la liquidez llega a la entidad originadora, con la cual ejecuta las actividades que previamente definió antes de la titularización. Según se estipula en el contrato, el activo subyacente puede quedar en manos de la Entidad Originadora (Entidad Administradora) o en otra entidad, la cual se encargaría de recaudar los ingresos derivados de este activo. Incluso si queda en manos de la Originadora, esta puede cobrar un cargo por ejecutar la labor de cobrar. Lo anterior se puede dar cuando se titularizan cuentas por cobrar, en donde puede ser más eficiente que siga cobrando la entidad original.

- Cuando se vence el plazo (no menor a un año) definido para la titularización, el activo se reincorpora a la entidad originadora (por ejemplo, cuando el activo subyacente es un inmueble). Lo anterior sucede cuando el contrato definió que no existirían amortizaciones hasta la finalización del periodo. Los contratos de titularización pueden variar y definir amortizaciones o no, hasta la finalización del periodo.

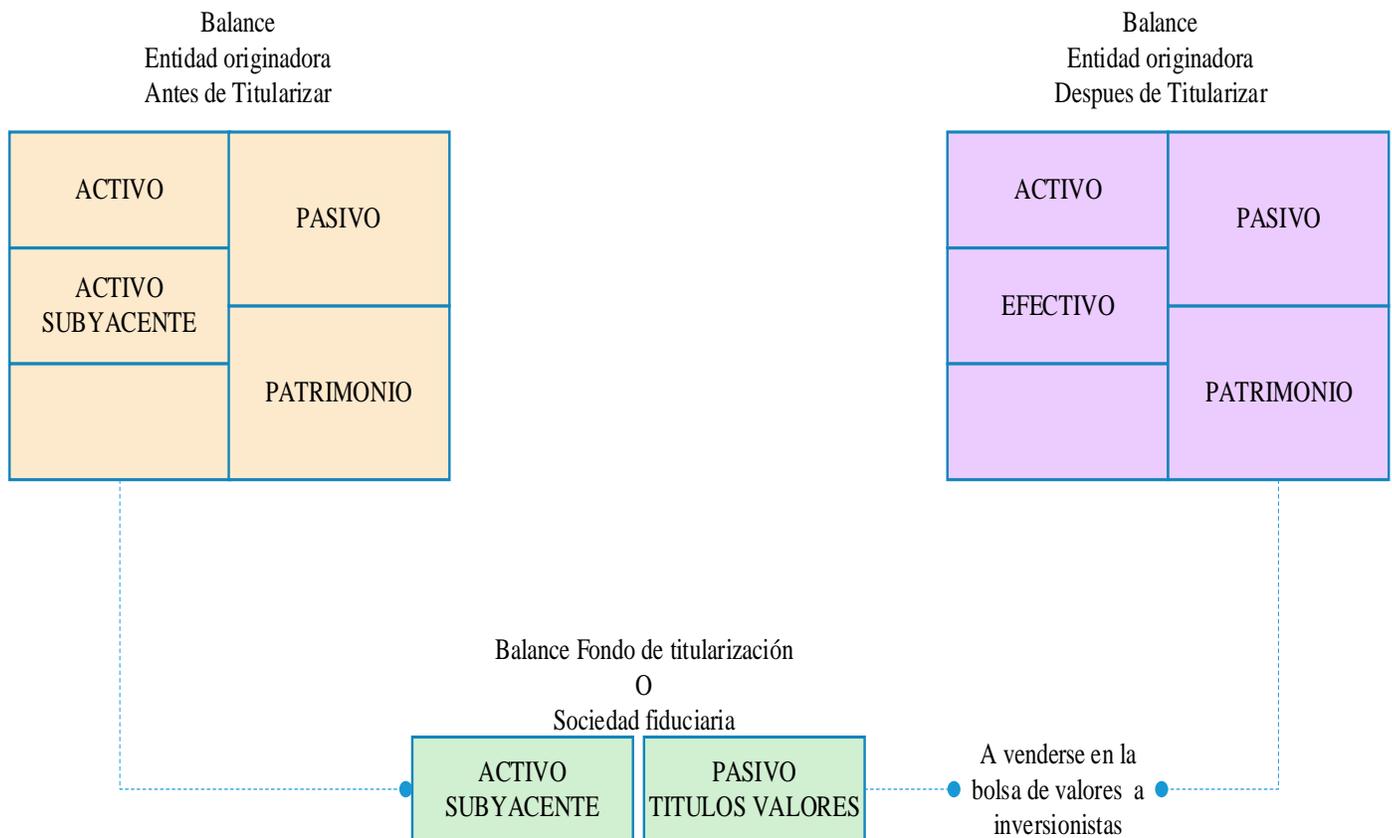


Figura 6. Proceso de titularización. Información contable. Elaboración propia.

4.2.6. Tipos de titularización.

Dentro de la titularización podemos destacar dos grandes familias:

1. La primera familia es la que recoge a las titulaciones respaldadas por activos (ABS, Assets Backed Securities), que son aquellas titulaciones que se apoyan sobre activos que poseen las empresas tanto financieras como no financieras y que éstas quieren titularizar por diversos motivos.
 - Dentro de esta clase, cabe destacar por su importancia la subclase de las titulaciones respaldadas por préstamos hipotecarios residenciales y sobre locales comerciales (en inglés, RMBS, Residential Mortgage Backed Securities, y CMBS, Comercial Mortgage Backed Securities).
2. La otra familia la componen las titulaciones respaldadas únicamente por deuda corporativa (CDO, Collateralized Debt Obligations). Dentro de esta familia existen diversas subclases:
 - La titularización de bonos corporativos (CBOs, Collateralized Bond Obligations).
 - Las titulaciones respaldadas por préstamos corporativos (CLOs, Collateralized Loans Obligations) y,
 - Por último, las titulaciones respaldadas por derivados de crédito sobre deuda corporativa, conocidas también como titulaciones sintéticas sobre deuda corporativa (CSO, Collateralized Synthetic Obligations). (Losada, 2006, p.19)

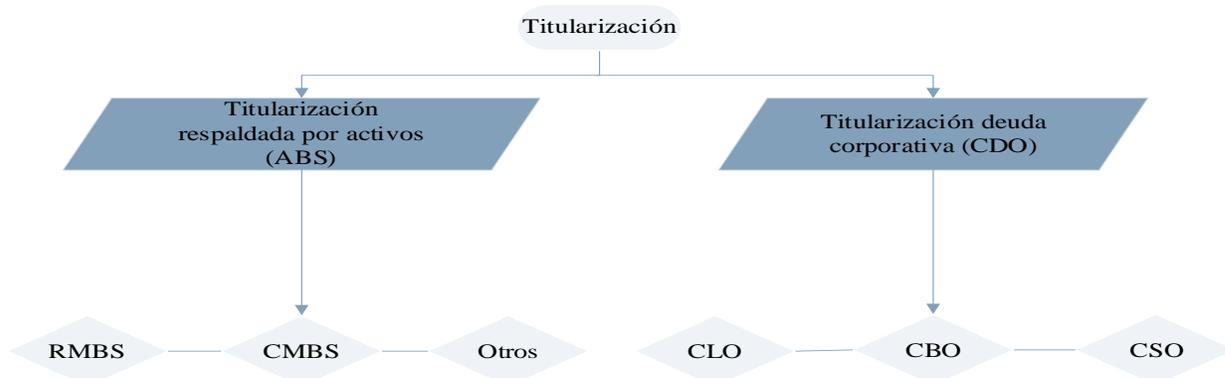


Figura 7. División de titularizaciones por componentes de su activo. Fuente: (Losada, 2006, p.19)



La división entre estas dos familias es más importante de lo que en principio pudiera parecer. La diferente granularidad de los dos productos hace que de cara a los inversores los ABS sean productos cuyo activo sea muy difícil de valorar, ya que es muy difícil conocer las características individuales de los componentes del activo. Esto pone de manifiesto que en el mercado de ABS la información asimétrica es muy superior de la existente en el mercado de CDO entre los cedentes del fondo y los inversores del mismo. (Losada, 2006, p.20)

4.2.7. Riesgos del proceso de titularización.

Los riesgos en el que incurren los participantes del mecanismo de titularización, no son muy diferentes a otras operaciones que se dan en el mercado de valores.

1. Riesgo de pre-pago. Ante una disminución que ocurra en las tasas de interés o un hecho fortuito a favor de los deudores (de los activos subyacentes), estos podrían pagar anticipadamente al plazo originalmente pactado. Lo anterior distorsiona el flujo proyectado de ingresos del fondo de titularización.
2. Riesgo de crédito. Este es el conocido riesgo de no pago por parte de los deudores de los activos subyacentes. Lo anterior, crearía pérdidas en el fondo de titularización creando posibilidades de impago a los inversionistas. Se pueden incluir algunas cláusulas especiales para sustituir activos subyacentes, para disminuir el riesgo.
3. Riesgo de tasa de interés. Generalmente existen dos tasas de interés dentro del mecanismo de titularización. Una es la relacionada a los activos subyacentes, dado que estos pueden ser créditos o cuentas por cobrar, las cuales cuentan con una tasa que es el costo financiero de los deudores de esos activos. La otra tasa, es la relacionada al rendimiento de los títulos valores de la titularización, la cual es una tasa de rendimiento para los inversionistas. El riesgo de tasa de interés proviene del margen o diferencia que existe entre ambas tasas, la cual al inicio de la operación presenta un equilibrio; si este margen se amplía o disminuye, afecta el equilibrio e incide en la ganancia de los inversionistas. (Sánchez, 2009, p.6)



4.3. Proceso de titularización de activos a través de un fondo de titularización en Nicaragua

Las formas en las que se pueden realizar la titularización de activos, varían según la legislación de cada país. En este apartado se desarrollará el proceso de titularización a través de un fondo de titularización administrado por una sociedad administradora de fondos de titularización.

4.3.1. Vehículos para la titularización.

Losada (2006). Afirma que las titulaciones de activos son vehículos estructurados, estos vehículos se constituyen utilizando dos métodos alternativos según la legislación europea:

- La primera alternativa... el vehículo se constituye sin personalidad jurídica y recibe el nombre de fondos de titulización. La mayoría de estos fondos están activamente gestionados por sociedades gestoras. A través de estas sociedades gestoras los fondos invierten en diferentes tipos de activos y, a su vez, emiten diferentes valores. Tanto el fondo de titulización como su sociedad gestora están sujetas a la supervisión, inspección y, en su caso, sanción del organismo supervisor del mercado de valores del país donde está radicado el fondo de titulización. (p.13)
- En la segunda alternativa, como es el caso de la legislación europea, el vehículo se constituye a través de lo que se conoce como un special purpose vehicle (SPV). Una empresa puede formar la SPV como una sociedad limitada, un fideicomiso, una corporación o una corporación de responsabilidad limitada, entre otras opciones. Puede estar diseñado para propiedad, administración y financiamiento independientes. En cualquier caso, los SPV ayudan a las empresas a titularizar activos, crear empresas conjuntas, aislar activos corporativos o realizar otras transacciones financieras. (Chen, 2020)

Sin embargo, en países de latino América el vehículo utilizado para estructurar la titularización es únicamente el fideicomiso o el fondo de titularización, aunque también se puede dar las dos situaciones de forma simultánea.

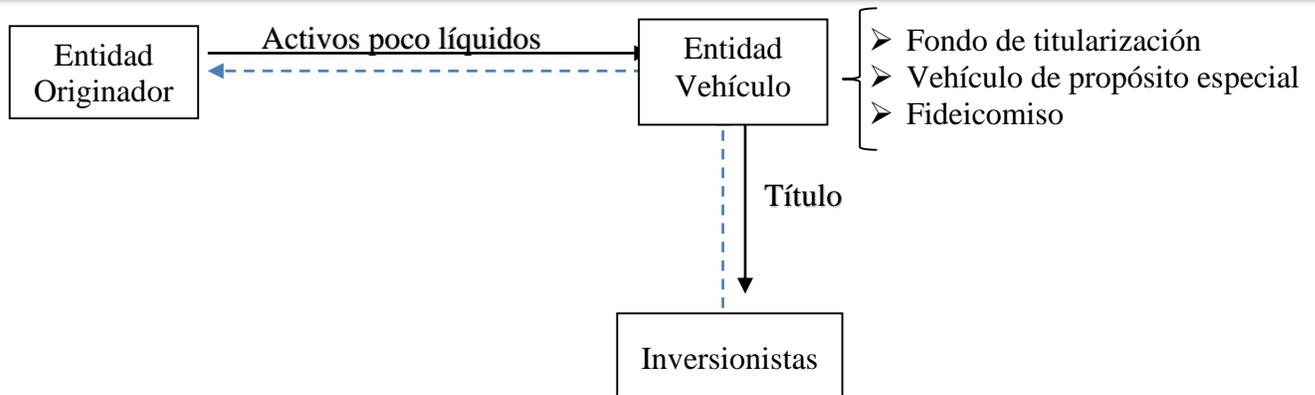


Figura 8. Proceso de titularización resumido tomando en cuenta el vehículo utilizado.

La administración del vehículo instrumental la realiza un tercero, distinto e independiente del propietario original de los activos.

Ilustra el proceso mediante el cual una o varias entidades crediticias ceden a un tercero, denominado "entidad vehículo", la titularidad de determinados activos representativos de deuda, para su transformación posterior en títulos valores que otorguen a sus tenedores el derecho de percibir unos flujos de caja directamente relacionados con que proporcionen los activos que se titulan.

4.3.1.1. Fideicomiso.

El fideicomiso es un acto jurídico, de confianza, en virtud del cual, una persona, fideicomitente (cliente) transmite a otra llamada fiduciaria la titularidad de uno o más bienes o derechos: dinero en efectivo, bonos, certificados de depósitos a plazo, acciones, bienes raíces; ósea toda clase de bienes o derechos que legalmente estén enmarcados dentro del comercio con el fin de administrarlos como si fueran propios en beneficio de un tercero llamado fideicomisario. (Escoto Leiva, 2007, p.113)

El fideicomiso utiliza el contrato de fiducia con el objeto de transferir al público inversionista en un mercado de valores los derechos sobre un fideicomiso, mediante la negociación de títulos-valores. Trasferidos los bienes fideicomitados que se van a movilizar, el fiduciario emite títulos-valores representativos de tales bienes, que se integran inicialmente al patrimonio del fideicomitente como derechos fiduciarios, y posteriormente, los títulos se negocian por cuenta



del fideicomitente, que recibe el precio de colocación como un ingreso líquido, producto de la movilización de los bienes fideicomitados. (Bravo, 2008, p.458)

4.3.1.2. Entidad de propósito especial.

También llamado entidad de propósito especial (SPE), es una subsidiaria creada por una empresa matriz para aislar el riesgo financiero. Su estatus legal como empresa separada asegura sus obligaciones incluso si la empresa matriz quiebra.

4.3.2. Marco jurídico para el proceso de titularización.

4.3.2.1. Ley general de bancos.

En Nicaragua la actividad de la titularización de activos se encuentra presente en la ley general de bancos, instituciones financieras no bancarias y grupos financieros, ley N° 561. Aprobada el 27 de octubre de 2005 y publicada en La Gaceta, Diario Oficial N°. 232 del 30 de noviembre de 2005. Como parte de las operaciones bancarias activas autorizadas por la ley, que cita en su artículo 53, los bancos podrán efectuar las siguientes operaciones:

Inciso 11. Efectuar operaciones de titularización de activos (Ley N° 561, 2005).

4.3.2.2. Ley mercado de capitales.

Sin embargo, esta no es una actividad única desarrollada solamente por las instituciones bancarias. La ley de mercado de capitales, ley N° 587, aprobada el 08 de noviembre del año 2006, en su artículo 6:

Funciones del Consejo Directivo de la Superintendencia. Son funciones del Consejo Directivo de la Superintendencia, además de las que le confieran otros artículos de esta Ley, las siguientes:

- a. Autorizar la constitución de: Sociedades de bolsa, sociedades de centrales de valores, sociedades de compensación y liquidación, sociedades administradoras de fondos de inversión y titularización y sociedades calificadoras de riesgos. (Ley N° 587, 2006)

Esta ley permitió la autorización de la creación de empresas de tipo financiero que son importantes para el desarrollo de la actividad bursátil, entre ellas las sociedades administradoras y fondos de titularización.



4.3.2.2.1. Normativas.

Tabla 1.

Título VI, Titularización de activos, Capítulo I, Normativas, Ley N° 587.

Artículo	Título	Normativas
113	Naturaleza jurídica	Proceso donde la entidad originadora, saca de su balance un conjunto de préstamos, créditos u otros activos capaces de generar un flujo continuado de recursos líquidos que son objeto de traspaso a un fondo denominado Fondo de Titularización, constituido para recibirlos y autorizado a emitir, con el respaldo de tales activos, nuevos valores mobiliarios que serán colocados, previa calificación crediticia.
114	Entidades participantes	<p>1. Originadoras</p> <p>a. Bancos</p> <p>b. Sociedades Financieras.</p> <p>c. Las autorizadas por la superintendencia.</p> <p>2. Sociedad administradora de Fondo de titularización</p> <p>3. Entidad de custodia</p>
115	Activos titularizables	Conjunto de activos que permitan nutrir un patrimonio suficientemente homogéneo y capaz de generar los flujos de pagos necesarios para asegurar el cumplimiento de los compromisos asumidos por el Fondo.
116	Excepciones	El Superintendente podrá autorizar caso por caso, y siempre con carácter excepcional, la titularización de determinados ingresos futuros, todavía no reflejados en balance.
117	Cobertura de los activos cedidos	<p>Cobertura Interna</p> <p>1. Cesión al fondo</p> <p>2. Subordinación</p> <p>3. Cuenta de margen o de reserva</p> <p>4. Conservación del valor del patrimonio titularizado</p> <p>Cobertura Externa por entidades financieras</p> <p>1. Cartas de crédito irrevocables</p> <p>2. Pólizas de seguro</p>

Fuente: Elaboración propia con información de (Ley N° 587, 2006)

4.3.2.2.2. Fondos de titularización.

Los fondos de titularización constituidos como patrimonios separados y cerrados, carentes de personalidad jurídica que estarán integrados, en cuanto a su activo, por paquetes inmodificables de alguno de los elementos o flujos titularizables, en cuanto a su pasivo, por los valores emitidos

con su respaldo, que tampoco podrán ser objeto de ampliación, debiendo ser emitidos en cuantía y condiciones financieras tales que el valor neto patrimonial del Fondo sea cero (0). Llegado el vencimiento de los activos titularizados, por amortización total o recompra de la deuda residual, el Fondo quedará extinguido.

Sistemas bajo los cuales funcionan los fondos de titularización:

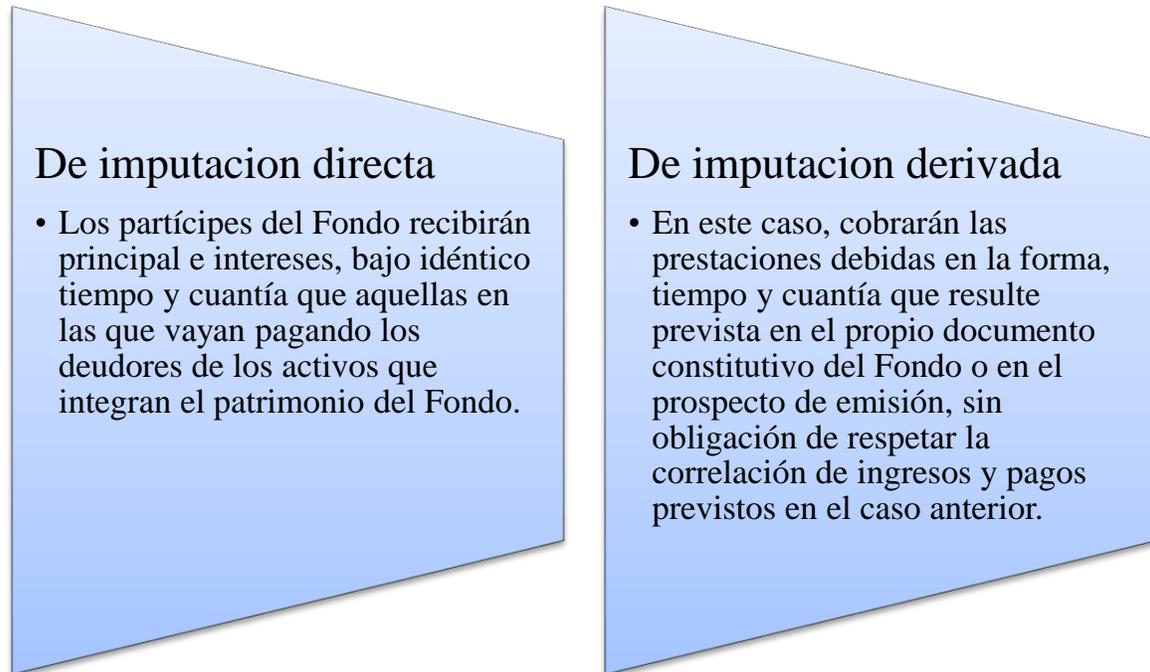


Figura 9. Elaboracion propia con informacion de Ley N° 587, (2006, art.114).

La creación de los fondos de titularización se da a través de escritura pública, previo a la autorización de la superintendente suscrita por la entidad o entidades originadoras de los activos, y por la sociedad administradora del fondo.

Contenido:

- a) Denominación del Fondo, volumen de su patrimonio y número de participaciones.
- b) Identificación de los activos agrupados en el Fondo y reglas de sustitución, por amortización anticipada de alguno de ellos, si se produjera.
- c) Contenido de los valores emitidos por el Fondo, puntualizando los derechos de cada serie, si existieren varias.



- d) Reglas a que deberá ajustarse el funcionamiento del Fondo y, en particular, cuando éste funcione en régimen de imputación directa, las diferencias o desfases temporales y de cuantía que resulten admisibles en el traslado de los flujos monetarios desde el originador al propio fondo, en los términos que se definan por norma general.
- e) Operaciones que podrán concertarse por cuenta del Fondo, a fin de aumentar la seguridad o regularidad en el pago de los valores emitidos o, en general, para transformar las características financieras de los activos, según lo que se establezca por norma general.
- f) Posibilidad de adquirir transitoriamente activos de calidad financiera igual o superior de la que alcancen los valores de mejor calificación crediticia emitidos por el Fondo, cuando este funcione en régimen de imputación directa.
- g) Forma en la que va a disponerse de los activos remanentes del Fondo en caso de liquidación anticipada, cuando esa posibilidad esté prevista respecto del porcentaje residual.
- h) Cualquier otra mención obligatoria que se establezca por norma general. (Ley N° 587, 2006, arto.115).

Uno de los requisitos que debe cumplir el fondo, es la de la calificación crediticia. según el arto. 116 de la ley de mercado de capitales, no podrá autorizarse la constitución de ningún fondo de titularización, cuyos valores no hayan sido objeto de calificación crediticia por parte de una entidad calificadora de riesgos de prestigio internacionalmente reconocida a juicio del Superintendente.

En cuanto al sistema de aprobación, el artículo 117 especifica que:

- La verificación y registro de los fondos de titularización que se propongan emitir valores en régimen de oferta pública, se someterá con las modificaciones que procedan, a las normas previstas en esta ley.
- Asimismo, la sociedad administradora deberá presentar para cada fondo un prospecto informativo con carácter público el cual deberá ser aprobado por el Superintendente.
- Los valores de esos fondos tampoco podrán ser objeto de negociación en un mercado secundario organizado.



- El registro del Fondo podrá ser denegado, tanto si se apreciara el incumplimiento de las condiciones previstas. (Ley N° 587, 2006)

Tabla 2.

Otras características a tener en cuenta para la constitución y del fondo de titularización.

Artículo	Título	Normativas
118	Daño patrimonial y riesgo del inversionista	Los titulares de los valores correrán con el riesgo de incumplimiento de las prestaciones comprometidas por el Fondo. No tendrán acción contra su sociedad administradora, sino por el incumplimiento de sus funciones específicas.
119	Reglas excepcionales de protección	Después de aprobado y registrado el fondo, la cesión de activos sobre el que se funda la constitución de garantías a su favor, no podrá ser impugnada por ningún motivo en daño de terceros adquirentes de buena fe de los valores que dicho Fondo hubiere colocado en régimen de oferta pública.
120	Otras normas imperativas	El capital mínimo suscrito y pagado exigible para la creación de las sociedades administradoras será de C\$2, 904,000.00. Resolución N° CD-SIBOIF-1100-3-MAR5-2019.
121	Valores emitidos por los fondos	Se representarán exclusivamente mediante anotaciones electrónicas en cuenta y las sociedades administradoras de dichos fondos deberán solicitar su admisión a negociación en un mercado secundario organizado.
122	Sociedades administradoras de fondos	Los fondos de titularización deberán ser administrados por sociedades anónimas de objeto social exclusivo denominadas "Sociedades Administradoras de Fondos de Titularización".

Fuente: Elaboración propia con información de (Ley N° 587, 2006)

4.3.2.3. Norma sobre sociedades administradoras y fondos de titularización.

El 5 de septiembre de 2007, fue aprobada la norma sobre sociedades administradoras y fondos de titularización.

La presente norma tiene por objeto establecer los requisitos de constitución y funcionamiento de las sociedades administradoras de fondos de titularización; así como los requisitos y trámites

de autorización para oferta pública de los fondos de titularización. (Norma sobre sociedades administradoras y fondos de titularización, 2007, arto.1)

El alcance de la presente norma es aplicable a las sociedades administradoras de fondos de titularización, a los intermediarios y demás participantes en la colocación de los valores de los fondos de titularización objeto de oferta pública (arto.2).

4.3.2.3.1. *Requisitos de constitución de un fondo de una sociedad administradora de fondo de titularización.*

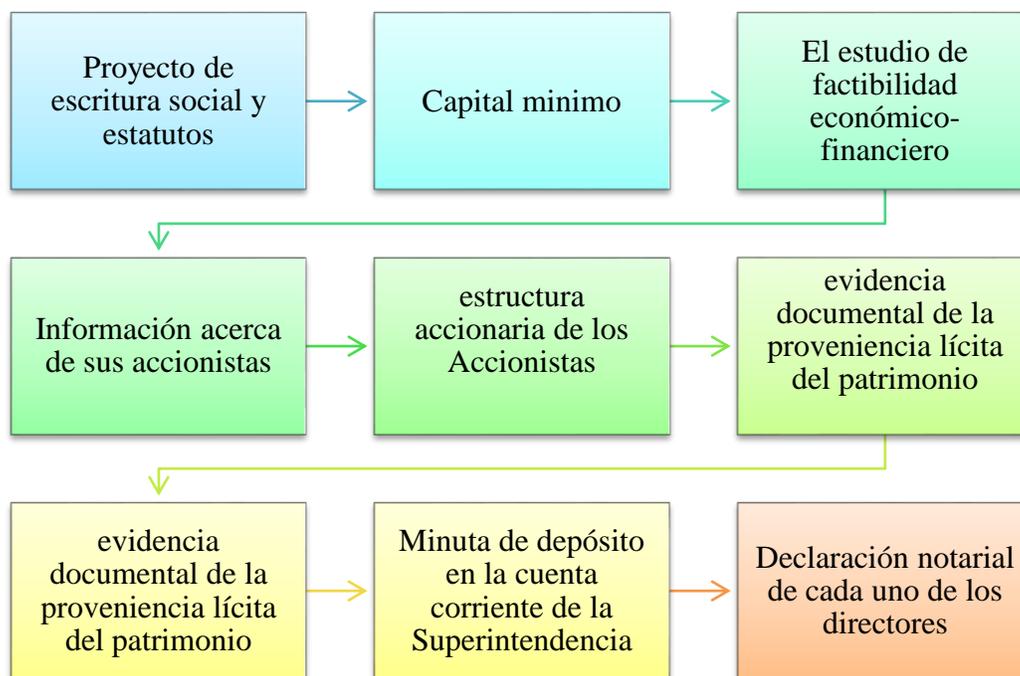


Figura 10. Elaboración: Fuente propia con información de la Norma sobre sociedades administradoras y fondos de titularización (2007, arto. 4), la solicitud tardará 120 días a partir de la fecha de entrega de los documentos.

4.3.2.3.2. Requisitos para iniciar operaciones las sociedades administradoras.

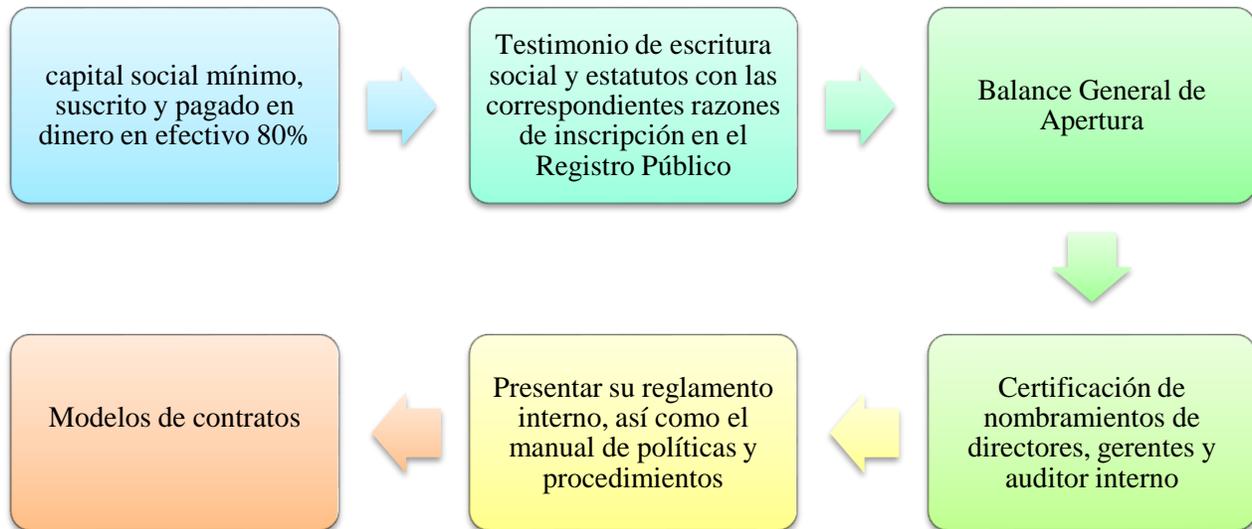


Figura 11. Elaboracion: Fuente propia con informacion de la Norma sobre sociedades administradoras y fondos de titularizacion (2007, arto. 7).

4.3.2.3.3. Autorización de funcionamiento de las sociedades administradoras.

El Superintendente comprobará si los solicitantes han llenado todos los requisitos exigidos por la Ley de Mercado de Capitales y por la presente norma para el funcionamiento de una sociedad administradora, y si los encontrare cumplidos, otorgará la autorización de funcionamiento dentro de un plazo máximo de quince (15) días contados a partir de la fecha de presentación de la solicitud.

Las sociedades administradoras autorizadas deberán iniciar operaciones dentro de un plazo máximo de seis (6) meses contados a partir de la notificación de la resolución respectiva, de lo contrario, el Superintendente les revocará la autorización. (Norma sobre sociedades administradoras y fondos de titularizacion, 2007, arto.8)



4.3.2.3.4. *Características de fondos de titularización.*

La norma sobre sociedades administradoras y fondos de titularización (2007), destaca que los fondos de titularización constituidos en Nicaragua deben presentar las siguientes características:

1. Los activos seleccionados deben ser capaces de generar un flujo continuo de recursos líquidos que son objeto de traspaso a un fondo denominado fondo de titularización, constituido para recibirlos y autorizado a emitir, con el respaldo de tales activos, nuevos valores mobiliarios que serán colocados, previa calificación crediticia. (arto.18)
2. Son de naturaleza cerrada a partir del momento de su constitución, lo que significa que no se puede modificar ni el activo ni el pasivo. Sin embargo, se pueden establecer reglas de sustitución y subsanación de activos cuando los activos agrupados en el fondo sean amortizados anticipadamente. (arto.19)
3. Condiciones de la cartera a titularizar:
 - a) Cada cartera deberá tener un volumen suficiente en relación con su cuantía total y el número de operaciones que comprende, que facilite el análisis estadístico del riesgo crediticio del conjunto.
 - b) Los activos que componen la cartera deberán reunir características similares. En el caso de carteras de crédito ello implicará la similitud en cuanto a las condiciones de tipo de tasa de interés, destino de los créditos, pago y revisión de las condiciones de pago, penalización por cancelación anticipada, garantías, ejecución, entre otros. En el caso de contratos de arrendamiento, tipo de activo que se arrienda, obligaciones del arrendatario en el contrato, y los que autorice el Superintendente en cada caso.
 - c) Generar flujos periódicos y predecibles. Debe establecerse matemática o estadísticamente el flujo de caja generado por los bienes o activos titularizados. Dicha proyección debe realizarse por un plazo igual al de duración del patrimonio autónomo. (arto.20)

4. Cuando la titularización corresponda a ingresos futuros, la sociedad administradora deberá presentar al Superintendente la siguiente información mínima:
 - a) La indicada en los literales a), b) y f) del artículo 24 de la presente norma.
 - b) Ingresos futuros que matemática, estadística o actuarialmente se proyecta sean generados por los activos o proyectos objeto de titularización.
 - c) Índice de desviación de ingresos.
 - d) Estudios económicos y técnicos sobre la generación de los ingresos futuros proyectados y el estudio de factibilidad correspondiente, según las características propias de los activos o proyectos.
 - e) Punto de equilibrio para iniciar el proceso de titularización.
 - f) Cualquier otra que a juicio razonado del Superintendente se requiera. (arto.21)

5. El agente de manejo podrá ser la sociedad administradora, con la responsabilidad de los activos e ingresos futuros titularizados, sin embargo, se podrá contratar esos servicios siendo el responsable de prestar el servicio de cobro administrativo y judicial de los activos o ingresos. (arto.22)

4.3.2.3.5. Valores producto de la titularización.

Los valores emitidos en un proceso de titularización podrán adoptar las siguientes modalidades:

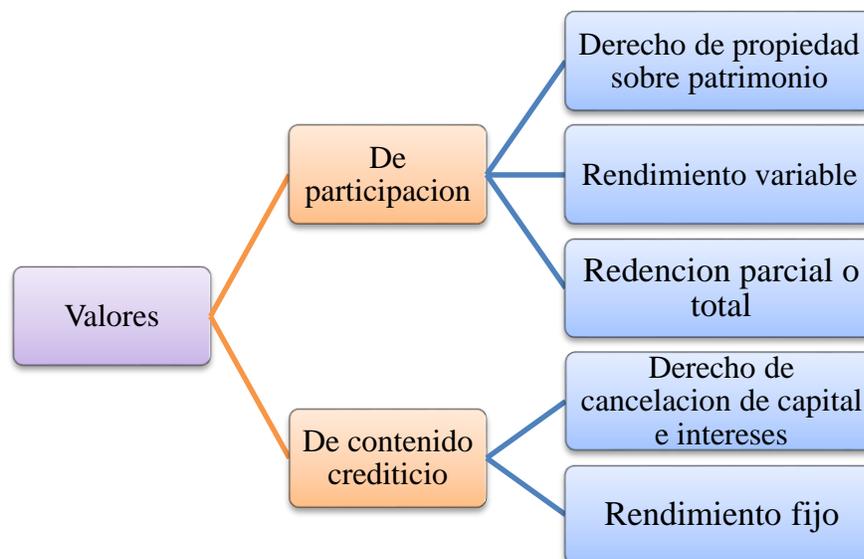


Figura 12. Modalidades de valores emitidos por el fondo de titularización. (Norma sobre sociedades administradoras y fondos de titularización, 2007, arto.23)

4.3.2.3.6. Requisitos para inscripción de fondos de titularización.

Para la autorización de oferta pública de fondos de titularización la sociedad administradora deberá presentar la siguiente documentación mínima:



Figura 13. Requisitos para la inscripción de fondos de titularización. (Norma sobre sociedades administradoras y fondos de titularización, 2007, arto.24)

Entre los requisitos mínimos que debe contener el fondo en su escritura pública de constitución, se encuentran:

1. Derechos y obligaciones de las partes contratantes.
2. Remuneración que percibirá la sociedad administradora por su gestión, así como la forma y oportunidad en que la misma será liquidada y cobrada.
3. Reglas de la convocatoria a asamblea de inversionistas, cantidad de inversionistas necesarias para el quórum y mayoría requerida para la aprobación, de conformidad con las disposiciones establecidas en el Código Comercio en lo referente a las juntas generales extraordinarias de accionistas de las sociedades anónimas.



4. Costos y gastos a cargo del fondo.
5. Mecanismos para informar a inversionistas, de manera detallada y pormenorizada, acerca de la gestión del fondo, especificándose los parámetros, forma y periodicidad a los cuales debe sujetarse dicho informe, así como los documentos que lo sustenten.
6. Duración. El plazo no podrá ser inferior al del vencimiento de todos los valores emitidos por el fondo en virtud del proceso de titularización. (arto.24)

4.3.2.3.7. Autorización y mecanismo de colocación del fondo.

La sociedad administradora deberá presentar al Superintendente copias certificadas de los contratos que fueron presentados en borrador para el proceso de autorización; el prospecto y el resumen del mismo, en original y copia; el código ISIN; así como aquellos otros requisitos indicados mediante comunicación por el Superintendente. Los requisitos contenidos en este artículo deberán satisfacerse dentro del plazo máximo de treinta (30) días, contado a partir del día hábil siguiente a la comunicación antes indicada. (arto. 25)

4.3.2.3.8. Mejora crediticia.

Con el objeto de mejorar la calificación crediticia de los activos titularizados y amparados en el artículo 113, de la norma presentada, se podrá mejorar la calificación de los valores a través de dos mecanismos.

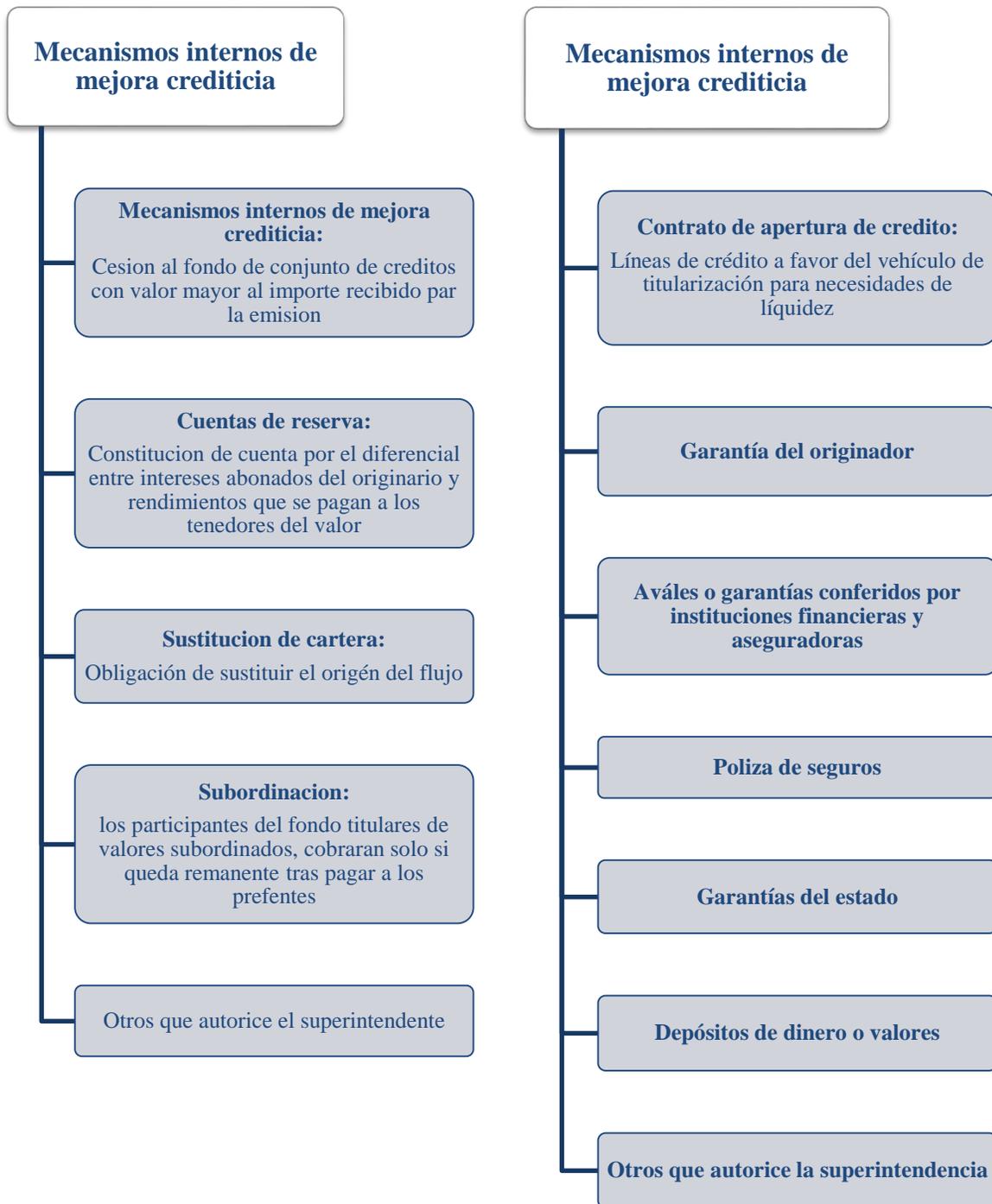


Figura 14. Mecanismos de mejora crediticia. Fuente: elaboración propia con información de la Norma sobre sociedades administradoras y fondos de titularizacion (2007, art. 31-33)



4.3.2.3. Norma sobre oferta pública de valores en el mercado primario.

4.3.3.3.1. Requisitos finales para la colocación en el mercado primario.

- a. Poner a disposición del público el prospecto, el cual se considerará disponible para el público cuando se presente:
 1. En forma impresa y de manera gratuita en las oficinas del emisor y de los intermediarios financieros que coloquen o que vendan los valores.
 2. En formato electrónico en el sitio Web del emisor y en el sitio Web de los intermediarios financieros que coloquen o vendan los valores.
 3. Mediante el envío por medios electrónicos al domicilio del inversionista.

Lo anterior es sin perjuicio de la disponibilidad física del prospecto en las oficinas de la Superintendencia o en el sitio web de ésta.

- b. Remitir al Superintendente las copias certificadas de los contratos que fueron presentados en borrador para el proceso de autorización debidamente suscritas; el aviso de oferta pública de conformidad con lo establecido en el Anexo II; el código ISIN; el nemotécnico de la emisión; así como aquellos otros requisitos indicados en la resolución de inscripción emitida por el Superintendente.

Los requisitos contenidos en este numeral deberán satisfacerse dentro del plazo máximo de treinta (30) días contado a partir del día hábil siguiente a la comunicación de la autorización. Dicho plazo podrá ser prorrogado por el Superintendente hasta por un plazo igual, siempre y cuando el emisor solicite la prórroga en forma justificada, con anterioridad al vencimiento del plazo original. (Norma sobre oferta pública de valores en el mercado primario, 2011, Arto.38)

4.3.3.3.2. Contenido mínimo del prospecto.

- a. Caratula
- b. Contra caratula
- c. Índice
- d. Información sobre las emisiones, la oferta e identificación de los directores, gerentes y asesores involucrados con el proceso de oferta pública.
 - d.1. Información sobre las emisiones y la oferta
 - d.1.1. Emisiones de deuda



Tabla 3.
Caratula del prospecto

Clase de instrumento	Bonos, papel comercial, obligaciones convertibles, etc.
Nombre de la emisión	Serie A, otras
Código ISIN	Para la presentación de los prospectos definitivos
Monto de la emisión y moneda	
Plazo	
Fecha de emisión	
Fecha de vencimiento	
Denominación o valor facial	
Tasa de interés	
Periodicidad	
Forma de representación	Título físico o desmaterializado
Ley de circulación	Al portador, otros
Otras características	Opción de conversión, opción de recompra anticipada, mínimo de inversión, otros.
Forma de colocación	
Garantías	
Calificación de riesgo	
Opción de conversión, opción recompra anticipada, mínimo	

Fuente: Bolsa de valores de Nicaragua.

Para ampliar la información presentado en el cuadro resumen mostrado, se presentarán los siguientes apartados:

1. Forma de colocación.
2. Garantías
3. Calificación de riesgo
4. Adicionalmente:
 - a. Razones para la oferta y uso de los recursos.
 - b. Costos de emisión y colocación.
 - c. Indicar la posibilidad de modificaciones en la emisión.
 - d. Tratamiento tributario.
 - e. Agente de pago.
 - f. Si el emisor esta domiciliado en el extranjero, indicar como el inversionista debe proceder para defender sus derechos o interponer acciones de responsabilidad civil, por hechos del emisor.
 - g. Mencionar si cuenta con emisiones inscritas. (Norma sobre oferta publica de valores en el mercado primario , 2011, Anexo I)



- d.2.** Identificación de los directores, gerentes y asesores involucrados con el proceso de oferta pública.
- e.** Identificación de los directores, gerentes y asesores involucrados con el proceso de oferta pública.
 - e.1. Factores de riesgo que afectan a la emisión y a la empresa.
 - e.2. Análisis de indicadores financieros.
 - e.2.1. Índices de liquidez
 - e.2.2. Índices de rentabilidad
 - e.2.3. Índices de actividad
 - e.3. Endeudamiento y capitalización
 - e.3. Endeudamiento y capitalización
 - e.3.2. Capitalización
- f.** Información sobre la empresa emisora
 - f.1. Historia y desarrollo de la empresa
 - f.2. Visión general del negocio
 - f.2.1. Estructura organizativa
 - f.2.2. Propiedades, plantas y equipo
- g.** Resultados de operación y financieros e información prospectiva (opinión de la gerencia)
 - g.1. Resultados de operación
 - g.2. Liquidez y recursos de capital
 - g.3. Investigación y desarrollo, patentes y licencias
 - g.4. Información sobre tendencias
- h.** Directores, personal gerencial y empleados
 - h.1. Directores y personal gerencial
 - h.2. Políticas generales de compensación de los directores y personal gerencial (únicamente en el caso de emisiones de instrumentos de capital)
 - h.3. Prácticas de selección de la junta directiva
 - h.4. Personal
 - h.5. Participación social de directores, personal gerencial y empleados
 - h.6. Aspectos de gobierno corporativo
- i.** Participaciones significativas y transacciones con partes relacionadas
 - i.1. Participaciones significativas
 - i.2. Transacciones con partes relacionadas
 - i.3. Participaciones de asesores y consejeros
- j.** Información financiera
 - j.1. Anexos al prospecto
 - j.2. Periodicidad de la información a los inversionistas
- k.** Información adicional. (Norma sobre oferta pública de valores en el mercado primario, 2011, Anexo I)



4.3.3. Agentes participantes en la titularización en Nicaragua.

4.3.3.1. Fondos de titularización.

En el sistema financiero nacional, actualmente no se encuentra registrada ninguna sociedad administradora de fondos de titularización. Sin embargo, en los registros de la SIBOIF Con fecha 9 de abril de 2008, mediante resolución CD-SIBOIF-529-1-ABR9-2008, se autorizó la constitución de Acrecer Sociedad Anónima como sociedad administradora de fondos de titularización (SIBOIF, 2008, p.23), sin embargo, esta no realizó ninguna operación ni participó en algún proceso de titularización. Prueba de ello es que en los registros de los años siguientes de los informes de gestión de la superintendencia no se refleja ninguna titularización, al igual que la información que presenta la bolsa de valores de Nicaragua donde hasta la fecha no existe ningún título valor proveniente de un proceso de titularización de activos.

Casi dos años después la cancelación de ACRECER llegó con fecha 6 de enero de 2010, mediante resolución SIB-OIF-XVIII-009-2010 el Superintendente de Bancos tomando en consideración que la sociedad administradora de fondos de titularización ACRECER no logró iniciar operaciones en el plazo requerido por la Ley (SIBOIF, 2010, p.35) y Con fecha 31 de octubre de 2011, la Sociedad Administradora de Fondos de Titularización ACRECER S.A., solicitó la disolución voluntaria anticipada, argumentando que, como consecuencia de la crisis financiera internacional, las condiciones económicas locales no fueron favorables para la estructuración de fondos de titularización. (SIBOIF, 2011, p.48).

En general el poco dinamismo de la economía nacional, el mercado de valores insipiente, sumado a la crisis financiera global, no permitió que se desarrollaran procesos de titularización de activos en Nicaragua y desde el 2011 no se ha conocido sobre intenciones de crear otra sociedad administradora y fondos de titularización.



4.3.3.2. *Agencias calificadoras de riesgo.*

4.3.3.2.1. *Definición.*

Las agencias calificadoras de riesgo son entidades encargadas de realizar estudios que indican el riesgo de crediticio de una entidad o emisión de títulos con el fin de facilitar a los inversionistas la toma de decisiones a la hora de colocar sus recursos. (Escobar y Cuartas, 2006, p.21)

4.3.3.2.2. *Agencias calificadoras en Nicaragua.*

En Nicaragua, según la superintendencia de bancos como ente supervisor y regulador de las instituciones financieras en el país, actualmente existen tres instituciones de este tipo, las cuales son de carácter privado.

Tabla 4.

Agencias calificadoras de riesgo, registradas en Nicaragua.

Instituciones	siglas	dirección	Web
Fitch Centroamérica, s.a.	Fitch Centroamérica, s.a.	bufete jurídico Taboada y asociados, hospital militar 1c. al lago, Managua.	www.fitchca.com
Pacific Credit rating, s.a. de c.v, clasificadora de riesgos	PCR	costado este del edificio bac en el colonial los robles, iv etapa módulo # 18-a, Managua, Nicaragua	www.ratingspcr.com
sociedad calificadora de riesgo centroamericana, s.a.	Scriesgo, s.a.	bufete jurídico blp abogados, s.a. km. 4 ½ carretera a Masaya, frente a pollos tip top, edificio cars, tercer piso.	www.scriesgo.com

Fuente: SIBOIF.

4.3.3.2.3. *Funcionamiento.*

Una calificación crediticia sobre la una emisión de es una opinión prospectiva sobre la calidad crediticia de un deudor respecto a una obligación financiera específica, una clase u obligaciones financieras específicas, o un programa financiero específico. (S&P Global Ratings, 2018, p.2)



La calificación que presenta la entidad calificadora no es más que una opinión sobre la capacidad del emisor o deudor y su voluntad para cumplir sus compromisos financieros en tiempo y forma. Esta opinión puede evaluar diversos factores, por ejemplo: garantías y la subordinación de la obligación, que podrá afectar el pago final en un evento de incumplimiento.

4.3.3.2.4. Factores analizados para brindar una calificación.

A diferencia del papel que desempeña la calificadora en la evaluación de riesgos en instrumentos financieros emitidos por ciertas sociedades financieras, las agencias de rating facilitan datos importantes en la estructura de inversión de las emisiones titulizadas.

López (1996), afirma que:

Para el caso de solicitarse una calificación de una posible emisión titulizada, las agencias se responsabilizarán de llevar a cabo un análisis en profundidad de los activos que deban ser empleados en la emisión y de una amplia gama de riesgos inherentes. Basándose en este análisis, las agencias de rating asignarán, por ejemplo, un nivel mínimo de incremento en el crédito requerido para una calificación dada.

- Desde el punto de vista de la agencia de calificación, todos los aspectos de una operación titulizada deben encontrar una calificación de emisión global. Por eso, se requieren amplios análisis cuantitativos y cualitativos para determinar los parámetros de riesgo. Más allá de un análisis básico de riesgo, la opinión de la agencia de calificación va a tener en cuenta la documentación de la emisión titulizada en busca de otros riesgos potenciales.
- Cuando un rating es más elevado que los activos del vendedor/emisor se solicita para una emisión titulizada (lo cual suele ser lo más habitual), se incorpora un documento legal crítico: este documento es el consejo, conocido como "bankruptcy opinion", opinión sobre la posible quiebra del vendedor o emisor.'



- El propósito de esta opinión es facilitar un apoyo para el argumento de que, en el caso de una quiebra, los activos vendidos o sobre los que pueda pesar cualquier tipo de hipoteca, no serán incluido en la masa de la quiebra.
- Más aún, los activos pertenecerán a los inversores, porque ellos fueron efectivamente vendidos o si, por el contrario, no se juzgó conveniente venderlos, o porque los inversores mantenían un interés en los activos.
- Finalmente, cuestiones sobre corrección de títulos, pago de comisiones de transferencia, diversas leyes estatales, incluyendo gastos de registro de emisiones, y gastos de custodia de la propiedad de los títulos, son algunos de los muchos temas que pueden ser formalizados en relación a la "bankruptcy opinion". Llegados a este punto, parece conveniente abordar lo que podríamos denominar una visión general de aquellos criterios empleados por las Agencias de Calificación para las "operaciones titulizadas". (p.157-158)

A continuación, se presentan los factores que se analizan en el proceso de la calificación de riesgo para un emisor de deuda, la metodología aplicada corresponde a Fitch Rating, quien tiene presencia en Nicaragua.

La metodología maestra empleada por Fitch se conoce como metodología global de calificación de finanzas estructuradas.



Tabla 5.1.

Metodología maestra de Fitch rating, para finanzas estructurada.

Factores		
Aislamiento del activo y estructura legal	<ol style="list-style-type: none"> Opiniones Legales y Documentos de la Transacción 	<p>Las transacciones de financiamiento estructuradas son estructuradas para aislar, o “desvincular” un conjunto de activos subyacentes del riesgo crediticio del propietario original u originador de esos activos. En ausencia de otros factores, el aislamiento efectivo de los activos del riesgo crédito del originador puede permitir que las transacciones de financiamiento estructurada logren una calificación más alta que la del propio originador.</p>
Calidad del activo	<ol style="list-style-type: none"> Clases de Activos Análisis de Incumplimientos y Pérdidas Suficiencia de la Información 	<p>Fitch analiza las características crediticias de los “activos” para derivar una expectativa de pérdida bajo un escenario de caso base. Este supuesto es estresado en cada categoría de calificación sucesiva, de tal manera que las emisiones de deuda calificadas en las categorías de grado de inversión alto (es decir, ‘AAAsf’ y ‘AAsf’) tengan expectativas de pérdidas consistentes con escenarios de estrés de severidad alta remotos.</p>
Estructura Financiera	<ol style="list-style-type: none"> Mejora Crediticia Características Estructurales Períodos Revolventes Líneas de Crédito Puente Riesgo de Vencimiento 	<p>La mejora crediticia, las características estructurales y los riesgos de contrapartes son consideraciones claves en la evaluación de la estructura financiera. La calificación asignada por Fitch a cada bono refleja si existe suficiente mejora crediticia disponible para soportar incumplimiento, dadas pérdidas potenciales en el colateral subyacente en el escenario de estrés relacionado con la calificación correspondiente. Fitch analizará las características estructurales, incluyendo la estructura de amortización de los bonos y el riesgo de contraparte.</p>

Fuente: elaboración propia con información de (Fitch Ratings, 2020, p.1)

Tabla 5.2.
Metodología maestra de Fitch rating, para finanzas estructurada.

Factores	
Riesgo Operacional	<ol style="list-style-type: none"> 1. Riesgo de contraparte 2. Declaraciones y garantía 3. Acción del inversionista <p>El originador, el administrador y el administrador de activos de obligaciones de deuda colateralizada (CDO, por sus siglas en inglés) pueden afectar el desempeño de los activos subyacentes y, en consecuencia, el desempeño de la transacción de financiamiento estructurado. Cuando proceda, el equipo de riesgo operacional de Fitch o los analistas del activo específico revisan los procesos operacionales de cada originador y administrador que participa en una transacción de financiamiento estructurado calificada por Fitch.</p>
Límites de calificación	<p>Fitch puede considerar ciertas características de las transacciones de financiamiento estructurado como incompatibles con algunas categorías de calificación. Las calificaciones de Fitch por lo tanto pueden estar sujetas a límites de calificación. Las limitaciones pueden ser tales que no es posible calificar las notas. Esta sección discute los factores que influyen la aplicación de los límites.</p>
Seguimiento	<p>Fitch monitorea la evolución de la calidad de los activos, la estructura financiera, incluyendo la mejora crediticia y el riesgo operativo contra sus expectativas a través del proceso de seguimiento de la agencia descrito en este documento, hasta que las bursatilizaciones se hayan pagado en su totalidad o la calificación haya sido retirada. Estos factores clave de calificación a menudo evolucionan durante el término de una transacción. Por el contrario, el aislamiento de activos y la estructura legal generalmente son estables y se ven afectados solo por eventos específicos y no se revisarán a menos que se identifique cualquier cambio sustancial.</p>

Fuente: elaboración propia con información de (Fitch Ratings, 2020, p.1)

4.3.3.2.5. categorías de calificaciones.

Pacific credit rating (2018), presenta las escalas de calificación de instrumentos de financiamiento estructurado a los que se les añadirá como sufijo la letra “e” para resaltar que se trata de instrumento de alta complejidad. Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la calificación alcanzada entre las categorías AA y B inclusive.

“Adicionalmente, las escalas locales serán identificadas añadiendo un prefijo de acuerdo a la identificación asignada a cada mercado” (p.22).



Tabla 6.

Emisión de mediano y largo plazo, y de acciones preferente. Pacific credit rating.

Calificación	Categorial	Definición
Nivel Sobresaliente	AAA	Emisiones con la más alta calidad de crédito. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.
Alto	AA	Emisiones con alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto, pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas.
Bueno	A	Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados, sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.
Satisfactorio	BBB	Los factores de protección al riesgo son razonables, suficientes para una inversión aceptable. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que pudiera provocar fluctuaciones en su Calificación.
No Califica para inversión	BB	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Se estima que su flexibilidad financiera pudiera limitar su cumplimiento al vencimiento. La calidad de estas emisiones puede fluctuar con frecuencia, por lo que se consideran especulativas.
	B	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Existe mayor riesgo de incumplimiento. Los factores de protección financiera fluctúan ampliamente en los ciclos económicos, condiciones de la industria y la habilidad de la administración de la compañía para sortearlos.
	CCC	Emisiones situadas muy por debajo del grado de inversión. Se caracterizan por tener un alto riesgo en su pago oportuno. Los factores de protección son escasos y el riesgo puede ser substancial en las situaciones desfavorables tanto de la industria como de la compañía.
Incumplimiento	DD	Emisiones donde se ha incumplido el pago de intereses y/o del principal o que el emisor ha incurrido en otros causales de incumplimiento
	DP	Acciones preferentes con atraso en pago de dividendos preferentes.
	E	Corresponde a aquellas acciones que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

Fuente: (PCR, 2018, p.22)



4.3.3.3. Puesto de bolsa.

Un puesto de bolsa de valores es un agente autorizado por la superintendencia de bancos y la bolsa de valores para operar en el mercado bursátil.

Actualmente en Nicaragua operan cinco puestos de bolsa autorizados según los registros de la SIBOIF.

Tabla 7.
Puestos de bolsa autorizados.

Puesto de Bolsa	SIGLAS	Fecha de Resolución
1. BAC VALORES, S.A.	BACVALORES	26/10/1994
2. Inversiones de Centroamérica, S.A.	INVERCASA	25/01/1994
3. INVERSIONES DE NICARAGUA, S.A.	INVERNIC	30/06/1995
4. LAFISE VALORES, S.A.	LAFISEVALORES	25/01/1994
5. PROVALORES, S.A.	PROVALORES	27/08/1996

Fuente: (SIBOIF, s.f.)

Los puestos de bolsa negocian con las empresas emisoras los costos o honorarios por emisión y solamente se conocen en su totalidad cuando se presentan en el prospecto, cuando la emisión ya ha sido realizada.

4.3.3.4. Bolsa de valores.

La bolsa de valores es un administrador del mercado, quien reúne demandantes de fondos para financiamientos que les resulten más barato que los fondos que puede obtener a través de los acreedores bancarios y quienes desean invertir colocando su capital en valores transables en el mercado bursátil, para obtener rendimientos mayores sobre su inversión que los que podría obtener a través de inversiones tradicionales, aunque con un grado de riesgo mayor.

El arto 35 de la ley de mercado de capitales, ley N° 587, presenta el objeto de la bolsa de valores como el de facilitar las transacciones con valores, así como ejercer las funciones de autorización, fiscalización y regulación, conferidas en la ley, sobre los puestos y agentes de bolsa.



La bolsa de valores se constituye como una sociedad anónima, lo que indica que es de carácter privado y no público, sin embargo, está sujeta a regulación y supervisión de la superintendencia de bancos y de otras instituciones financieras y se somete al marco legal establecida por esta.

Actualmente en Nicaragua solo opera una bolsa de valores, según los registros de la SIBOIF.

- Bolsa de valores de Nicaragua. Quien opera según resolución a partir del 06 de julio de 1993. Portal: www.bolsanic.com.

4.3.3.4.1. *Requisitos para salir a bolsa.*

El portal de la bolsa de valores de Nicaragua presenta los siguientes requisitos para salir a bolsa. Los que se describen a continuación son requisitos generales previos a iniciar el proceso:

1. La empresa emisora debe seleccionar un puesto bolsa autorizado, para que lo asesore durante el proceso y lo represente dentro de la BVN al momento de ofertar su emisión al público.
2. Únicamente podrán ser objeto de oferta pública en el mercado primario los valores autorizados previamente por el Superintendente, por lo que lo siguiente que deberá preparar, con la asesoría de su Puesto de Bolsa, es toda la documentación necesaria para registrar la emisión en la Superintendencia y en la BVN.
3. Los emisores de valores de oferta pública están sujetos a las disposiciones de suministro de información periódica, hechos relevantes, y a la presentación de la documentación que se requiera para su inscripción en el Registro de Valores de la Superintendencia. La información de valores inscritos es de carácter pública, teniendo acceso a ella cualquier persona que la requiera.
4. Existen diferentes tipos de emisiones, para las cuales la norma de oferta pública contiene ciertas variantes en relación a los requisitos para su inscripción (ver artículos del 13 al 27). La norma de oferta pública señala los siguientes tipos de emisiones: en este caso la emisión por ser parte de un proceso de titularización, se refiere a una emisión de valores de deuda. (BVN, s.f.)



Los requisitos mínimos que debe cumplir la entidad emisora para el registro de emisión de valores son los siguientes:

1. Solicitud de registro.
2. Prospecto. (Ver anexo I de la norma de oferta pública)
3. Calificación de riesgo.
4. Información financiera.
5. Documentación legal y de orden administrativo.
6. Información y documentación relativa a las garantías, cuando resulte aplicable. (BVN, s.f.)

4.3.3.4.2. Costos derivados de las operaciones de salida a bolsa.

- Registro de emisión o actualización del prospecto: U\$ 700.00
- Para valores de renta fija emitidos por empresas.
 - Comisión a puesto de bolsa
 - Comisión a bolsa de valores

Tabla 8.

Comisiones por plazo o duración del título de renta fija emitido.

Comisión	Plazo
0.50%	Hasta 299 días
0.30%	Entre 300 y 720 días
0.25%	Superior o igual a 721 días

Fuente: (BVN, s.f.)

4.3.3.5. Superintendencia.

El ente regulador por ley, de las instituciones bancarias y otras instituciones financieras es la Superintendencia que fue creada a través de la ley N° 316, el 29 de septiembre de 1999 y publicada en la gaceta el 14 de octubre del mismo año.

4.3.3.5.1. Intendencias.

La superintendencia tiene a su cargo la supervisión y regulación de cuatro intendencias o grupos de instituciones financieras agrupadas de la siguiente manera:



1. Intendencia de bancos e instituciones financieras no bancarias:
 - a. Se encuentran los bancos
 - b. financieras y
 - c. oficinas de representación de bancos extranjeros.
2. Intendencia de valores:
 - a. se encuentran las bolsas de valores (solamente una por el momento),
 - b. puestos de bolsa de valores
 - c. agentes de bolsa
 - d. custodia de valores
 - e. calificadoras de riesgo
 - f. Sociedades administradoras de fondos de inversión
 - g. Sociedades administradoras y fondos de titularización.
3. Intendencia de seguros
 - a. Aseguradoras
 - b. Reaseguradoras
 - c. Agentes de seguros
 - d. Peritos valuadores
 - e. Afianzadoras
4. Intendencia de almacenes
 - a. Almacenes generales de depósitos

4.3.3.5.2. *Costos de emisión.*

El 24 de octubre del año 2007, con resolución N° CD-SIBOIF-505-3-OCTU24-2007, se crea la norma sobre sobre tarifas del registro de valores de la superintendencia de bancos y de otras instituciones financieras con el objetivo de establecer las tarifas que cobrara la superintendencia para registrar los valores emitidos.

A continuación, se presentan las tarifas aplicadas principalmente al registro de valores en la SIBOIF, para las nuevas emisiones de títulos valores de deuda a través del mercado primario, las que se detallan en el artículo 4, de la norma presentada.



1. Entidades supervisadas: En concepto de registro y de actualización anual del mismo, lo siguiente:

Tabla 9.
Tarifa de registro de valores

Entidad supervisada	Registro	Actualización anual
Bolsas de Valores	1% CSp	0.25% CSp
Centrales de Valores	1% CSp	0.25% CSp
Puestos de Bolsa	1% CSp	0.25% CSp
Calificadoras de Riesgo constituidas en Nicaragua	1% CSp	0.25% CSp
Administradoras de Fondos de Inversión	1% CSp	0.25% CSp
Administradoras de Fondos de Titularización	1% CSp	0.25% CSp
Sociedades de Compensación y Liquidación	1% CSp	0.25% CSp

Fuente: Norma sobre sobre tarifas del registro de valores CSp: Capital social pagado*

2. Agentes de bolsa.
3. Emisores de valores cuyas emisiones se encuentren vigentes:
- Una cuota anual por actualización equivalente en moneda nacional, según cambio oficial, a cien dólares de Estados Unidos de América (US \$100.00).
4. Registro de emisiones de valores nacionales:
- a) Para la negociación en mercado primario:
 - 1) Valores representativos de instrumentos de deuda:
 - i. Emisiones con un plazo de vencimiento de hasta cinco años, el 0.025% sobre el monto de la emisión.
 - ii. Emisiones con un plazo de vencimiento superior a cinco años, el 0.02% sobre el monto de la emisión.
 - 2) Valores representativos de instrumentos de capital: El 0.02% sobre el monto de la emisión.
 - 3) Fondos de inversión y fondos de titularización: El 0.02% sobre el monto de la emisión. (Norma sobre registro de valores de la SIBOIF, 2007)



4.3.3.6. Central de valores.

Toda operación realizada en el mercado bursátil requiere de una institución que custodie los valores, puesto que estos títulos valores tienen una condición desmaterializada a través de un registro electrónico y no se encuentran de forma física. Lo que se lo conoce como anotación en cuenta.

En nicaragua actualmente existe solamente una institución encargada de custodiar los valores que se transan en el mercado bursátil y en otras operaciones, esta se crea bajo el artículo 138 de la ley de mercado de capitales. “La central nicaragüense de valores (CENIVAL) tiene como depositantes directos, los cinco puestos de bolsa que existen actualmente... y en total 18 depositantes directos” (CENIVAL, s.f.).

4.3.3.6.1. Requisitos para ser depositantes en la central de valores.

- a) Presentar a la Junta Directiva a través de la Gerencia General, una solicitud escrita firmada por el representante legal de la solicitante o bien una persona debidamente facultada al efecto. Dicha solicitud deberá ir acompañada de una fotocopia legalizada de la escritura de constitución social, estatutos y reformas si las hubiere.
- b) Certificación del acta en donde constan los nombres de los miembros de la Junta Directiva vigente.
- c) Firmar el contrato correspondiente proporcionado por CENIVAL.
- d) Cualquier otro documento y requisito que establezca la Junta Directiva de la CENIVAL.
- e) La Junta Directiva de la CENIVAL admitirá o rechazará las solicitudes. En caso de no aceptar la solicitud, la Junta Directiva no estará obligada a revelar las razones del rechazo. (CENIVAL, s.f.).

4.3.3.6.2. Servicios ofrecidos.

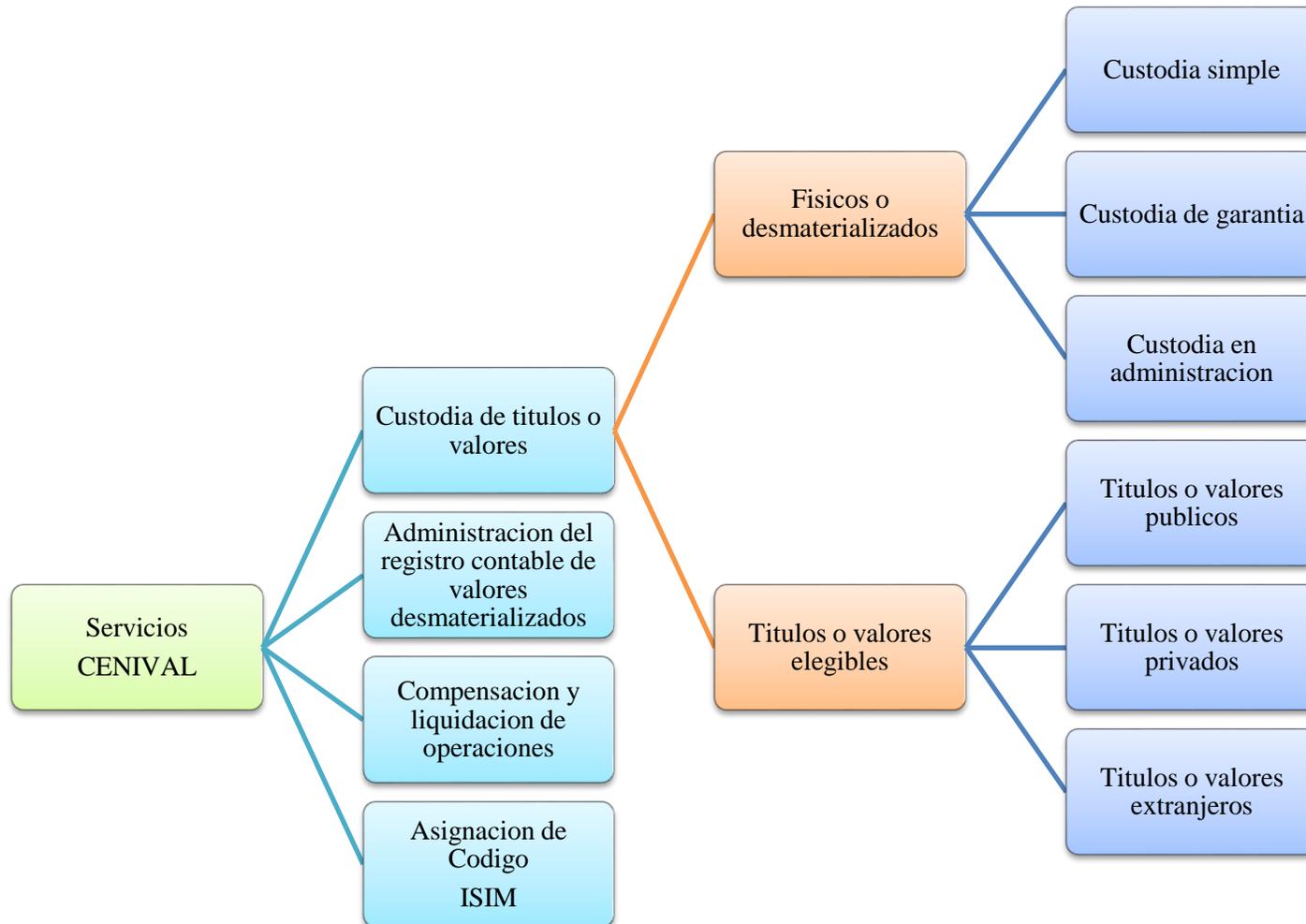


Figura 15. Servicios ofrecidos por la central nicaragüense de valores. Fuente elaboración propia con información de CENIAL (s.f.).



4.3.3.6.3. Tarifas.

El esquema de tarifas por servicios de la CENIVAL está estructurado para cubrir tres tipos de rubros: costos fijos de mantenimiento de cuenta, los movimientos y la custodia.

- La tarifa fija por mantenimiento de cuenta es de US\$125 dólares mensuales por depositante.
- Tarifas expresadas en dólares americanos, por movimiento.

Tabla 10.
Tarifas por movimientos.

Descripción	Valor	Detalle
Depósito de valores	\$0.06	Por cada título
Retiro de valores (1)	\$0.36	Por cada título
Retiro de cupones (1)	\$0.20	Por cada título
Traspaso de valores de operaciones BVDN (2)	\$2.00	Por transacción independientemente de la cantidad de títulos valores
Apertura de cuenta	\$2.00	Por cada cuenta
Trasposos de valores extrabursátiles (3)	0.25%	Del valor del movimiento

Fuente: (CENIVAL, s.f.)

Tabla 11.
Tarifa sobre los saldos promedios en custodia mensual.

Desde	Hasta	Tarifa
\$0	\$1,000,000	0.01%
\$1,000,001	\$5,000,000	0.00%
\$5,000,001	\$10,000,000	0.00%
\$10,000,0010	\$20,000,00	0.00%
\$20,000,001	\$50,000,000	0.00%
\$50,000,001	\$150,000,000	0.00%
\$150,000,000	En adelante	0.00%

Fuente: (CENIVAL, s.f.)

- Tarifa de retiros de títulos valores por vencer: Todo retiro de títulos y cupones con menos de cinco días al vencimiento quedarán exentos del cobro de la tarifa respectiva.
- Tarifa por cobro de valores ante emisor: US\$ 150 dólares americanos independientemente de la cantidad de valores o su monto.



- Tarifa por registro de nuevas series de emisión: US\$ 30 dólares americanos por cada emisión o serie.
- Tarifa por gestión de desmaterialización de títulos valores: US\$ 100 dólares americanos por cada solicitud independientemente de la cantidad de títulos o su valor.
- Tarifa por depósitos y retiros extraordinarios: US\$ 100 dólares americanos por el servicio, independientemente de la cantidad de títulos y valores.
- Cobertura de seguro: Es un monto fijo de US\$ 2,000 dólares mensuales distribuidos entre todos los depositantes según la proporción que represente su promedio diario de custodia en el mes, sobre el total custodiado. (CENIVAL, s.f.)



V. Emisión de títulos estandarizados de renta fija a través del fondo de titularización

AZOR valores-Banpro

La institución bancaria Banpro requiere obtener liquidez para financiar sus operaciones crediticias de corto, mediano y largo plazo. Para obtener el financiamiento requerido de U\$15,000,000.00 utiliza el vehículo de un fondo de titularización para que estructure el programa de emisión de títulos estandarizados de renta fija y su negociación a través de un puesto de bolsa representante.

5.1. Antecedentes

5.1.1. Historia.

BANPRO es propiedad en un 99,99% de Tenedora BANPRO, S.A., sociedad constituida en Panamá en diciembre 2006, con el fin de ser el holding del Banco en Nicaragua, mientras que el resto de la participación corresponde a una acción por cada uno de sus directores.

BANPRO forma parte de Promerica Financial Corporation, que se compone de 9 entidades financieras, cuyas operaciones están consolidadas a un holding en Panamá. El Banco es una sociedad privada fundada el 11 de noviembre de 1991, con el propósito de intermediar depósitos del público para invertirlos en una amplia variedad de negocios de los sectores productivos y de servicios, para servir como agente de desarrollo al país. (BANPRO, s.f.)

5.1.2. Perfil de la entidad.

De los bancos que hoy forman parte del Sistema Financiero de Nacional, Banpro fue el primero en abrir sus puertas en Nicaragua cuando en el país se reiniciaron las condiciones para el desarrollo de la inversión privada. Inaugurado con el aporte de 133 socios de las más diversas actividades productivas del país.

A pesar de la crisis sociopolítica que, a enfrentado Nicaragua desde hace dos años, a diciembre 2019, BANPRO sigue manteniendo el primer lugar, con la mayor cuota de mercado en la cartera de créditos bruta (31%) y de las captaciones del público (32%).



El principal enfoque del Banco desde su creación ha sido el sector comercial. De hecho, el 68% de la cartera se canaliza hacia el sector corporativo. Seguido se encuentra el sector consumo con una participación del 19% y el restante 13% corresponde a créditos de vivienda. (Scriesgo, 2020, p.7)

5.1.3. Presencia en el territorio nacional.

La entidad cuenta con una red de sucursales a lo largo y ancho del país, contabilizando un total de 3.693 puntos de atención Banpro a diciembre 2019, desglosados del siguiente modo:

- agentes Banpro,
- 302 ATM y
- 56 sucursales y ventanillas. (Scriesgo, 2020, p.7)

5.1.4. Emisiones anteriores.

A la fecha de la presente investigación, Banco de la Producción, S.A. si cuenta con emisiones inscritas en el Mercado de Ofertas Públicas de la Bolsa de Valores de Nicaragua realizadas a través del puesto de bolsa PROVALORES, que es parte de su grupo financiero. Banpro ha emitido bonos como instrumentos de títulos de deuda, pero en ningún otro mercado sea nacional o internacional:

Tabla 12.
Emisiones inscritas.

Monto autorizado	N° Res.	Fecha Aut.	Serie	Fecha de Emisión	Fecha de Vencimiento	Valor U\$	Plazo (Días)	Tasa
40,000,000	388	14/3/2014	BPRO-48-2015-1	20/10/2015	20/10/2019	1,000	1,440	6%
40,000,000	388	14/3/2014	BPRO-48-2015-2	20/10/2015	20/10/2020	1,000	1,800	6.35%
70,000,000	437	13/4/2018	BPRO-18-2018-1	13/12/2018	13/6/2020	1,000	540	8%

Fuente: prospecto de BANPRO (2020, p.12)

5.2. Creación del fondo de titularización AZOR Valores-Banpro 01

5.2.1. Sociedad administradora de fondos de titularización AZOR.

AZOR es una sociedad administradora de fondos de titularización con presencia en el mercado de valores nicaragüense desde hace 4 años y con filiales en algunos países de la región, llevando a cabo más de 5 emisiones en su historial por valor de U\$ 100.00 MM de dólares.



Esta sociedad administradora de fondos de titularización ha sido seleccionada por BANPRO, para constituir un fondo titularizado y estructurar un programa de emisión por valor de US\$ 15, 000,000.00 para títulos estandarizados de renta fija a plazo de 4 años.

A continuación, se presenta la estructura del proceso de titularización que se requiere para la emisión de valores de titularización.

1. Activos titularizados.
2. Estructurar el programa de emisión.
3. Estructurar el fondo de titularización.
4. Estructurar la emisión de títulos estandarizados de renta fija.
5. Estructurar el prospecto simplificado de emisión.
6. Presentar calificación de riesgo.
7. Cálculo de costos de emisión y colocación.
8. Análisis financiero de la institución bancaria.

5.2.2. Análisis de la cartera a titularizar.

5.2.2.1. Cartera de crédito de tarjetas de crédito.

Históricamente la cartera del Banco ha estado destinada al sector corporativo; a diciembre 2018, BANPRO destino 21% de su cartera al sector consumo, que corresponde principalmente a tarjetas de crédito y el restante al sector vivienda, para diciembre 2019 la participación de dicho sector sobre el total del portafolio crediticio fue de 68%. Seguidamente, BANPRO destinó 19% de su cartera al sector consumo, que corresponde principalmente a tarjetas de crédito y el restante 13% al sector vivienda. (Scriesgo, 2020, p.10)

La siguiente grafica que muestra el aumento de la cartera de crédito bruta de Banpro en periodo 2009-2019, a su vez presenta la participación de las tarjetas de crédito en la cartera.

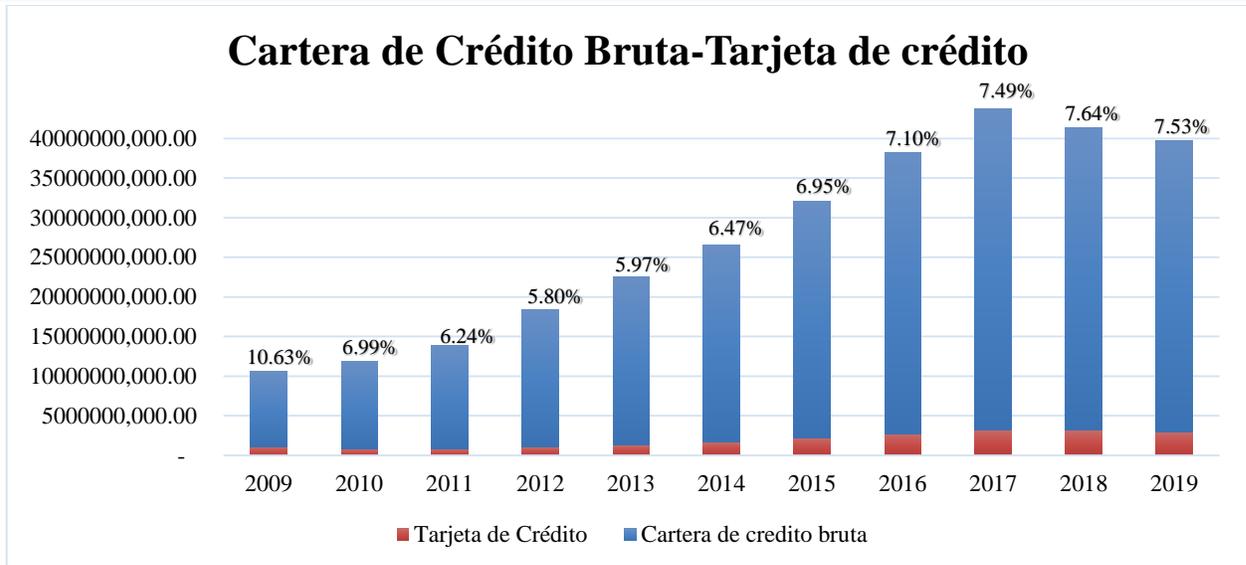


Figura 16. Cartera de crédito bruta y participación de la cartera de crédito de la cartera de tarjetas de crédito, desde el año 2009 hasta el 2019. Elaboración propia.

Lo anterior indica que en los últimos tres años el segmento de las tarjetas de crédito como parte del crédito de consumo ha tenido una estabilidad por encima del 7% de la cartera bruta total de Banpro.

Al 31 de diciembre de 2018 la cartera neta total de Banpro ascendía a C\$ 40,684 M y para finales del 2019 ascendía a 38,543 M, la reducción sufrida en el 2019 con referencia al 2018 es debido a la disminución en la concesión de créditos como política del banco por la coyuntura nacional observada desde inicios del segundo trimestre del 2018, la cartera también se vio influenciada por el deterioro de los créditos producto de la misma situación.

En la búsqueda de financiamiento, se seleccionó la titularización de activos como la mejor opción, tomando en cuenta que los activos titularizados serán parte de la cartera de créditos vigentes, específicamente la cartera de tarjetas de crédito personal. Sin embargo, se debe tomar en cuenta que la cartera de crédito está sujeta a restricciones debido a los créditos concedidos a la institución bancaria, sin embargo, estos solo aglutinan aproximadamente el 8.10% del total de la cartera, como lo demuestra la tabla N°11 sobre la cartera cedida y la tabla N° 12 con el detalle de cartera por clasificación y provisión para diciembre de 2019.



Tabla 13.

Cartera cedida a fondeadores

Institución financiera	Calificación de riesgo	2019		
		Principal	Interés	Total de cartera
BCIE	A	C\$2,152,944,873	C\$47,332,738	C\$2,200,277,611
CITIBANK, N.A. -OPIC	A	C\$321,352,687	C\$1,431,750	C\$322,784,437
	B	C\$1,027,477	C\$22,603	C\$1,050,080
	E	C\$948,176		C\$948,176
PROPARCO	A	C\$493,268,045	C\$16,023,312	C\$509,291,357
INSS	A	C\$90,002,323	C\$361,453	C\$90,363,776
	B	C\$863,251	C\$13,779	C\$877,030
Total de cartera cedida		C\$3,060,406,832	C\$65,185,635	C\$3,125,592,467

Fuente: Fuente: Auditoria Deloitte, al 31 de diciembre de 2019 y 2018.

Tabla 14.

Detalle de cartera por clasificación y provisión cartera de crédito

Categoría	Cantidad de Créditos	Monto	Provisión
A	197,466	32,249,027,979	394,811,344
B	3,658	4,251,830,574	90,005,396
C	2,968	1,623,370,833	150,260,064
D	4,542	886,533,858	321,425,257
E	1,257	638,854,362	382,735,778
Total	209,891	39,649,617,606	1,339,237,839

Fuente: Auditoria Deloitte, al 31 de diciembre de 2019 y 2018.

Lo anterior permite visualizar y analizar la capacidad que tiene la cartera de créditos para titularizarse y así ceder la cartera de tarjetas de crédito a un fondo de titularización. Para ello se requiere conocer la calidad de la cartera de tarjetas de crédito, como se detalla a continuación con la clasificación de la cartera de tarjetas de crédito y el resumen de cartera bruta de tarjetas de crédito que excluye los intereses.

Como se puede observar a diciembre de 2019, los créditos en categoría A y B conforman más del 90% de la cartera y la cartera en condición de vigente o corriente representa el 84.79% de la cartera total de tarjetas de crédito.



Tabla 15.
Clasificación de la cartera de tarjetas de crédito a diciembre 2019.

Categoría	Cantidad de Prestamos	Monto	%	Provisión
A	154,037	2,867,289,006	85.49%	57,412,510
B	3,190	202,373,037	6.03%	10,432,042
C	1,870	104,922,883	3.13%	21,961,353
D	3,861	153,770,304	4.59%	76,872,015
E	688	25,599,633	0.76%	25,599,633
Total	163,646	3,353,954,863	1	192,277,553

Fuente: Prospecto de emisión, (PROVALOES, 2020, p. 39)

Tabla 16.
Resumen de cartera bruta por situación de cartera de tarjetas de credito a diciembre 2019

Cartera de crédito					
Corriente	Prorrogada	Reestructurada	Vencidos	Cobro judicial	Total Cartera
2,843,738,894	-	397,477,654	112,738,316	-	3,353,954,864

Fuente: Auditoria Deloitte, al 31 de diciembre de 2019 y 2018.

5.2.2.2. Cartera de crédito de tarjetas de crédito personal.

Banpro, emite tarjetas de crédito de tipo personal, corporativas y de microfinanzas, estas últimas por el momento tienen nula movilidad y en segundo lugar se encuentran las tarjetas corporativas, por lo que en el último año representaron casi el 30% de la cartera de créditos bruta, mientras que la cartera de créditos personales casi el 5% de la cartera bruta.

Los datos aportados por la cartera de crédito de tarjetas de crédito personales se presentan en forma de resumen con los saldos de cartera y su condición, así como como su calificación de riesgo.

Tabla 17.
Resumen de cartera bruta por situación de cartera de tarjetas de credito personales.

Año	Vigentes	Prorrogados	Reestructurados	Vencidos	Cobro judicial	Total
2019	2,634,069,295	-	299,400,315	67,826,991	-	3,001,296,601

Fuente: Auditoria Deloitte, al 31 de diciembre de 2019.



Tabla 18.

Clasificación de la cartera de tarjetas de crédito personales a diciembre 2019.

Categoría	Cantidad de Prestamos	Monto	%	Provisión
A	150,257	2,565,808,464	85.49%	51,316,169
B	3,280	180,978,185	6.03%	9,320,377
C	1,704	93,940,584	3.13%	19,661,764
D	3,800	137,759,514	4.59%	68,879,757
E	702	22,809,854	0.76%	22,809,854
Total	159,743	3,001,296,601	100.00%	171,987,921

Fuente: Elaboración propia.

Para la cesión de flujos futuros de la cartera de tarjetas de crédito personales se ha seleccionado los tramos de plazos contractuales que van desde los 361 días a 720 días, para la cartera de tarjetas de crédito en dólares exclusivamente, diseminado en 40,800 operaciones de crédito con tarjetas de crédito a tasa cero (0%) sin intereses en comercios afiliados, lo que representa el 57% de la cartera de crédito de tarjetas personales en dólares con valor de US\$20,578,000.00 como se detalla a continuación:

Tabla 19.

Cartera por actividad y plazos contractuales

Actividad	Tarjeta de Crédito Personal		
	Ptmos	Saldo	%
Estratos (En Miles)			
Hasta 30 días	0	0	0%
De 31 a 60 días	0	0	0%
De 61 a 90 días	65	5.30	0%
De 91 a 180 días	1,231	167.90	0%
De 181 a 360 días	7,249	1,299.00	4%
De 361 a 720 días	40,800	20,578.00	57%
A más de 720 días	90,043	14,184.00	39%
SUB - TOTAL C\$	139,388	36,234.20	1

Fuente: Elaboración propia con información de la SIBOIF.



5.2.3. Titularización de la cartera de tarjeta de crédito personales.

La emisión de valores de titularización hasta por US\$15,000,000.00 está amparada por la cesión de los derechos sobre flujos financieros futuros de una porción de los primeros ingresos de cada mes correspondientes a la recolección de las cuentas por cobrar que se generan a favor de BANPRO, en razón de los pagos realizados por deuda de tarjetas de crédito y supletoriamente cualquier otro ingreso que BANPRO, estuviere facultado legal o contractualmente a percibir hasta por un monto máximo de US\$ 20,578,000.00 los cuales serán enterados al fondo de titularización a través de veinticuatro cuotas mensuales y sucesivas de US\$ 857,416.67.

Los montos establecidos serán libres de cualquier impuesto presente o que en el futuro puedan serles establecidos a BANPRO; el pago a la administración tributaria o a la entidad competente de todo tipo de impuestos, tasas, contribuciones especiales o tributos en general, que cause la generación de dichos flujos financieros futuros.

Mediante escritura pública de contrato de cesión irrevocable a título oneroso de derechos de flujos financieros futuros el banco de la producción cede, y hace la tradición de dominio a azor valores, s.a. titularizadora, como administradora del fondo de titularización AZOR Valores BANPRO 01, de todos los derechos sobre los primeros flujos financieros futuros de ingresos mencionados en el párrafo anterior, a partir del día diez de cada mes, hasta completar el monto de cada una de los noventa y seis montos cedidos. La suma del total de los veinticuatro montos mensuales es equivalente a US\$ 857,416.67.

Los activos titularizados representan el 137.19% del monto de capital de la emisión. La cesión de derechos se realizó mediante escritura pública, a título oneroso, y se hizo la tradición de dominio a la titularizadora para el fondo de titularización Azor Titularizadora Banpro 01.

A continuación, se presenta la estructura por periodos de la referida titularización y como se estipuló estas serían pagadas a través de la duración del fondo:

Tabla 20.

Cesión de fondos proyectados para el fondo de titularización

Cesión de fondos proyectados			
Período	Cesión	Período	Cesión
1	857,416.67	13	857,416.67
2	857,416.67	14	857,416.67
3	857,416.67	15	857,416.67
4	857,416.67	16	857,416.67
5	857,416.67	17	857,416.67
6	857,416.67	18	857,416.67
7	857,416.67	19	857,416.67
8	857,416.67	20	857,416.67
9	857,416.67	21	857,416.67
10	857,416.67	22	857,416.67
11	857,416.67	23	857,416.67
12	857,416.67	24	857,416.67
Sub-Total	10,289,000.00		10,289,000.00
Total	20,578,000.00		

Fuente: Elaboración propia.

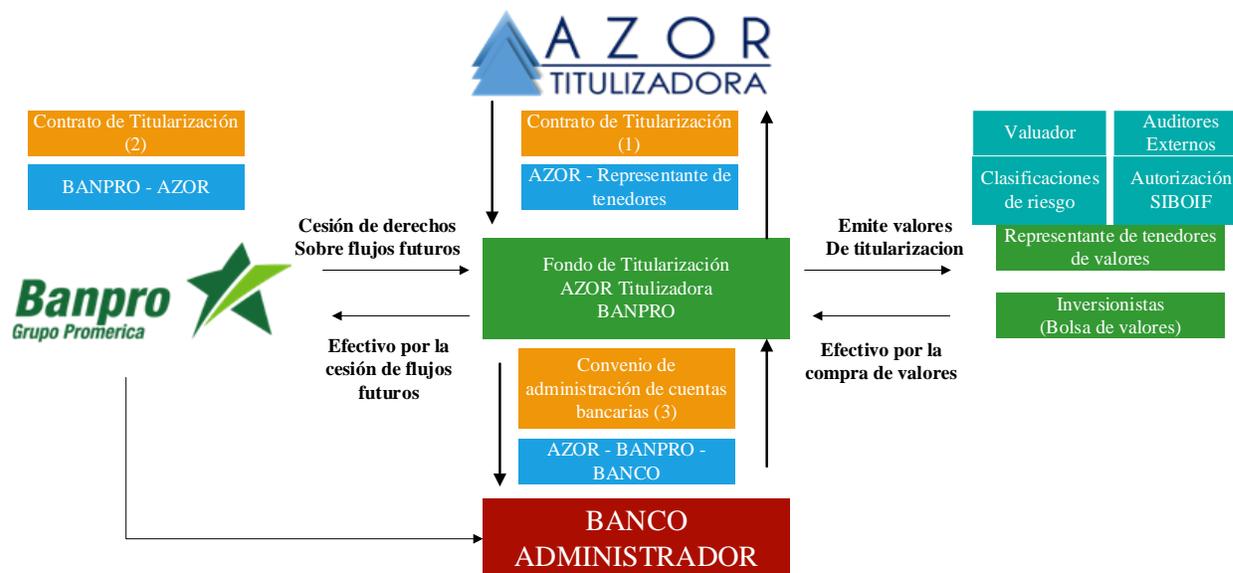


Figura 17. Estructura legal de la estructuración del fondo. Elaboración propia.

La figura anterior detalla la forma legal de la cesión de flujos de efectivo futuros cedidos por Banpro y administrados por el fondo, donde el originador acude a la titulizadora para crear un fondo de titularización para la estructuración del programa de emisión y administración de las

cuentas destinadas a fondo de titularización para la colocación de títulos y captación de recursos. Lo cual expone la figura siguiente:

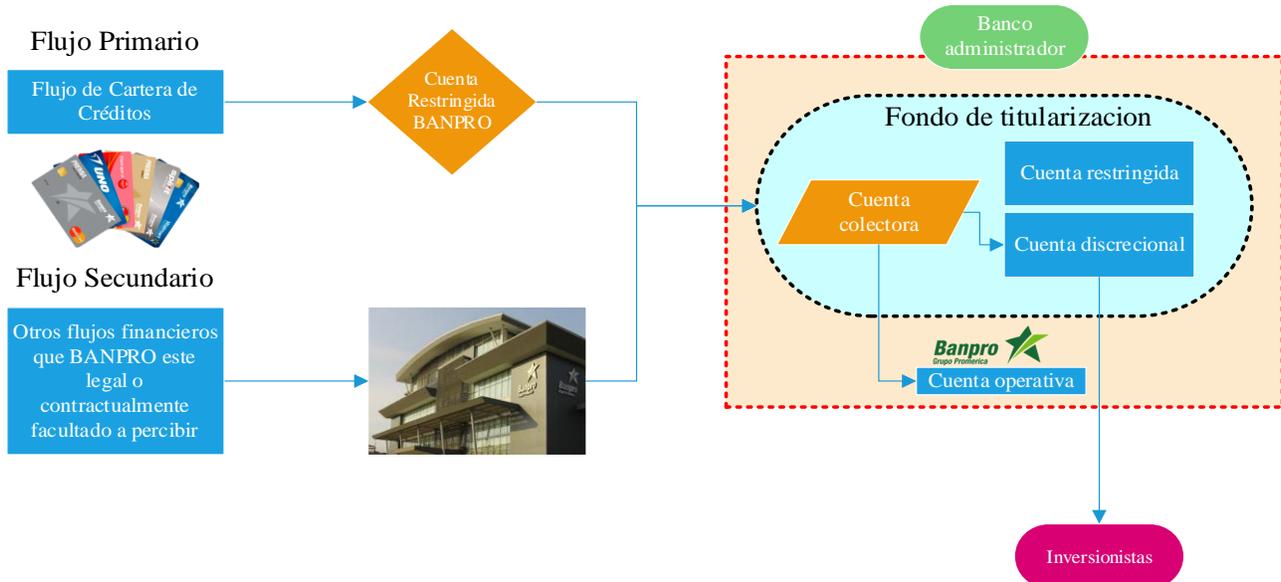


Figura 18. Proceso de captura de los flujos financieros futuros. Fuente y elaboración propia.

El convenio de recolección y administración de cuentas bancarias será firmado por las tres partes: BANPRO, Banco administrador y AZOR, siendo ejecutado por el banco administrador.

5.2.4. Programa de emisión.

Programa de emisión

Valores de Titularización – Títulos estandarizados de renta fija con cargo al
Fondo de Titularización AZOR
Titularizadora BANPRO 01, FTAVBPRO 01

Oferta Publica

Moneda	Tipo de emisiones	Monto del programa de emisión
Dólares Americanos y/o su equivalente en Moneda Nacional con o sin Mantenimiento de Valor	Bonos	\$15,000,000.00





El tiempo para colocar las series del presente programa es de cuatro (2) años a partir de la fecha de autorización del mismo por parte de la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras.

Fecha de Registro en la Bolsa de Valores de Nicaragua: 29/08/2017, Acta No. 304 Número de Resolución y Fecha de Registro en la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras: No. 0437, 13 de abril del 2018.

“La autorización y el registro para realizar oferta pública no implican calificación sobre la emisión ni la solvencia del emisor o intermediario”

“La autorización de estos valores por la Bolsa de Valores de Nicaragua no implican responsabilidad alguna a cargo de la Bolsa de Valores de Nicaragua acerca del pago, valor y rentabilidad, ni como certificación de la solvencia del emisor”.

“Los recursos captados por la colocación de estos valores no son depósitos, y por consiguiente no están cubiertos por la garantía establecida en la Ley del sistema de Garantía de Depósitos, Ley No. 551 publicada en la Gaceta No. 168 del 30 de agosto del 2005”.

Puesto de Bolsa Representante



Managua, 08 de Enero del 2020

5.2.5. Prospecto simplificado.

PROSPECTO SIMPLIFICADO

AZOR Valores, S.A., Titularizadora emite Valores de Titularización – instrumento de renta fija con cargo al: **FONDO DE TITULARIZACIÓN AZOR VALORES BANPRO CERO UNO - FTAVBPRO 01** Por un monto de: **US\$ 15, 000,000.00**

El Fondo de Titularización Azor Valores Banpro 01 –FTAVBPRO01– se crea con el fin de titularizar los derechos sobre flujos financieros futuros del Banpro, S.A, sobre una porción de los primeros ingresos a percibir por BANPRO, en razón de las operaciones de financiamiento crediticio por tarjeta de crédito en dólares y supletoriamente cualquier otro ingreso que Banpro, estuviere facultado legal o contractualmente a percibir de conformidad con las leyes respectivas, y cuyo valor total está valuado en US\$20,578,000.00.



5.2.5.1. Características de la emisión.

Tabla 21

Características de la emisión

Emisor	FTAVBPRO 01-Fondo de titularización-AZOR Valores-BANPRO
Originador	Banco de la Producción S.A.
Sociedad Titulizadora	AZOR Valores, LTDA., Titulizadora
Nombre del Programa de Emisión	Emisión de valores de titularización-Títulos estandarizados de renta fija con cargo al fondo de titularización-AZOR Valores-BAPRO 01, denominación puede abreviarse "FTAVBPRO01"
Clase de Valores	Bonos (Valores con plazos igual o mayores a 360 días)
Monto del Programa.	US\$15,000.000.00 (Veintitrés millones de Dólares de Estados Unidos de América USD),
Plazo de cada serie	Se podrán definir de manera posterior al registro de éste, pero de previo a la colocación por el medio y en el plazo que defina el Superintendente.
Monto de cada emisión dentro del programa	
Fecha de Emisión de cada serie	
Fecha de vencimiento de cada serie	
Tasa de Interés de cada serie	
Periodicidad de pago de cada serie.	
Código ISIN y Nemetécnico de cada serie.	
Denominación y moneda	Múltiplos de US\$1,000.00 de EUA (Unos mil dólares de los Estados Unidos de América) en Dólares Americanos y/o su equivalente en Moneda Nacional con o sin Mantenimiento de Valor.
Uso de los Fondos	1) Diversificar las fuentes de fondeo para el desarrollo de las actividades de Intermediación, 2) Gestión de la estructura de calce de plazos entre activos y pasivos.
Respaldo de la emisión	Los Valores de Titularización de Renta Fija están respaldados únicamente por el patrimonio del “Fondo de Titularización AZOR Valores BANPRO 01”, Fondo de Titularización creado como Patrimonio Independiente del Patrimonio del Originador. El Fondo de Titularización fue constituido con el propósito principal de generar los pagos de esta emisión, sirviéndose de los derechos adquiridos sobre los flujos financieros futuros de una porción de los ingresos mensuales por deuda de tarjeta de crédito personal percibidos por el Banpro.
Forma de Representación.	Valores desmaterializados.
Ley de circulación	Anotación en Cuenta.
Precio	Los valores serán vendidos a precio par, con premio o descuento de acuerdo a las condiciones del mercado

Fuente: Elaboración propia.



Tabla 19

Características de la emisión

Otras Características	<p>Las emisiones que se realicen como parte de un programa podrán ser revolventes, es decir, que los pagos que se realicen por el vencimiento, amortización o recompra de estas emisiones, se restituirán al saldo del programa sin colocar, de modo que el emisor pueda negociar otras emisiones partiendo del monto disponible como resultado de la revolventia.</p> <p>Las colocaciones del Programa se deberán distribuir dentro de los cuatro años siguientes a la fecha de registro del programa en el Registro de Valores de la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras (SIBOIF), sin embargo, en caso de ser necesario se solicitarán prórrogas al Superintendente.</p> <p>La suma de los montos de las emisiones vigentes correspondientes al programa nunca podrá superar el monto global aprobado. Este programa de Emisión de Valores Estandarizados de Renta Fija no está cubierto por el FOGADE (Fondo de Garantía de Depósitos).</p> <p>Financieras, dictadas por el Banco Central de Nicaragua (BCN).</p>
Forma de Colocación del Programa.	Mercado Primario de la Bolsa de Valores de Nicaragua y a través de los puestos de bolsa autorizados.
Mecanismos de cobertura	<p>(i) Cuenta Restringida (De una cuota de pago principal e intereses de la emisión).</p> <p>(ii) El Pago de los Valores de Titularización, está únicamente respaldado por el patrimonio del Fondo de Titularización FTAVBRO 01, constituido como un patrimonio independiente al que posee el Originador.</p> <p>(iii) Orden Irrevocable de Pago: Por medio de un contrato se compromete a que al agente colector (de igual manera al de respaldo) a transferir los flujos al Fondo de Titularización.</p>
Resguardo financiero	La relación entre el saldo bruto de la cartera libre de pignoración de Banpro respecto al saldo vigente de Valores de Titularización emitidos con cargo al FTAVBPRO CERO UNO no puede ser menor a UNA vez. Si el indicador es inferior al mínimo permitido por dos períodos trimestrales consecutivos, se presenta el escenario de incumplimiento de dicho resguardo financiero.
Calificación de Riesgo	<p>SCRiesgo:</p> <p>Corto Plazo SCR 1 (nic);</p> <p>Largo Plazo Scr AA+ (nic);</p> <p>Perspectiva Negativa.</p>

Fuente: Elaboración propia.

Las series a colocar, los montos de cada serie, los plazos de cada serie, las fechas de emisión, las fechas de vencimiento de cada serie, las tasas de interés de cada serie, y periodicidad de pago, se comunicarán mediante Hecho Relevante previo a la colocación, por el medio y en el plazo que defina el Superintendente.



5.2.5.2. Colocación de valores.

PROVALORES, ofertará los valores objeto de la presente emisión en el sistema de negociación electrónica de la Bolsa de Valores de Nicaragua a partir del día de colocación, en donde todos los puestos de bolsa autorizados por la Bolsa de Valores de Nicaragua y la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras, podrán formular órdenes de compra a nombre de sus clientes en el Mercado Primario bajo los procedimientos establecidos en las Leyes, Reglamentos y Normativas vigentes.

PROVALORES colocará los valores de la presente emisión bajo contrato de mejor esfuerzo, procurando colocar el total de la emisión dentro del período máximo de colocación, el cual comprende cuatro años.

El Agente Corredor indicará por escrito al inversionista los sitios donde puede leer el Prospecto Informativo antes de realizar una inversión, y se obtendrá una respuesta de recibido de dicha comunicación. El Agente Corredor recibirá las órdenes de inversión de parte de los inversionistas con las instrucciones pertinentes. El Agente Corredor ingresará la orden de compra en el sistema de negociación de la Bolsa de Valores de Nicaragua donde se incluirán las características de la inversión y se incorporará el número de la cuenta de los inversionistas donde se hará la acreditación de los valores.

5.2.5.3. Procedimiento para la colocación de los Valores.

- 1) Los inversionistas asistirán al Puesto de Bolsa correspondiente.
- 2) Los inversionistas llenarán todos los formularios establecidos en las leyes, normativas y reglamentos de la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras, la Bolsa de Valores de Nicaragua, la Central Nicaragüense de Valores, y PROVALORES Puesto de Bolsa.
- 3) Los inversionistas realizan el depósito del monto a invertir en las cuentas de PROVALORES Puesto de Bolsa.
- 4) Se realiza la operación en la Bolsa de Valores de Nicaragua.
- 5) PROVALORES emitirá un cheque o una transferencia electrónica a favor del fondo de titularización azor valores Banpro cero uno por el monto invertido, menos los correspondientes montos de comisión.
- 6) Se debitan los valores de la cuenta del Emisor.
- 7) Se acreditan los valores a la cuenta de los inversionistas.



Figura 19. Proceso de emisión. Elaboración propia.

Una vez cancelada la operación por parte de los inversionistas, PROVALORES Puesto de Bolsa hará el traspaso de los valores de la cuenta de custodia del emisor a la cuenta de custodia del Inversionista. El Agente Corredor imprimirá la boleta de operación y revisará que los datos de los inversionistas, la naturaleza y condiciones de las operaciones sean correctos para proceder con la firma. Se entregará la boleta de operación original a los Inversionistas y al Emisor. El Agente Corredor imprimirá certificado de custodia y lo entregará a los inversionistas.

Cuando esté realizada la venta de los valores en la Bolsa de Valores de Nicaragua, PROVALORES deberá informar al emisor el monto vendido y de los montos disponibles para la venta cada fin de mes, así mismo deberá informarle cinco días antes las series a vencer para que este proceda a cancelar a favor de PROVALORES dicha cantidad para que este a su vez cancele a los puestos de bolsa compradores y a los inversionistas clientes del Puesto de Bolsa.

PROVALORES, S.A. Puesto de Bolsa preparará y entregará un recibo al emisor como soporte del pago efectuado. PROVALORES, S.A. Puesto de Bolsa no podrá hacer efectivo el pago de un vencimiento (sea interés y/o principal) sin haberse recibido por parte tal efecto. Una vez efectuado el pago a los inversionistas, PROVALORES, S.A., Puesto de Bolsa notificará a CENIVAL para efectos de correr el procedimiento de vencimiento respectivo y debitar los cupones de interés o principal pagados de las cuentas de los inversionistas.



5.2.6. Oferta pública.

Oferta pública de:



FONDO DE TITULARIZACIÓN AZOR VALORES BANPRO CERO UNO - FTAVBPRO 01

Se complace en presentar:

**Oferta pública de
PROGRAMA DE EMISION DE VALORES ESTANDARIZADOS DE RENTA FIJA**

Hasta por un monto máximo autorizado de: **US\$ 15,000,000.00**

Tabla 22.

Programa de emisión.

Clase de Instrumento	BONO
Nombre de la Emisión	FTAVBPRO-22-2020-1
Código ISIN	NIFTAVBPRO0065
Nemotécnico del Emisor	FONDO DE TITULARIZACION AZOR VALORES BANPRO
Nemotécnico del Instrumento	BONO\$D
Monto de la Emisión	US\$15,000,000
Plazo	720 días
Tasa de Interés Anual	8.75%
Fecha de Emisión	11/2/2020
Fecha de Vencimiento	11/2/2022
Fecha de Registro SIBOIF	13 de abril 2018
Calificación de Riesgo	SCRiesgo: Corto Plazo SCR1 (nic), Largo Plazo Scr AA+ (nic); Perspectiva: Negativa
Denominación	Múltiplos de US\$1,000.00
Pago de intereses	Trimestrales
Pago de principal	Al vencimiento de cada serie
Moneda de pago	Dólares de los Estados Unidos de América
Forma de Colocación	Mercado Primario de la Bolsa de Valores de Nicaragua
Uso de los Fondos	Diversificar las fuentes de fondeo para el desarrollo de las actividades de intermediación, y gestión de la estructura de calce de plazos entre activos y pasivos.
Puesto de Bolsa Representante	PROVALORES S.A., Puesto de Bolsa, Sociedad Anónima

LOS BIENES DE RICORP TITULARIZADORA, S.A. NO RESPONDERÁN POR LAS OBLIGACIONES CONTRAÍDAS POR EL FONDO DE TITULARIZACIÓN

Razones literales:

LOS VALORES OBJETO DE ESTA OFERTA SE ENCUENTRAN ASENTADOS EN EL REGISTRO PÚBLICO BURSÁTIL DE LA SUPERINTENDENCIA DEL SISTEMA FINANCIERO, SU REGISTRO NO IMPLICA CERTIFICACIÓN SOBRE LA CALIDAD DEL VALOR O LA SOLVENCIA DEL EMISOR.



LA INSCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN EN LA BOLSA NO IMPLICA CERTIFICACIÓN SOBRE LA CALIDAD DEL VALOR O LA SOLVENCIA DEL EMISOR.

ES RESPONSABILIDAD DEL INVERSIONISTA LEER LA INFORMACIÓN QUE CONTIENE ESTE PROSPECTO

5.2.7. Costos de emisión y colocación.

Tabla 23.

Costos de emisión y colocación de valores.

	Costos	Monto
Emisión	Registro de emisión SIBOIF	\$5,000.00
	Registro de emisión BVN	\$1,000.00
	Registro en CENIVAL según cada serie del programa de emisiones	\$30.00
	Total de costos de Emisión	\$6,030.00
Colocación	Puesto de Bolsa, hasta 1% del monto colocado	\$15,000.00
	Cuota anual por el registro de actualización del programa	\$100.00
	Costo de colocación entre 300 y 720 días, para títulos estandarizados	\$9,000.00
	Total de costos de Colocación	\$24,100.00
	Total	\$30,130.00

Fuente: Elaboración propia.

El costo de la calificación por parte de la empresa calificador de riesgo, se estima en US\$ 5,600.00 anuales, los que se pagaran en cada año de vigencia de los bonos o vigencia del fondo.

El costo de la publicidad para realizar la oferta pública, se estima en US\$ 1,600.00 que será pagado en una sola ocasión.

La cuota anual de registro de actualización del programa será pagada a la SIBOIF, durante la vigencia del programa de emisión.

5.2.8. Flujo de efectivo proyectado.

El flujo de caja estima el correcto funcionamiento del Fondo de Titularización ya que prevé si existirían suficientes ingresos para cumplir con sus obligaciones, especialmente al inversionista. Los estados financieros se presentan a continuación.

Tabla 24.

Flujo proyectado del fondo de titularización.

Periodo/Trimestre	0	1	2	3	4	5	6	7	8
Flujo de caja de ingresos									
Recuperación de los flujos		2,572,250	2,572,250	2,572,250	2,572,250	2,572,250	2,572,250	2,572,250	2,572,250
Ingresos por emisión de títulos	15,000,000								
(+) Retiros de cuenta restringida									218,750
Total de Ingresos	15,000,000	2,572,250	2,791,000						
(-) Costos y gastos administrativos y por emisión	37,330	38,584	38,584	38,584	38,584	44,284	38,584	38,584	38,584
(-) Intereses Emisión		328,125	328,125	328,125	328,125	328,125	328,125	328,125	328,125
(-) Principal Emisión		1,875,000	1,875,000	1,875,000	1,875,000	1,875,000	1,875,000	1,875,000	1,875,000
(-) Aportes Cuenta Restringida	218,750								
(-) Entrega de fondos al originador	14,743,920	330,541	330,541	330,541	330,541	324,841	330,541	330,541	549,291
Total egresos netos	15,000,000	2,572,250	2,791,000						
Flujo de periodo	-	-	-	-	-	-	-	-	-
saldo final caja discrecional									

Fuente: Elaboración propia.

*El aporte a la cuenta restringida es el respaldo de los intereses previsto que se generaran en los próximos dos meses. Su uso es restringido y se libera al vencimiento.



Remanentes de efectivo en la cuenta discrecional: Siempre y cuando exista remanentes que se generen durante el proceso de titularización serán mantenidos en la Cuenta Discrecional del Fondo de Titularización hasta que estos se entreguen mensualmente a los originadores, siempre y cuando no exista un evento de incumplimiento de las obligaciones establecidas en el Contrato de Titularización

Prelación en 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: 1. 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 los próximos cuatro montos mensuales de cesión de flujos financieros futuros que servirá para el pago de capital e intereses, comisiones y emolumentos. 2. Obligaciones a favor de los Tenedores de Valores; 3. Comisiones a la Sociedad Titularizadora; 4. Saldo de costos y gastos adeudados a terceros; 5. Cualquier remanente se devolverá mensualmente a los originadores.



VI. Conclusiones

Las finanzas aplicadas como disciplina brindan a aquellos que la practican una serie de herramientas financieras indispensables en el desarrollo, funcionamiento y expansión de un negocio o cualquier actividad económica. Todo profesional de las finanzas se convierte en un administrador financiero que sigue propósitos y se dedica al cumplimiento de los mismos tanto para satisfacer las necesidades de otros como las propias en la búsqueda de capital e inversiones, que le permitan obtener el máximo rendimiento posible en un horizonte de tiempo específico, el análisis seguido de la experiencia le permiten tomar las mejores decisiones con un tipo de riesgo calculado según sus expectativas que le traerán éxito o fracaso para el mismo y su organización.

En la búsqueda de financiamiento para la realización de inversiones al menor costo financiero posible, se presenta como una opción la titularización de activos. La titularización de activos permite a aquellos que la realizan desprenderse de sus activos que se encuentran en una forma no tan líquida para convertirlos rápidamente en efectivo y disponer del mismo para el desarrollo de las operaciones de la empresa y el funcionamiento de la misma.

La transformación de los activos a través de la titularización conlleva un proceso de estructuración un tanto complejo en Nicaragua, puesto que a la fecha no opera ninguna empresa dedicada a la titularización de activos. Sin embargo, no deja ser interesante la posibilidad de emitir títulos respaldados por un patrimonio independiente que asegure flujos futuros y que puedan cederse para su administración, en este proceso intervienen diversos agentes que tienen como propósito asegurar el funcionamiento correcto del fondo con la máxima seguridad posible para que inversionistas accedan a esta opción de inversión, en búsqueda de mejores rendimientos y diversificación de la inversión.

La simulación de la emisión de bonos a través de un fondo de titularización es un gran reto cuando no se tiene un caso visible en el mercado bursátil nacional, por tal motivo se requirió de la información de otros mercados de la región donde se encuentra más desarrollada la bursatilización. Lo mas interesante de este caso es que el patrimonio autónomo administrado por el fondo asume todos los gastos y costos del proceso de apertura hasta la culminación del mismo, lo que permite a la empresa originadora expandir sus operaciones y enfocarse en el crecimiento y la reinversión.



VII. Bibliografía

Allen, Myers y Brealey, F. (2010). *Principios de finanzas corporativas 9na edicion*. Mexico D.F.: Mc Graw Hill.

Alterfinance. (s.f.). *Alter Finance Grup*. Obtenido de <https://www.alterfinancegroup.com/>: <https://www.alterfinancegroup.com/blog/financiacion/recursos-propios-vs-recursos-ajenos/>

BANPRO. (08 de Enero de 2020). Prospecto Simplificado. *Programa de emision de valores estandarizados de renta fija*. Managua, Nicaragua: Provalores Grupo Promerica.

BANPRO. (s.f.). *Banco de la Produccion, Grupo Promerica*. Obtenido de <https://www.banprogrupopromerica.com.ni/>: <https://www.banprogrupopromerica.com.ni/quienes-somos/nuestra-empresa/>

BBVA. (s.f.). *BBVA Bancomer, S. A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer*. Obtenido de <https://www.bbva.mx/>: <https://www.bbva.mx/educacion-financiera/f/financiamiento.html>

Besley y Brigham, S. (2009). *Fundamentos de Administracion Financiera*. Mexico, D.F.: CENGAGE Learning.

Buenaventura Vera, G. (2007). *Fundamentos de Finanzas Internacionales*. Santiago Cali, Colombia: Universidad ICESI.

BVN. (s.f.). *Bolsa de Valores de Nicaragua*. Obtenido de Bolsa de Valores de Nicaragua: <https://www.bolsanic.com/mercado-primario/>

CENIVAL. (s.f.). *Central Nicaraguense de Valores*. Obtenido de <https://www.cenival.com/>: <https://www.cenival.com/requisitos/>

Chen, J. (29 de Junio de 2020). *Investopedia*. Obtenido de <https://www.investopedia.com/>: <https://www.investopedia.com/terms/s/spv.asp>

Damrauf, G. L. (2010). *Finanzas Corporativas: Un enfoque latinoamericano 2a ed*. Buenos Aires: Alfaomega Grupo Editor Argentino.

Enfoquederecho. (16 de Abril de 2019). *Enfoque derecho editorial*. Obtenido de <https://www.enfoquederecho.com/>: <https://www.enfoquederecho.com/2019/04/16/breves-notas-sobre-el-proceso-de-titulacion-de-activos/>

Escobar Gallo y Cuartas Mejia, H. (2006). *Diccionario Económico Financiero*. Medellin-Colombia: Universidad de Medellin.

Escoto Leiva, R. (2007). *Banca comercial*. Costa Rica: EUNED.



Fitch Ratings. (2020). *Metodología Global de Calificación de Finanzas Estructuradas*. New York: Fitch Ratings Inc.

Gitman y Zutter, L. J. (2012). *Principios de Administración Financiera 12a ed.* Mexico: Pearson Educacion.

Gomez, L. A. (2011). *Manual de financiamiento para empresas*. Guayaquile-Ecuador: Holguin S.A.

Gretschel, L. (12 de Febrero de 2020). *Billomat – nosotros y la contabilidad. Programa de facturación online*. Obtenido de <https://www.billomat.com/>: <https://www.billomat.com/es/revista/tipos-de-financiacion-para-empresas-cual-me-conviene/>

Hidalgo, K. (21 de Febrero de 2020). *Mente Diamante*. Obtenido de <https://mentediamante.com/>: <https://mentediamante.com/blog/tipos-financiamiento>

Juan, B. R. (2008). *Derecho tributario escritos y reflexiones*. Bogota: Universidad del Rosario.

Ley N° 561. (2005). Ley general de bancos, instituciones financieras no bancarias y grupos financieros. Managua, Nicaragua: La Gaceta Diario Oficial.

Ley N° 587. (08 de Noviembre de 2006). Ley de Mercado de capitales. Managua: Gaceta Diario Oficial.

Lopez, R. L. (2006). *Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero*. Madrid, España: Comision nacional del mercado de valores.

Mendildua, A. B. (2015). *Gestion de Entidades Financieras, Un enfoque practico de la gestion bancaria actual*. Madrid: ESIC.

NIIF para las PYMES. (2015). *Norma NIIF para la PYMES, Pronunciamento. (vigentes a partir del 1 de enero de 2017, con aplicación)*. London, United Kingdom: IASB.

Norma sobre oferta publica de valores en el mercado primario . (07 de Septiembre de 2011). Resolución N° CD-SIBOIF-692-1-SEP7-2011. *Norma sobre oferta publica de valores en el mercado primario* . Managua, Nicaragua: Diario Oficial La Gaceta.

Norma sobre registro de valores de la SIBOIF. (24 de Octubre de 2007). Norma sobre registro de valores de la suerintendencia de bancos y de otras instituciones financieras. *Resolución CD-SIBOIF-505-3-OCTU24-2007*. Managua, Nicaragua: Superintendencia de bancos y de otras instituciones financieras.



Norma sobre sociedades administradoras y fondos de titularización. (05 de Septiembre de 2007). Norma sobre sociedades administradoras y fondos de titularización. *RESOLUCIÓN N° CD-SIBOIF-498-1-SEP5-2007*. Managua, Nicaragua: Diario Oficial La Gaceta.

padilla, M. c. (2012). *Gestión financiera*. Bogota: Ecoe ediciones.

PCR. (2018). *Metodología de cualificación de riesgo de financiamiento estructurado y titularizaciones*. Pacific credit rating.

RESOLUCIÓN N° CD-SIBOIF-692-1-SEP7-2011. (2011). *NORMA SOBRE OFERTA PÚBLICA DE VALORES EN MERCADO PRIMARIO*. Nicaragua: Asamblea Nacional de la República de Nicaragua.

Roldán, P. N. (17 de 02 de 2007). *Economipedia haciendo facil la economía*. Obtenido de <https://economipedia.com/>: <https://economipedia.com/definiciones/finanzas.html>

S&P Global Ratings. (2018). *Definiciones de Calificaciones de S&P Global Ratings*. Standard & Poor's Financial Services.

Sánchez, J. C. (2009). *Titularización, características y revisión a partir de la crisis financiera*. El Salvador: BCR.

Sardón, J. A. (1995). La Titularización. *THEMIS Revista de derecho*, 99-113.

Sriesgo. (2020). *Informe Mantenimiento de Calificación de Riesgo de BANPRO a Diciembre 2019*. Managua: rating agency.

SIBOIF. (30 de Septiembre de 2020). *Superintendencia de bancos y otras inistituciones financieras no bancarias*. Obtenido de www.siboif.com.ni: <https://www.siboif.gob.ni/sites/default/files/documentos/informes/bancos/ecam202009banpro.htm>

SIBOIF. (s.f.). *Superintendencia de bancos y otras instituciones financieras*. Obtenido de www.siboif.com.ni: <https://www.siboif.gob.ni/supervision/intendencia-valores/instituciones>

Trenza, A. (25 de Junio de 2018). *Ana Trenza Mis Finanzas*. Obtenido de <https://anatreza.com/>: <https://anatreza.com/fuentes-de-financiacion-empresa/>

Vázquez, S. (20 de Junio de 2020). *Fingo*. Obtenido de <https://fingo.es/>: <https://fingo.es/ques-el-financiamiento-a-largo-plazo/#:~:text=Cuando%20hablamos%20de%20este%20tipo,el%20tr%C3%A1mite%20del%20pr%C3%A9stamo%20requerido.>



Vicente, P. (s.f.). *deChile*. Obtenido de <http://etimologias.dechile.net/>:
<http://etimologias.dechile.net/?finanza>



VIII. Anexos

Anexo 1. Estratificación de la cartera por actividad y monto.

BANCO DE LA PRODUCCION, S.A.
AL 31 de diciembre del 2019

Moneda Nacional

ACTIVIDAD PLAZO (En Miles)	Tarjeta Crédito		
	Ptmos	Saldo	%
Hasta 100	112,216	1,326,615.70	74.7
De 100.1 a 250	2,016	293,612.90	16.5
De 250.1 a 500	309	103,440.90	5.8
De 500.1 a 1000	54	34,112.10	1.9
De 1000.1 a 2000	8	10,808.70	0.6
De 2000.1 a 3000	0	0	0
De 3000.1 a 4000	0	0	0
De 4000.1 a 6000	0	0	0
De 6000.1 a 8000	1	7,567.90	0.4
De 8000.1 a 10000	0	0	0
De 10000.1 a 12000	0	0	0
De 12000.1 a mas	0	0	0
SUB - TOTAL C\$	114,604	1,776,158	100

Moneda Extranjera

ACTIVIDAD PLAZO (En Miles)	Tarjeta Crédito		
	Ptmos	Saldo	%
Hasta 100	139,367	35,617.60	98.3
De 100.1 a 250	21	616.7	1.7
De 250.1 a 500	0	0	0
De 500.1 a 1000	0	0	0
De 1000.1 a 2000	0	0	0
De 2000.1 a 3000	0	0	0
De 3000.1 a 4000	0	0	0
De 4000.1 a 6000	0	0	0
De 6000.1 a 8000	0	0	0
De 8000.1 a 10000	0	0	0
De 10000.1 a 12000	0	0	0
De 12000.1 a mas	0	0	0
SUB - TOTAL C\$	139,388	36,234	100



Anexo 2. Estratificación de la cartera por actividad y plazo contractual.

BANCO DE LA PRODUCCION, S.A.
AL 31 de diciembre del 2019

Moneda Nacional

ACTIVIDAD ESTRATOS (En Miles)	Ptmos	Tarjeta Crédito		
		Saldo	%	
Hasta 30 días	0	0	0	0
De 31 a 60 días	0	0	0	0
De 61 a 90 días	0	0	0	0
De 91 a 180 días	21	136.10	0	
De 181 a 360 días	133	1,245.70	0.1	
A más de 360 días	114,450	1,774,776.40	99.9	
SUB - TOTAL C\$	114,604	1,776,158.20	100	

Moneda Extranjera

ACTIVIDAD ESTRATOS (En Miles)	Ptmos	tarjeta Crédito		
		Saldo	%	
Hasta 30 días	0	0	0	0
De 31 a 60 días	0	0	0	0
De 61 a 90 días	65	5.30	0	
De 91 a 180 días	1,231	167.90	0.5	
De 181 a 360 días	7,249	1,299.00	3.6	
A más de 360 días	130,843	34,762.00	95.9	
SUB - TOTAL C\$	139,388	36,234.20	100	



Anexo 3. Estados financieros 2018-2019

BANCO DE LA PRODUCCION, S.A.
Estado de Resultados
(Expresado en miles de Córdoba)

Al 31 Diciembre 2019		
Ingresos Financieros		5,696,466.90
Ingresos Financieros por Efectivo	83,637.80	
Ingresos Financieros por Inversiones	410,280.40	
Ingresos Financieros por Cartera de Créditos	5,136,930.70	
Otros Ingresos Financieros	65,618.00	
Gastos Financieros		1,861,765.50
Gastos Financieros por Obligaciones con el Público	816,028.40	
Gastos Financieros por Depósitos de Instituciones Financieras y de Organismos Internacionales	84,870.50	
Gastos Financieros por Emisión de Deuda	4,919.50	
Gastos Financieros por Operaciones de Reporto	271,024.00	
Gastos Financieros por Obligaciones con Instituciones Financieras y por Otros Financiamientos	516,862.80	
Gastos Financieros por Cuentas por pagar	0	
Gastos Financieros por Obligaciones con el Banco Central de Nicaragua	44,522.20	
Gastos Financieros por Obligaciones Subordinadas y/o Convertibles en Capital	109,641.60	
Otros Gastos Financieros	13,896.50	
Margen Financiero antes de Mantenimiento de Valor		3,834,701.40
Ajustes netos por Mantenimiento de Valor	4,009.70	
Margen Financiero, bruto		3,838,711.20
Resultados por Deterioro de Activos Financieros	1,341,191.00	
Margen Financiero, neto después de Deterioro de Activos Financieros		2,497,520.10
Ingresos (Gastos) Operativos, neto	1,341,941.80	
Resultado Operativo		3,839,461.90
Resultados por Participación en Asociadas, Negocios Conjuntos y Subsidiarias	16,142.60	



ANÁLISIS DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS COMO FUENTE FINANCIAMIENTO



Dividendos y Retribuciones por Instrumentos de Patrimonio	0	
Ganancia por Valoración y Venta de Activos y Otros Ingresos	129,084.60	
Pérdida por Valoración y Venta de Activos	59,572.60	
Resultado después de Ingresos y Gastos operativos		3,925,116.40
Ajustes netos por Diferencial Cambiario	473,506.20	
Resultado después de Diferencial Cambiario		4,398,622.60
Gastos de Administración	3,015,548.30	
Resultados por Deterioro de Activos no Financieros	0	
Resultados de operaciones antes de Impuestos y Contribuciones por Leyes Especiales		1,383,074.40
Contribuciones por Leyes Especiales	191,661.40	
Gasto por Impuesto sobre la Renta	362,311.80	
RESULTADO DEL EJERCICIO		829,101.10



BANCO DE LA PRODUCCION, S.A.
Estado de Situación Financiera
(Expresado en miles de Córdoba)

Al 31 Diciembre 2019		
Activo		67,348,885.40
Efectivo y Equivalentes de Efectivo		18,111,135.20
Moneda Nacional		4,899,022.60
Caja	1,525,576.80	
Banco Central de Nicaragua	3,340,660.50	
Instituciones Financieras	32,785.30	
Depósitos Restringidos	0	
Equivalentes de Efectivo	0	
Moneda Extranjera		13,212,112.60
Caja	690,348.30	
Banco Central de Nicaragua	4,544,518.80	
Instituciones Financieras	7,667,352.10	
Depósitos Restringidos	309,893.40	
Equivalentes de Efectivo	0	
Inversiones a Valor Razonable con Cambios en Resultados		0
Inversiones a Valor Razonable con Cambios en Otro Resultado Integral		2,305,051.60
Cartera a Costo Amortizado		44,306,819.70
Inversiones a Costo Amortizado, Neto		5,763,243.20
Cartera de Créditos, Neta		38,543,576.40
Vigentes	36,354,476.20	
Prorrogados	47,507.20	
Reestructurados	2,340,837.30	
Vencidos	546,277.60	
Cobro Judicial	360,519.20	



(-) Comisiones Devengadas con la Tasa de Interés Efectiva	-80,702.30	
Intereses y Comisiones por Cobrar sobre Cartera de Créditos	616,888.40	
(-) Provisión de Cartera de Créditos	-1,642,227.30	
Cuentas por Cobrar, Neto		144,915.00
Activos no Corrientes Mantenidos para la Venta		0
Activos Recibidos en Recuperación de Créditos		243,812.50
Participaciones		267,865.40
Activo Material		1,683,171.90
Activos Intangibles		151,765.90
Activos Fiscales		0
Otros Activos		134,348.20
Pasivo		57,977,984.40
Pasivos Financieros a Costo Amortizado		56,225,082.80
Obligaciones con el Público		39,608,208.80
Moneda Nacional		14,944,924.10
Depósitos a la Vista	8,158,177.70	
Depósitos de Ahorro	6,095,938.70	
Depósitos a Plazo	690,807.70	
Otros Depósitos del Público	0	
Moneda Extranjera		24,474,029.20
Depósitos a la Vista	6,081,372.40	
Depósitos de Ahorro	10,935,681.70	
Depósitos a Plazo	7,456,975.10	
Otros Depósitos del Público	0	



Intereses sobre Obligaciones con el Público por Depósitos	189,255.60	
Otras Obligaciones Diversas con el Público		1,080,435.00
Obligaciones por Depósitos de Instituciones Financieras y de Organismos Internacionales		2,130,508.10
Obligaciones por Emisión de Deuda		68,235.40
Pasivos por Operaciones de Reporto		2,614,429.00
Obligaciones con Instituciones Financieras y por otros Financiamientos		10,105,669.50
Obligaciones con el Banco Central de Nicaragua		617,597.00
Arrendamiento Financiero		0
Pasivos Financieros a Valor Razonable con Cambios en Resultados		0
Pasivos Fiscales		141,785.30
Obligaciones Subordinadas y/o Convertibles en Capital		1,043,650.60
Otros Pasivos y Provisiones		567,465.70
PATRIMONIO		9,370,901.00
Fondos Propios		9,225,004.70
Capital Social Pagado	3,928,500.00	
Aportes a Capitalizar	0	
Obligaciones Convertibles en Capital	0	
Capital Donado	0	
Reservas Patrimoniales	1,711,973.00	
Resultados Acumulados	2,755,430.70	
Resultado del Ejercicio	829,101.10	
Otro Resultado Integral Neto		3,241.00
Ajustes de Transición		142,655.30
CUENTAS CONTINGENTES		18,470,753.20
CUENTAS DE ORDEN		95,924,831.90