

**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE NICARAGUA-MANAGUA**

**UNAN-MANAGUA**

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS**

**DEPARTAMENTO DE CONTADURÍA PÚBLICA Y FINANZAS**



**TEMA DE INVESTIGACIÓN:**

**EVALUACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA: BANCO  
DE FINANZAS (BDF) POR LOS AÑOS DE 2013 A 2015, PARA LA TOMA DE  
DECISION DE PROYECTOS DE INVERSION**

**TESIS PARA OPTAR AL TÍTULO DE MASTER EN FINANZAS**

**ELABORADO POR:**

**LICENCIADA. WENDY LISSETTE CRUZ PALACIOS.**

**TUTORA:**

**MSC. MARIA AUXILIADORA OPORTA JIMENEZ**

**MANAGUA 25 DE JULIO 2016.**



## **DEDICATORIA**

A Roger García Montoya.

Por haberme apoyado en este proceso importante en mi vida, por su paciencia, amor y confianza.

A mis padres.

Por ser el ejemplo a seguir y formar a la persona que hoy soy, preocupado siempre no solo por mi educación sino por todos los aspectos importantes de mi vida.

A mi tutora.

Muy especialmente, me ha acompañado siempre en mi vida personal y educativa, estimulándome para seguir adelante y no menguar en este nuevo objetivo en mi vida profesional.

## AGRADECIMIENTO

Muchas gracias:

A Dios nuestro padre celestial, porque sin él no somos nada. Él es el quien fortalece mi vida y me da fuerza de donde no las hay, Él está siempre conmigo en todo momento en la alegría y en la tristeza, Él es quien abre puertas y nadie puede cerrarla, es mi confianza como profesional. Gracias Dios.

A mis maestros, por su gran aportación de sus conocimientos y motivación para la culminación de mis estudios profesionales, principalmente a la Maestra Guadalupe Rodríguez docentes investigadora del CIES-UNAN, que revisaron la metodología de este trabajo investigación.

A mis hermanos, a Doña Carmen Montoya y mi tía Zoila Cruz, porque representa el motivo indispensable para querer salir adelante, la familia es el núcleo que contribuye a lograr tus objetivos, especialmente por llenar mi vida de alegría y de amor cuando lo he necesitado.

## ÍNDICE DE CONTENIDO

DEDICATORIA .....	i
AGRADECIMIENTO .....	ii
RESUMEN .....	iii
I. Introducción .....	1
1.1. Antecedentes .....	4
1.2. Justificación .....	9
1.3. Planteamiento del Problema .....	10
1.4. Formulación del Problema .....	12
II. Objetivos .....	13
2.1. Objetivo General .....	13
2.2. Objetivos Específicos.....	13
III. Marco Teórico .....	14
3.1. Perfil de la empresa.....	14
3.1.1 Historia .....	14
3.1.2 Visión.....	14
3.1.3 Valores.....	14
3.1.4 Organización.....	15
3.1.5 Fundamento legal.....	16
3.2. Caracterización de las empresas bancarias.....	17
3.2.1 Conceptos Básicos.....	17
3.2.2 Sistema de información.....	20
3.3. Introducción al concepto de Estructura de Capital.....	23
3.3.1 Concepto. ....	23

3.3.2 Tipos de capital.....	25
3.3.3 Mercados de Capitales eficientes. ....	40
3.3.4 Teorías de la estructura de capital.....	43
3.3.5 La estructura de capital Óptima.....	50
3.4. Costo de capital promedio ponderado .....	54
3.4.1 Concepto. ....	54
3.4.2. Costo de cada componente del costo promedio ponderado. ....	55
3.5. Toma de decisiones de inversiones de capital.....	63
3.5.1 Flujo de efectivo Operativos. ....	65
3.6. Indicadores de valor y técnicas de evaluación.....	66
3.6.1    Técnicas de evaluación.....	68
3.6.2    Indicadores de Valor. ....	71
IV. Preguntas Directrices.....	80
V. Operacionalización de Variables.....	81
VI. Diseño Metodológico.....	84
6.1. Enfoque .....	84
6.2. Tipo.....	84
6.3. Universo y Muestra.....	85
6.4. Métodos y Técnicas.....	85
6.5. Instrumentos de Análisis .....	86
VII. Análisis y discusión de resultados.....	87
7.1. Análisis de la situación interna de la estructura de capital Óptima del BDF .....	87
7.1.1 Deuda a Largo Plazo del 2013 a 2015. ....	87
7.1.2 Patrimonio 2013 a 2015. ....	106
7.1.3 Comportamiento de la Estructura de capital 2013-2015.....	117

7.1.4 Composición de la Estructura de Capital Determinada. ....	123
7.1.5 Costo de la Deuda y del Patrimonio. ....	124
7.1.6 Costo promedio Ponderado de capital. ....	133
7.1.7 Flujo de Caja Operativo. ....	135
7.1.8 Estructura Óptima de capital. ....	138
7.2. Análisis de la situación Externa de la estructura de capital Óptima .....	143
7.2.1 Estructura de Capital comparativa. ....	143
7.2.2 Costo Promedio Ponderado de Capital Comparativo. ....	147
7.2.3 Flujo de Caja comparativo. ....	159
7.3. Toma de decisión para proyectos de inversión .....	174
7.3.1 Técnica de Evaluación. ....	179
7.3.2 Indicadores de Valor. ....	184
VIII. Conclusiones .....	190
IX. Recomendaciones .....	194
X. Bibliografía .....	197
ANEXOS .....	200

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Operaciones Bancarias .....	22
Tabla 2 Factores Principales de la deuda a largo plazo.....	28
Tabla 3 Ventajas y Desventajas de la deuda a largo plazo.....	29
Tabla 4 Ventajas e inconvenientes del financiamiento con acciones preferentes .....	37
Tabla 5 Ventajas e inconvenientes del financiamiento con acciones comunes .....	39
Tabla 6 Diferentes tipos de eficiencia .....	41
Tabla 7 Hipotesis e imperfecciones del mercado de capital.....	42
Tabla 8 Principales cuestionamientos de la tesis tradicional sobre estructura de capital .....	45
Tabla 09 Formato de Flujo de tesorería .....	66
Tabla 10 Razones financieras para análisis de Flujo de caja .....	70
Tabla 11 Indicadores de Valor .....	73
Tabla 12 Categoría de razones financieras .....	74
Tabla 13 Obligaciones con el Público, saldo 2013 BDF .....	87
Tabla 14 Otras Obligaciones con el Público, saldo 2013 BDF.....	88
Tabla 15 Obligaciones con Instituciones Financiera, saldo 2013 BDF.....	89
Tabla 16 Obligaciones subordinadas, saldo 2013 BDF.....	91
Tabla 17 Representación de la Deuda a Largo Plazo, Saldo 2013 BDF .....	92
Tabla 18 Obligaciones con el Público, Saldo 2014 BDF .....	94
Tabla 19 Otras Obligaciones Con el Público, Saldo 2014 BDF.....	94
Tabla 20 Obligaciones con instituciones y por otro financiamiento, saldo 2014 BDF .....	96
Tabla 21 Obligaciones Subordinadas, saldo 2014 BDF.....	98
Tabla 22 Representación de la Deuda a Largo Plazo 2014 BDF .....	99
Tabla 23 Obligaciones con el Público, saldo 2015 BDF .....	101

Tabla 24 Otras Obligaciones con el publico, saldo 2015 BDF .....	101
Tabla 25 Obligaciones con Instituciones y por otro financiamiento, saldo 2015 BDF .....	102
Tabla 26 Obligaciones subordinadas, saldo 2015 BDF .....	104
Tabla 27 Representacion de la deuda a Largo Plazo 2015 BDF.....	105
Tabla 28 Capital Social suscrito y pagado 2013, BDF .....	107
Tabla 29 Reservas Patrimoniales 2013 BDF .....	108
Tabla 30 Resultados acumulados 2013 BDF.....	109
Tabla 31 Capital Social suscrito y pagado 2014 BDF .....	111
Tabla 32 Reservas Patrimoniales 2014 BDF .....	112
Tabla 33 Resultados acumulados 2014 BDF.....	112
Tabla 34 Capital Social suscrito y pagado 2015 BDF .....	114
Tabla 35 Reservas Patrimoniales 2015 BDF .....	115
Tabla 36 Resultados acumulados 2015 BDF.....	116
Tabla 37 Pasivo a Largo Plazo 2013-2015 BDF .....	118
Tabla 38 Patrimonio 2013-2015 BDF .....	121
Tabla 39 Composicion de la estructura de Capital BDF .....	123
Tabla 40 Costo de la Deuda2013-2015 BDF .....	125
Tabla 41 Costo del Patrimonio 2013-2015 BDF .....	130
Tabla 42 Costo Promedio Ponderado de Capital 2013-2015 .....	134
Tabla 43 Flujo de Caja Operativo 2013-2015 .....	136
Tabla 44 Estructura de capital optima 2013-2015.....	140
Tabla 45 Relacion UAII - UPA.....	142
Tabla 46 Composicion de la Estructura de Capital Comparativa 2013 .....	144
Tabla 47 Composicion de la Estructura de Capital Comparativa 2014 .....	145
Tabla 48 Composicion de la Estructura de Capital Comparativa 2015 .....	146

Tabla 49 Costo de la Deuda por Banco 2013-2015 .....	148
Tabla 50 Rendimientos y Crecimientos por Banco 2013 .....	150
Tabla 51 Rendimientos y Crecimientos por Banco 2014 .....	152
Tabla 52 Rendimientos y Crecimientos por Banco 2015 .....	153
Tabla 53 Flujo Operativo 2013 por Banco.....	159
Tabla 54 Flujo Operativo 2014 por Banco.....	160
Tabla 55 Flujo Operativo 2015 por Banco.....	161
Tabla 56 Estructura Optima de Capital Comparativa 2013.....	163
Tabla 57 Estructura Optima de Capital Comparativa 2014.....	163
Tabla 58 Estructura Optima de Capital Comparativa 2015.....	164
Tabla 59 Razones Financieras Comparativa para Flujo de Caja 2013. ....	167
Tabla 60 Razones Financieras Comparativa para Flujo de Caja 2014 .....	168
Tabla 61 Razones Financieras Comparativa para Flujo de Caja 2015 .....	169
Tabla 62 Capital Invertido 2013-2015 BDF.....	175
Tabla 63 Flujo de Caja para el Accionista BDF.....	178
Tabla 64 Flujo de Caja Libre BDF .....	178
Tabla 65 Resultados de la Tecnicas de Evaluacion 2013-2015 .....	180
Tabla 66 Resultados de los Indicadores de Valor 2013-2015 .....	185

## ÍNDICE DE FIGURAS

Ilustración 1 Organigrama Banco de Finanzas .....	15
Ilustración 2 Estructura de Capital .....	25
Ilustración 3 Tipos de Deuda .....	26
Ilustración 4 Proceso de Emision de Obligaciones .....	32
Ilustración 5 Tipo de Capital Propio .....	34
Ilustración 6 La Financiacion interna o autofinanciacion .....	35
Ilustración 7 Representacion grafica Teoria Tradicional .....	44
Ilustración 8 Probabilidad de quiebra .....	47
Ilustración 09 Costo de Agencia .....	48
Ilustración 10 Informacion Asimetrica .....	50
Ilustración 11 Funciones de costos y valor .....	52
Ilustración 12 Punto de Equilibrio Financiero .....	54
Ilustración 13 El Costo Promedio Ponderado de Capital .....	62
Ilustración 14 Entidades Financiadora del BDF 2013 .....	90
Ilustración 15 Composicion Deuda a Largo Plazo 2013 .....	93
Ilustración 16 Entidades Financiadora del BDF 2014 .....	97
Ilustración 17 Composicion Deuda a Largo Plazo 2014 .....	100
Ilustración 18 Entidades Financiadora del BDF 2015 .....	103
Ilustración 19 Composicion de la Deuda a Largo Plazo 2016 .....	106
Ilustración 20 Distribucion del Patrimonio por cuenta 2013 .....	110
Ilustración 21 Distribucion del Patrimonio por cuenta 2014 .....	113
Ilustración 22 Distribucion del Patriomonio po cuenta 2015 .....	117
Ilustración 25 Comportamiento de la Deuda a Largo Plazo 2013-2015 .....	118

Ilustración 24 Participacion de la deuda 2013-2015.....	120
Ilustración 25 Comportamiento del Patrimonio 2013-2015.....	121
Ilustración 26 Participacion del Patrimonio 2013-2015.....	122
Ilustración 27 Estructura de Capital BDF.....	123
Ilustración 28 Costo de la Deuda 2013-2015 BDF.....	127
Ilustración 29 Nivel de costo por deuda .....	129
Ilustración 30 Rendimiento y Tasa de crecimiento por año .....	131
Ilustración 31 Costo del Patrimonio BDF 2013-2015 .....	132
Ilustración 32 Comportamiento de los Dividendos, utilidad y Patrimonio 2013-2015 BDF .....	133
Ilustración 33 Costo Promedio Ponderado de Capital 2013-2015 BDF .....	134
Ilustración 34 Niveles de Utilidad BDF 2013-2015.....	137
Ilustración 35 Minimo de CPPC.....	138
Ilustración 36 Estructura Optima de Capital BDF.....	140
Ilustración 37 Punto de Equilibrio Financiero .....	142
Ilustración 38 Estructura de Capital Comparativa 2013.....	144
Ilustración 39 Estructura de Capital Comparativa 2014.....	145
Ilustración 40 Estructura de Capital Comparativa 2015.....	146
Ilustración 41 Costo de la Deuda 2013-2015 por Banco.....	149
Ilustración 42 Rendimientos y Crecimiento por Banco 2013.....	151
Ilustración 43 Rendimientos y Crecimiento por Banco 2014.....	153
Ilustración 44 Rendimientos y Crecimiento por Banco 2015.....	154
Ilustración 45 Niveles de Utilidad, Patrimonio y Dividendos por Banco 2013-2015 .....	155
Ilustración 46 Costo del Patrimonio por Banco 2013-2015 .....	156
Ilustración 47 Costo Promedio Ponderado de Capital por Banco 2013-2015 .....	157
Ilustración 48 Estructura Optima de Capital Comparativa .....	165

Ilustración 49 Rentabilidad Empresarial 2013-2015 por Banco.....	170
Ilustración 50 Utilidad por accion 2013-2015 por Banco.....	171
Ilustración 51 Flujo de caja por accion 2013-2015 por Banco .....	172
Ilustración 52 ROI Bancario 2013-2015.....	173
Ilustración 53 Inversion 2013-2015 BDF .....	176
Ilustración 54 Tipo de Inversion Representacion 2013-2015.....	177
Ilustración 55 Valor Actual Neto para el Accionista 2013-2015.....	181
Ilustración 56 Valor Actual Neto para el Inversionista 2013-2015 .....	181
Ilustración 57 TIR y CPPC Flujo para el accionista 2013-2015.....	183
Ilustración 58 TIR y CPPC Flujo para el Inversionista 2013-2015 .....	183
Ilustración 59 Rendimiento Versus Costo 2013-2015 BDF .....	186
Ilustración 60 Valor Economico Agregado 2013-2015 BDF .....	187
Ilustración 61 Tasa de Reinversion del BDF 2013 2015 .....	188

## **RESUMEN**

El sistema bancario es uno de los sectores más importante de una economía y el Nicaragüense, es uno de los menos desarrollados en Centroamérica, con un número reducido de participantes, bancarización baja y un mercado de capitales poco profundo donde los bancos dan sostenibilidad sobre un crecimiento de crédito elevado.

La Presente tesis consiste en la evaluación de la estructura de capital de la empresa: banco de finanzas (BDF) por los años de 2013 a 2015, para la toma de decisión de proyectos de inversión.

La principal actividad de esta empresa es la Intermediación Financiera, asumiendo tanto riesgo sistemático como riesgo no sistemático por su propio giro de negocio.

Se efectuó un análisis de comportamiento de la estructura de capital del Banco en relación al BANPRO y BAC utilizando razones financiera para flujo de caja, así como un análisis interno a través de indicadores de valor, para la determinación de la estructura Optima de capital y su evaluación.

Se recomendó una reestructuración de la estructura actual y un análisis de equilibrio del nivel de apalancamiento financiero, tomando en cuenta los niveles bajo de utilidad por acción que presenta el Banco en relación a los otros bancos en estudio.

Lo anterior fue expuesto mediante la valoración de flujo de caja con técnicas como El VAN, CPPC y la TIR y la evaluación de la información financiera 2013, 2014 y 2015

## I. Introducción

En la actualidad la Banca nicaragüense representa un mercado oligopólico constituido por 7 bancos privados regulados por la Superintendencia de Bancos y de otras instituciones Financieras (SIBOIF). Existe un consenso generalizado sobre la importancia del crédito para financiar actividades productivas que promuevan el desarrollo económico. Es decir, la intermediación financiera traslada los recursos financieros ociosos (depósitos) hacia actividades que necesiten de estos recursos para empezar sus operaciones (crédito) y así generar crecimiento económico, sin embargo la mayor proporción de los recursos financieros es dirigido hacia actividades de más corto plazo como el comercio y el consumo personal.

El presente estudio abarca la valoración de la estructura de Capital de la empresa Banco de Finanzas (BDF), por lo años de 2013 a 2015, con el propósito de contribuir al proceso de toma de decisiones de proyecto de inversión a través de la determinación o identificación de la estructura optima de capital durante el periodo analizado.

El objetivo principal de la empresa en estudio es desde su inicio ser una banca orientada al consumo y a los pequeños negocios así como brindar oportunidades y acceso al sistema financiero a más de 200 mil nicaragüenses.

A través del presente trabajo se pretende contribuir al área financiera de la Institución, a que evalúen cual ha sido la estructura de optima de capital durante los últimos tres años, lo que servirá como un insumo importante para la toma de decisiones de

proyectos de inversión que aumente la rentabilidad y valor del banco, objetivo que se cumplirá mediante la valoración de los flujos operativos de caja a través del costo de capital promedio ponderado, resultante del proceso de evaluación financiero efectuado.

Para el desarrollo del presente trabajo se han aplicado métodos de evaluación y análisis financieros a la información financiera generado por los estados financieros auditados por lo años de 2013 a 2015, los cuales consisten en modelo de crecimiento de dividendos, método de la línea del mercado de valores, análisis de riesgo y rendimiento, análisis de indicadores de valor (VPN y TIR) y razones financiera propias para proyectos de inversión, de igual forma se ha efectuado un análisis comparativos con el Banco de la producción y Banco de América Central, por ser los únicos bancos que se financia a través del mercado de capital. Como resultado de los métodos utilizados se ha efectuado flujos de caja descontado como una herramienta para determinar la estructura optima de capital.

Este trabajo de investigación, se ha estructurado de forma que refleje claramente los objetivos a alcanzar, por lo que estará compuesto por nueve capitulo, el primero que define en términos generales el problema del estudio, el planteamiento del problema y por qué se está realizando esta investigación. El capítulo dos comprende los objetivos que queremos lograr tango el general como los específicos, el Capitulo tres inicia presentando los fundamentos teóricos, muestra aspectos de los diferentes conceptos que se consideran básicos para poder determinar la estructura del documento.

En el Capítulo cuatro, se define las preguntas directrices que influyen en la evaluación de la estructuración de la información financiera de la entidad, en el Capítulo

cinco se establece la determinación de las variables de este estudio. En el Capítulo seis se explican los aspectos metodológicos que permitieron llevar a buen término la investigación permitiendo alcanzar los objetivos planteados, se fundamentan además las razones por la que se decidió avanzar en un camino y no en otro y que pusieron a prueba la capacidad de toma de decisiones en la investigación.

En el Capítulo siete se presenta los resultados obtenidos en la investigación, a través de la evaluación realizada a la información financiera de la empresa y la importancia de su análisis, para la toma de decisiones de proyectos de inversión.

Finalmente en el capítulo ocho y nueve se presenta las conclusiones y recomendaciones del caso que responden a las determinaciones del problema de investigación

Es importante aclarar, que esta investigación es una evaluación concretamente para una empresa Nicaragüense, podría ser utilizada por empresas similares al giro de negocio de BDF y así como para profesionales, que realizan asesorías como punto de referencia de análisis de información Financiera, para toma de decisiones de inversiones de capital. No hay que dejar de mencionar que esta investigación incluye anexos que soportan el proceso realizado desde el levantamiento de la información, hasta los resultados finales, así como otros datos relevantes.

## 1.1. Antecedentes

En una economía de mercado, el sistema financiero lleva a cabo una intermediación que permite que los recursos fluyan de un sector económico hacia otro. Las instituciones financieras se especializan en la canalización del ahorro financiero hacia las empresas que desean realizar inversiones reales aunque también puede suministrar fondos a instituciones gubernamentales. La intermediación financiera permite que los prestatarios tengan acceso a los excedentes que los ahorradores han depositado en el sistema financiero a través de una variedad de instrumentos de crédito, como las acciones, los bonos, los pagarés comerciales, las hipotecas y los fondos mutuos de inversión.

Las estadísticas financieras comprenden datos de acervos y flujos de los activos financieros de los sectores de la economía. Las estadísticas monetarias comprenden datos sobre activos y pasivos financieros y no financieros del sector de instituciones financieras (SIF), definido como todas las empresas o cuasi empresas dedicadas principalmente a la intermediación financiera o a actividades de apoyo financiero relacionadas.

Por lo anterior expuesto es importante mencionar antes de todo que: La teoría financiera se consolidó en las décadas de los años sesenta y setenta del siglo anterior con el desarrollo de tres pilares complementarios, los teoremas Modigliani-Miller, la teoría del portafolio y la teoría de los mercados eficientes. Como anota Lucas (1984 p.1), un elemento común de estos tres elementos es que son aplicaciones de la teoría del equilibrio general de Arrow- Debreu. El presente trabajo se relaciona más estrechamente con las implicaciones de los teoremas de Modigliani-Miller [Modigliani y Miller (1958) (1963)] en términos de lo que se conoce como la estructura de capital de las empresas. Los principios de arbitraje y

de equilibrio presentes en las proposiciones de Modigliani-Miller llevan a la idea de que la división del capital de una empresa entre deuda y capital accionario (su estructura de capital) no altera ni el costo de capital que ella enfrenta ni su valor de mercado. Si esto es así, dos empresas idénticas en sus elecciones reales de tecnología, mano de obra e inversión siempre tendrán el mismo valor en bolsa cualquiera que sea la estrategia financiera o el nivel de apalancamiento de cada una de ellas (Varian,1987).

Fernando Tenjo (2005), en su trabajo realizado, profundiza sobre la forma en que las empresas colombianas tienen establecida su estructura financiera y adopto para ello, una metodología que se caracteriza por tres elementos: (1) El eje del análisis las finanzas de las empresas colombianas entre 1996 y 2002 la evolución de su estructura de capital; (2) La evolución a la luz de teorías sobre los determinantes de dicha estructura y su relevancia para el país; (3) Estrategia de análisis empírico que permita identificar diferencias de comportamiento tanto entre empresas como en el tiempo.

Como resultado principal del estudio sugiere que un factor que marca de manera importante las decisiones de financiamiento de las firmas en el país es la existencia de imperfecciones en los mercados de recursos, derivadas de problemas de información imperfecta. La relación inversa que se encontró entre la rentabilidad y el coeficiente de endeudamiento de las firmas, uno de los hallazgos más claros del trabajo y base para esta afirmación, es el elemento central dentro de la literatura conocida como orden de prioridades. Los problemas de información imperfecta se manifiestan también en otras características de los mercados financieros en el país, tales como la concentración de crédito, la escasa disponibilidad de financiamiento de largo plazo y el incipiente desarrollo

del mercado accionario, entre otros. Información asimétrica es, en pocas palabras, sinónimo de presencia de restricciones financieras en los mercados de recursos de financiamiento.

En un segundo nivel de análisis, un conjunto de resultados del trabajo muestra la importancia de tener en cuenta la heterogeneidad de las empresas en Colombia para entender su estructura de capital. Concluyendo sobre la importancia creciente de costos de estrés financiero a medida que aumenta el nivel de endeudamiento de la empresa. O también, y consistente con esto, que las firmas más endeudadas son más sensibles a cambios en sus recursos internos y, finalmente, que el efecto positivo del sector sobre el endeudamiento de las firmas es menor para este mismo grupo de firmas.

Eva Ropero Moriones (2006) en su estudio estructura de capital de las empresas en Madrid y contrato de financiamiento óptimo, analiza la importancia de las decisiones de inversión y como están ligada a las decisiones de financiamiento. Explicando de forma las restricciones financieras, que sobre todo afectan a las empresas pequeñas o que están empezando, pueden ser tan importantes que lleven a una empresa a no poder invertir en proyectos rentables y tener que liquidar.

La metodología utilizada es el análisis de instrumentos de evaluación y decisión como el coste de capital (sobreinversión), el Valor de la empresa. Por otro lado, el resultado de un sistema que lleve a no asignar recursos a proyectos que ofrecen un rendimiento mayor que el costo de capital (subinversión) es un coste de oportunidad y puede llevar a una pérdida de posición competitiva Arnold y Hatzopoulos ( 2000).

En el estudio de Investigación de Sandra Milena Sambrano (2011), el propósito trabajo fue la revisión de la literatura, examinar la evolución de algunas teorías sobre estructura de capital conocidas desde la década de los 50, con el fin de poder evidenciar los diversos

enfoques surgidos alrededor de éste concepto a partir del estudio de diferentes autores. Además se muestra que a pesar de los avances en el estudio de la estructura de capital por parte de los académicos e investigadores del tema, aún no ha sido posible llegar a un consenso con respecto a cuál es la teoría que mejor se acerca a las condiciones financieras tanto externas como internas que enfrenta una firma, tampoco se ha podido dar respuesta a la pregunta que en su escrito Myers (1984) se plantea acerca de ¿cómo eligen las empresas su estructura de capital? Se construye un cuerpo teórico a partir del análisis desde los mercados perfectos e imperfectos, se resaltan algunos estudios realizados en Colombia con los resultados obtenidos y finalmente se realiza una aplicación empírica para analizar la estructura de capital en la firma COSERVICIOS S.A E.S.P. a la luz de las teorías del Trade Off y el Pecking Order con el objeto de conocer si la empresa ha seguido alguna de sus lógicas de los años 2007 a 2009.

Otro estudio relacionado al presente tema es el elaborado por Rene Herbert Cornejo Díaz (2013), en el que determina cómo se financia las empresas peruanas que cotizan en bolsa de valores y cuáles son los factores que influyen en las decisiones de financiamiento de los gerentes

La metodología se centró en identificar si las empresas cambian de nivel de endeudamiento, a pesar de los costos de transacción en los que incurren, para mantener o lograr un nivel de endeudamiento dado. Analizo la estructura de capital de las empresas peruanas que cotizan en bolsa durante el período 1998 a 2013, concluyendo que los principales factores que determinan el nivel de endeudamiento de estas son la rentabilidad, la tangibilidad y los factores del entorno son el tipo de cambio, la inflación, la tasa de interés, el spread del riesgo soberano, y el cambio en índice de la bolsa.

Asimismo se estima una velocidad de ajuste del nivel de endeudamiento del 33%, lo cual implica que el ajuste completo al nivel de endeudamiento deseado es de alrededor de 3 años. En otro aspecto, las velocidades de ajuste para los datos agregados de los sectores de minería e hidrocarburos es de 39% y para el sector manufactura del 30%, no siendo en los tres casos significativamente distintas entre ellas.

En Nicaragua no tenemos ningún estudio relacionado, menos con instituciones bancarias.

## 1.2. Justificación

El crecimiento de las Empresas se encuentra esencialmente en la eficacia de tomar eficaz decisiones de proyectos de inversión. En este sentido es pertinente efectuar una evaluación y análisis de la estructura de capital a partir de la información financiera de igual forma el resultado de sus principales indicadores de valor.

En tanto que esta investigación se constituye una herramienta básica, para desarrollar un proceso evaluativo, que aunque está limitado a una sola empresa brindara elementos necesarios, que pueden poner en prácticas empresas similares, así como a la propia Administración de la empresa, en la determinación de las fuentes de financiamiento el costo del componente de capital, así como la determinación de la rentabilidad del uso de esas fuentes de capital.

Por lo anteriormente mencionado la presente investigación se justifica específicamente por las siguientes razones:

- La entidad Bancaria que será estudiada en el presente caso juega un papel importante al desarrollo económico del país, en la otorgación de crédito a los diferentes sectores económicos.
- La evaluación realizada a la estructura de capital para los periodos 2013 al 2015 contribuirá de forma directa a los socios del Banco el analizar si la forma de financiamiento adaptada durante este periodo ha sido la óptima, a través de los resultados de los indicadores y razones financieras en el objetivo de maximizar sus utilidades. Así mismo es importante destacar que el presente estudio será un valor

agregado, para la toma de decisiones de proyecto de inversión e identificar la mejor forma de financiamiento, para ejecutarlo.

### **1.3. Planteamiento del Problema**

Durante la última década, la industria de los servicios financieros se ha caracterizado por presentar un proceso de transformaciones estructurales, tanto en países industriales y economías emergentes como en países de bajo ingreso, el cual ha conllevado a un proceso de consolidación.

Si bien los procesos de transformación en los países industrializados han tenido mayoritariamente su fuente en el continuo adelanto en la tecnología de la información, en los procesos de desregulación y globalización, y en conductas de maximización de beneficios, en economías en vías de desarrollo, los detonantes han sido claramente otros, se puede decir que el proceso de consolidación que han mostrado los sistemas bancarios de las economías emergentes y de bajo ingreso es parte de la resiliencia que estos han exhibido después de atravesar agudos periodos de quiebras bancarias y de riesgo sistémico como es el caso de las instituciones Bancaria Nicaragüense.

A inicio del año 1999 el sistema financiero nicaragüense estaba compuesto por 14 bancos. Para septiembre de 2004, ya sólo 6 entidades componían la banca nicaragüense. La banca estatal fue desapareciendo poco a poco, lo cual le permitió a la banca privada apropiarse totalmente del mercado de depósitos y créditos. El período que empezó a finales de 2000 y terminó a mediados del año 2001 estuvo marcado por una sucesión de quiebras bancarias, a través de la cual las entidades quebradas fueron intervenidas y/o absorbidas por algunos de los otros bancos del sistema. Este hecho dio lugar a un fenómeno muy común en los países latinoamericanos: el proceso de consolidación, a través del cual los bancos

restantes fortalecieron sus posiciones de mercado y el sistema financiero se volvió más estable y seguro, por un lado debido a la mejora de la supervisión y de las normas prudenciales, y por otro debido a que los bancos restantes eran los más sólidos, lo cual redujo el riesgo sistémico.

Dada la importancia del sistema financiero, en relación a su rol fundamental en el funcionamiento de la economía a través de la intermediación de los fondos de ahorro e inversión, los cuales a su vez determinan el crecimiento de largo plazo de una economía. Los bancos ejercen una influencia importante tanto en la asignación del capital como en el reparto de riesgo y en el crecimiento económico, por lo que deben de tomar las mejores decisiones es obtener el capital de trabajo necesario para facilitar el otorgamiento de capital para el desarrollo de los diferentes sectores económicos del país y mantener su nivel de rentabilidad exigida tanto por las regulaciones como los socios de la entidad. Es decir buscar la mejor forma de financiarse para capitalizarse e reinvertir en los sectores económicos del país, evaluando constantemente las fuentes de financiamiento, para tomar la mejores decisiones de inversión.

La situación antes descrita conlleva al desarrollo del presente trabajo, para que a través de esta investigación se dé a conocer la importancia de la evaluación de la estructura de capital en busca de identificar la fuentes de financiamiento que le permita al banco BDF obtener el capital de trabajo para mantener un nivel operativo óptimo de rendimiento empresarial, como una herramienta para la toma de decisiones de inversión Por tanto, el tema de estudio es el siguiente:

**Evaluación de la estructura de capital de la empresa: banco de finanza (BDF) por los años de 2013 a 2015, para la toma de decisión de proyectos de inversión**

#### **1.4. Formulación del Problema**

El problema de investigación se plantea mediante la siguiente pregunta central:

**¿Cuál ha sido la estructura Óptima de capital del Banco de Finanza, durante los años 2013 a 2015 y de qué manera su evaluación contribuye a la toma de decisiones sobre proyectos de inversión?**

En torno al problema formulado, surge una serie de interrogantes originados por lo considerado hasta ahora como fundamento de la evaluación a la información Financiera de la empresa, desde el punto de vista de toma de decisiones de inversiones:

- ¿Cuál son las teorías básicas sobre estructura de capital a partir de las características de mercados de capital perfecto e imperfecto?
- ¿Cuáles son las estructuras de capital del Banco BDF en el periodo 2013 a 2015 según la información Financiera auditada?
- ¿Qué indica los principales indicadores de valor del Banco respecto a la estructura optima de capital?
- ¿Cuál es el comportamiento del Banco en relación a la estructura de capital en comparación con el BAC y BANPRO empresa emisora en Bolsa de Valores?
- ¿De qué manera facilitara la toma de decisiones en proyecto de inversión al banco como producto de la valoración de flujo de caja descontado utilizando técnicas del VPN y TIR y CPPC?

## **II. Objetivos**

### **2.1. Objetivo General**

**Evaluar la estructura de capital de la empresa: banco de finanzas (BDF) en el periodo 2013 a 2015, para la toma de decisión de proyectos de inversión.**

### **2.2. Objetivos Específicos**

- Establecer un marco conceptual y teórico, para el tema de estructura de capital, considerando las características de mercados perfectos e imperfectos.
- Describir la estructura de capital del Banco de Finanzas para los periodos 2013 a 2015 a partir de su información financiera auditada.
- Indicar cuál ha sido la estructura optima de capital del Banco a través del comportamiento de los resultados de los indicadores de valor.
- Analizar mediante un estudio comparativo con razones financieras para flujo de caja descontado el comportamiento de estructura de capital en relación al BANPRO y BAC como únicos bancos emisores en bolsa de Valores.
- Facilitar la tomas de decisiones al Banco de Finanza en proyecto de inversiones mediante la valoración del Flujo de caja descontado con la Técnicas del VPN, CPPC y TIR.

### **III. Marco Teórico**

#### **3.1. Perfil de la empresa**

##### **3.1.1 Historia.**

La empresa en estudio ha decidido brindar su información, ya que es una empresa que cotiza en bolsa de valores y como parte del sistema bancario nicaragüense su información debe estar abierta tanto a sus clientes como a sus financiadores e inversionista.

El Banco de Finanzas fue fundado el 2 de junio de 1992 con la perspectiva de establecerse sólidamente en el mercado nicaragüense con visión de largo plazo. Desde sus inicios, el BDF se definió como una banca orientada al consumo y a los pequeños negocios y se ha caracterizado por brindar oportunidades y acceso al sistema financiero a más de 200 mil nicaragüenses. A finales del año 2006, el Grupo ASSA de Panamá adquirió una participación mayoritaria del BDF, fortaleciendo así su presencia en Nicaragua y expandiendo sus horizontes de crecimiento hacia Centro América. Grupo ASSA, S.A. fue fundado en 1972 y las empresas que lo conforman manejan destacadas operaciones en el campo de los seguros y las finanzas en Panamá. El grupo ha iniciado una clara estrategia de expansión en Centroamérica. En Nicaragua, luego de la adquisición accionaria del BDF en el 2006, el Grupo adquirió control también de Metropolitana Compañía de Seguros.

##### **3.1.2 Visión.**

“Ser el banco preferido de los nicaragüenses por ofrecer el mejor servicio, contribuyendo al desarrollo de sus clientes y de la comunidad”.

##### **3.1.3 Valores**

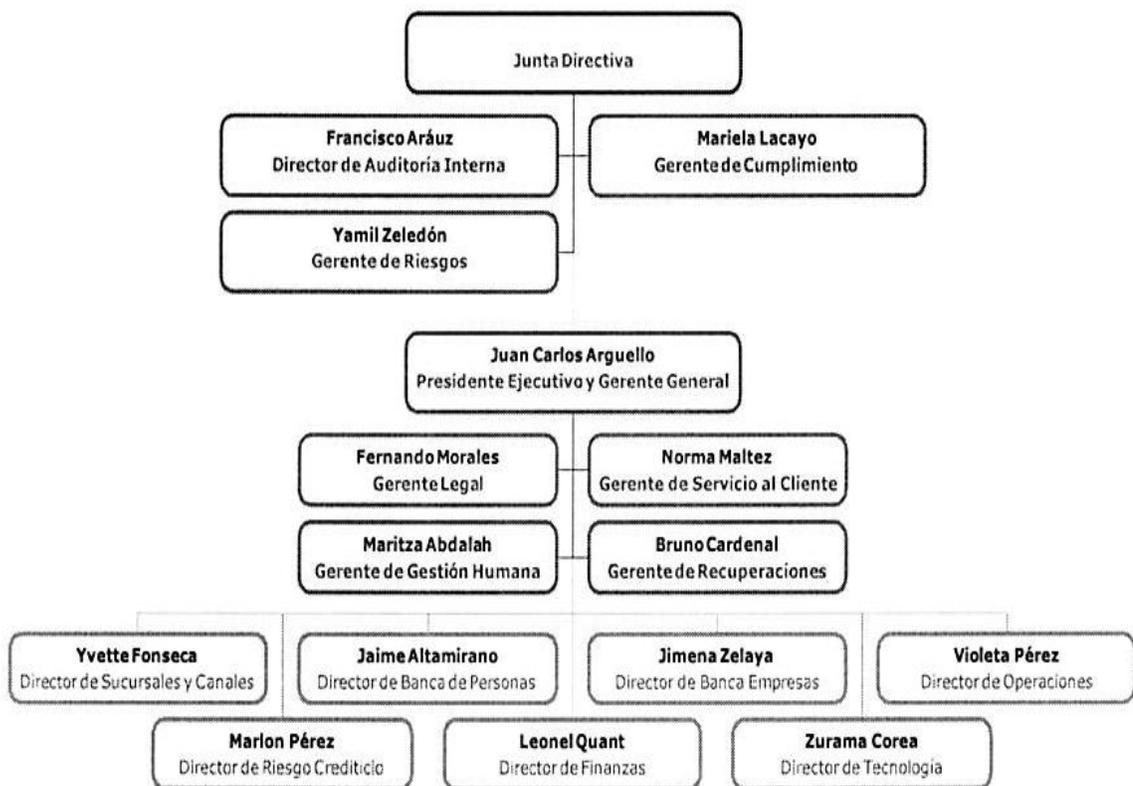
Compromiso, Calidad, eficiencia, cercanía y flexibilidad.

### 3.1.4 Organización.

La estructura organizacional del banco está conformada en el más alto nivel por la Junta Directiva, seguida por la presidencia ejecutiva o gerencia general, a nivel de staff la auditoría interna y la gerencia de cumplimiento y de riesgo.

El Banco se divide en 4 Gerencia y direcciones ejecutivas, que se describen a continuación en la estructura orgánica de la empresa.

**Figura Numero 1**  
**Organigrama Banco de Finanzas**



**(Banco de Finanzas, S,A)**

### **3.1.5 Fundamento legal.**

Banco de Finanzas, sociedad Anónima (BDF), constituida, organizada y debidamente autorizada para funcionar como banco comercial de conformidad con las leyes de la Republica de Nicaragua.

Fundado el 2 junio de 1992 e inscrito según: Testimonio de la escritura pública número nueve de constitución social, autorizada en esta ciudad de Managua, a las seis de la tarde del día once de febrero de mil noveCientos noventa y dos ante los oficios del abogado notario público Sergio Erasmo Lacayo Martínez, testimonio que se encuentra debidamente inscrito bajo número dieciocho mil doscientos sesenta y nueve guion B cinco (18,269-B5), paginas ciento cincuenta y cuatro a la doscientos noventa y cinco (154/295), tomo seiscientos ochenta y cinco guion B Cinco (685-B5)

En caso de las declaraciones fiscales, el impuesto corriente es el impuesto esperado por pagar sobre la renta gravable del año determinado con base en la ley 822/2012, de 17 de diciembre, de Concertación Tributaria que entro en vigencia el 01 de enero de 2013, usando las tasas de impuestos vigentes a la fecha de los estados financieros separados y la Ley 891/2014, del 18 de diciembre, de reformas adiciones.

El BDF, por ser una empresa supervisada por la Superintendencia de Banco, está sujeta también a las regulaciones según lo establecido en la Ley General 561/2005, de 30 de noviembre de Bancos Instituciones Financieras no Bancarias y Grupos Financieros y las normas emitidas por esta institución supervisora.

## **3.2. Caracterización de las empresas bancarias**

### **3.2.1 Conceptos Básicos.**

Según la Ley General de Bancos, Instituciones Financiera No Bancaria y Grupos Financiero (2005). “Los bancos son instituciones financieras autorizadas como tales, dedicadas habitualmente a realizar operaciones de intermediación con recursos obtenidos del público en forma de depósitos o a cualquier otro título, y a prestar otros servicios financieros”(pág. 2). Así mismo en su artículo número dos indica que al organizarse, debe constituirse y funcionar como sociedad anónima.

En la ley claramente se establece que su principal función la cual es la intermediación financiera y que estas empresas deben funcionar de acuerdo a la ley mencionada, así como lo establecido en el código de comercio y otras leyes aplicables para este tipo de sociedades. Por lo que la Intermediación financiera es la actividad que consiste en tomar fondos en préstamo de unos agentes económicos para prestarlos a otros agentes económicos que desean invertirlos.

Quien interviene en esta actividad compra los activos financieros que emiten algunos agentes económicos y los transforma en activos financieros distintos, para venderlos a otros agentes económicos. No se trata sólo de una compraventa de activos financieros, sino que también existe una transformación de los mismos. No obstante, la Función principal de esta actividad es canalizar fondos desde los ahorrantes a los inversionistas.

Dentro de los conceptos básicos, también se puede mencionar tres principales funciones primordiales, descrita por la asociación de Bancos de México (2014) La banca tiene tres funciones primordiales: Administrar el ahorro, transformar el ahorro en créditos para apoyar los proyectos productivos y administrar el sistema de pagos que permite la liquidación de las operaciones comerciales.

**En la función de Administrar el Ahorro.** En una economía siempre hay personas o empresas que por alguna razón tienen ingresos mayores a sus gastos generando así un excedente que ahorran para un consumo o inversión posterior. La administración de una parte importante de los ahorros de todas esas personas y empresas es responsabilidad de la banca; de ahí la relevancia de que los bancos asignen especial cuidado a quién le prestan, pues en última instancia no son sus recursos, si no los de la sociedad.

Es por ello que existen leyes y regulaciones que indican qué se puede hacer con ese dinero y autoridades que supervisan que se cumplan dichas disposiciones. Adicionalmente, para proteger los recursos de los ahorradores, como en la mayoría de las naciones desarrolladas, existe un seguro de depósito que busca proteger a los pequeños ahorradores estableciendo un límite a la cobertura que ofrece, ya que se considera que quienes tienen mayores recursos tienen conocimientos para identificar el riesgo en qué incurren al confiar sus recursos a determinadas instituciones.

En el pasado no muy lejano, la banca fue el principal administrador de los ahorros de la sociedad; sin embargo, múltiples factores como la búsqueda de mayores rendimientos, la diversidad de necesidades y una mayor competencia favorecieron el surgimiento de

nuevos instrumentos que gradualmente fueron desplazando a la banca como principal administrador del ahorro.

**En la función de Crédito.** La Banca convierte la gran masa de pequeños ahorros, típicamente de corto plazo y adversos al riesgo, en crédito a distintos plazos y en instrumentos de inversión para otros agentes que toleran mayores niveles de riesgo.

Esta intermediación está sujeta a leyes, regulaciones y políticas que son supervisadas, tanto por las autoridades como por la alta dirección de las instituciones, para no poner en riesgo la estabilidad de las instituciones y en última instancia los recursos de la sociedad.

Existe una oferta de crédito que se canaliza de la siguiente manera: Sector Público: Gobierno Federal, Entidades Paraestatales, Gobiernos Estatales y Municipales y sus Entidades. Sector Privado: Personas, Empresas Grandes, Medianas y Pequeñas.

**En la Función de Administración del Sistema de Pagos.** Adicional a las funciones de administrar el ahorro y asignar el crédito eficientemente, existe una tercera igualmente importante que consiste en facilitar la liquidación de las obligaciones que se producen entre los agentes económicos, es decir, los bancos desempeñan un papel estratégico al permitir el flujo de los recursos financieros en todo el país al distribuir los billetes y monedas, al pagar los cheques que se emiten, al ofrecer el servicio de pago con tarjetas de débito y crédito, al procesar transferencias electrónicas de fondos, al ampliar la distribución de efectivo a través de los cajeros automáticos, entre otros.

Es importante destacar que, en la medida que las empresas, familias y el gobierno hacen uso de medios de pago más rápidos, de menor costo y seguros, se contribuye a la eficiencia de la economía.

Es por ello que durante los últimos años han trabajado para hacer más eficientes y seguros los medios de pago y reorientar su desarrollo hacia el uso de los medios electrónicos, en sustitución de los instrumentos físicos, cuyo procesamiento es más costoso y lento. En otras palabras, se busca incentivar el uso de las tarjetas de débito, la domiciliación de pagos y las transferencias electrónicas en sustitución del cheque y de las operaciones en sucursal, tal y como sucede en las economías más desarrolladas.

Gracias a los avances de las telecomunicaciones, a las cuantiosas inversiones realizadas en tecnología y a notables acuerdos entre las instituciones, se han creado las condiciones para dar ese salto y el proceso se ha iniciado de forma exitosa, transformando radicalmente la estructura del sistema de pagos.

### **3.2.2 Sistema de información.**

Las instituciones Bancarias reguladas y supervisada por la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras, en el proceso de elaboración de sus estados financieros, deben hacerlo en base al Manual Único de Cuenta (MUC), con el objetivo de presentar en forma homogénea y que se reflejen adecuadamente la situación financiera, patrimonial y de resultado de la gestión del Banco.

El MUC ha sido elaborado tomando en consideración los criterios prudenciales que deben prevalecer en la industria y los establecidos en las Normas Internacionales de

Información Financiera (NIIF's). Por esta razón en el MUC se han incluido cuentas que en algunos casos son muy particulares para algún tipo de institución y otras que contemplan el registro de operaciones que actualmente no están contempladas por las leyes y disposiciones vigentes, pero que, debido a su importancia y previa autorización de la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras, se pueden emitir disposiciones futuras; por lo tanto, las Instituciones Financieras en todo momento deben realizar única y exclusivamente las operaciones previstas en las Leyes y Disposiciones legales vigentes. (SIBOIF, 2005)

De lo anterior se tiene claro que, el registro contable de las operaciones y la preparación de los estados financieros se debe realizar con base en las disposiciones establecidas en el Manual Único de Cuentas y con las Normas emitidas por la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras. En caso de existir situaciones no previstas por dichas disposiciones, se aplicarán por prioridad las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF's) y, en su defecto, los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en los Estados Unidos de América (USGAAP). Si en cualquiera de los casos las NIIF's o en su defecto los USGAAP aceptasen varias alternativas como válidas, se debe optar siempre por la posición más conservadora.

Como base el Manual Único de Cuenta, para el proceso de presentación de la información Financiera, las operaciones de los Bancos se clasifican en:

Operaciones Activas. Cuando el banco otorga el crédito, se dice que son operaciones activas (para el banco) ejemplos tenemos: los préstamos, los descuentos, etc., el banco puede entregar dinero bajo diversas condiciones, el cual puede estar respaldado por garantía o no tener ninguna.

Operaciones Pasivas. Cuando la institución recibe dinero del cliente se dice que son operaciones pasivas para el banco. En este caso el cliente entrega dinero y puede percibir intereses por esta prestación, ejemplo tenemos las cuentas corrientes, las de ahorros, a plazo fijo, Cédulas Hipotecarias, etc.

Operaciones Neutras o Accesorias. Son aquellas operaciones donde el banco no recibe ni otorga créditos, por ejemplo las operaciones de mediación, donde el banco solamente sirve intermediario, en el caso de giros enviados al cobro, como agente recaudador del Estado, como custodia de valores, etc.

**Tabla 1**

**Tabla número 1. Operaciones Bancarias.**

Depósitos	Recursos Préstamos y Otras operaciones.	Operaciones de Confianza
Art. 43	Art. 53	Art. 54
A la Vista	Otorgar Crédito en General.	Recibir en custodia fondos, valores y Documento
Ahorro	Aceptar letras de cambios	Actuar como depositario judicial y extrajudicial
A Plazo	Operaciones de Factoraje	
	Operaciones de Arrendamiento financiero y operativo	Comprar y vender por orden y cuenta de sus clientes toda clase de valores
	Operaciones de comercio internacional	

**Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la Ley 561 Ley General de Banco.**

Los estados financieros mensuales y anuales se preparan sobre la base de acumulación o devengo contable. Para cumplir con este propósito, por lo menos, a fin de

cada mes deben realizarse los ajustes contables que afectan a los resultados de la Institución, a menos que específicamente en alguna cuenta en particular se indique lo contrario. Por tanto los bancos deben preparar los siguientes juegos completos de estados financieros:

- (a) un estado de situación financiera al final del periodo;
- (b) un estado del resultado del periodo y otro resultado integral del periodo;
- (c) un estado de cambios en el patrimonio del periodo;
- (d) un estado de flujos de efectivo del periodo;
- (e) notas, que incluyan un resumen de las políticas contables más significativas y otra información explicativa; y
- (f) un estado de situación financiera al principio del primer periodo comparativo, cuando una entidad aplique una política contable retroactivamente o realice una reexpresión retroactiva de partidas en sus estados financieros, o cuando reclasifique partidas en sus estados financieros.

### **3.3. Introducción al concepto de Estructura de Capital**

#### **3.3.1 Concepto.**

(Van Horne y Wachowicz, 2010) indica que la estructura de capital es: “La mezcla (o proporción) del financiamiento a largo plazo permanente de una compañía representada por la deuda, las acciones preferenciales y las acciones ordinarias” (pág. 452). Las empresas, independientemente de la actividad a la que se dediquen y del país donde operen, no son autosuficientes por si solas, hablando en términos financieros. Por tanto, las

decisiones financieras y la estructura de capital de las empresas es uno de los problemas básicos tanto de las finanzas modernas como del enfoque tradicional de las empresas.

La estructura de capital hace referencia a la forma o composición de la financiación a largo plazo de los activos de la empresa distinguiendo esencialmente entre recursos ajenos y recursos propios. La literatura distingue entre estructura de capital, la cual hace referencia a la combinación las fuentes financieras a largo plazo, y estructura financiera, siendo esta la combinación de todas las fuentes de la empresa, sea cual sea su plazo o vencimiento.

Pero para el presente trabajo se va a utilizar distintamente ambos términos, refiriéndose de forma general al conjunto de recursos financieros a largo plazo obtenidos por la empresa.

Las decisiones sobre la estructura de capital tiene una gran importancia en la gestión empresarial, de ellas dependen en gran medida la viabilidad y rentabilidad de los negocios y constituye una de las decisiones financieras que más debate ha generado en el seno de las finanzas corporativas. Dos de las interrogantes clave en finanzas es, comprobar la existencia o no de una estructura de capital óptima que maximice el valor de la empresa para sus propietarios, y analizar la naturaleza de los factores explicativos de la estructura de capital.

La estructura de capital es una de las áreas más complejas de la toma de decisiones financiera debido a su interrelación con otras variables de decisión financiera. Las malas decisiones sobre la estructura de capital generara un costo de capital alto, reduciendo, por consiguiente, los VPN de los proyectos y haciendo que un mayor número de ellos sea inaceptable. Las decisiones eficaces sobre la estructura de

capital reducen el costo de capital, generando VPN mas altos y proyectos más aceptables, aumentando así el valor de la empresa. (Gitman, 2007)

### 3.3.2 Tipos de capital.

Se ha descrito anteriormente que en este trabajo investigativo, al hablar de capital se estará refiriendo específicamente a estructura de capital no estructura financiera de la empresa o del Banco, por los que todos los rubros que se encuentran a lado derecho del balance general sin incluir el pasivo corriente, son fuentes de capital (Gitman, 2007).

Al referirse a los rubros del Balance general se indica claramente los componentes de la estrucutra de capital, el capital de deuda y el capital propio, como se muestra en la siguiente figura.

**Figura número 2**

#### **Estructura de capital**

<b>BALANCE GENERAL</b>	
<b>ACTIVOS</b>	Pasivo Corriente
	Deuda a Largo Plazo
	Patrimonio de los accionista <ul style="list-style-type: none"> <li>• Acciones comunes.</li> <li>• Acciones preferentes.</li> <li>• Utilidad Retenidas</li> </ul>

} Deuda

} Capital Propio

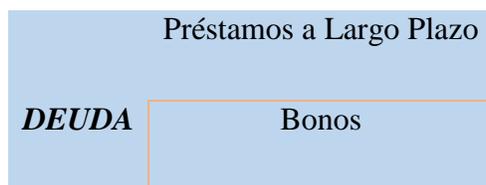
**Fuente: Elaboración Propio, según libro de Principios De Administración de Lawrence Gitman.**

Es difícil decir en general cuanta deuda contraen o deben contraer la empresa, ya que esto estará en dependencia de las políticas de financiamiento interna del Banco en este caso, sin embargo no se analizara en este trabajo estos límites de financiamiento, sino la porción de financiamiento relacionado directamente a los resultados que se obtendrá al cálculo de los indicadores de valor referente directamente a la relación Rendimiento y costo de capital.

La mayor parte del financiamiento que obtiene la Empresas proviene de las utilidades retenidas, ya que muchas empresas deciden no repartir la totalidad de las utilidades como dividendos, sino que utilizan un mayor porcentaje de esta para financiar sus proyectos tanto de expansión como de crecimiento, esto es un financiamiento a largo plazo. La financiación por Fondos Externos a Largo Plazo va a estar determinada por:

### Figura número 3 Tipo de Deuda

Ilustración 3



Fuente: Elaboración propia

De acuerdo a la figura anterior, se puede observar que el financiamiento con deuda a largo plazo se puede obtener de dos forma, la primera consiste en obtener prestado directamente, y se pueden conseguir con diversas instituciones financiera, la segunda opción es mediante la venta de pasivos negociables en forma de bonos, lo cual le permite vender pequeña parte de financiamiento del total adeudo a varias personas.

El pasivo a largo plazo proporciona apalancamiento financiero y representa un elemento deseable en la estructura de capital, y que tiende a reducir el costo de capital promedio ponderado. (Higuerey, 2007)

Las deudas a largo plazo son endeudamientos que se tienen hasta 20 años, este tiempo se determina para pagar una deuda que se tiene. Las deudas a largo plazo son obtenidas para tener una mayor estabilidad financiera en un futuro determinado, la idea es que si se obtiene un préstamo se pueda pagar rápidamente para que se convierta en una deuda a corto plazo, la necesidad de las empresas de acceder a tomar préstamos es con la visión de crecimiento en un futuro. Las deudas a largo plazo permiten una mayor financiación que las deudas a corto plazo, ya que el riesgo de incertidumbre hacia un futuro es mayor, porque este tipo de deuda puede superar el tiempo determinado para terminarse; se debe tener en cuenta la capacidad de endeudamiento de la entidad para pagar la obligación. La financiación de la deuda es un medio de recaudar fondos para generar capital de trabajo, que se utiliza para pagar proyectos o iniciativas que el emisor de la deuda tiene que emprender.

Tabla 2

**Tabla número 2. Factores principales de la deuda a largo plazo.**

Factores principales en una deuda a largo plazo	
Vencimiento del Préstamo	Como no se puede predecir el comportamiento futuro de la tasas, se exige una mayor rentabilidad
Tamaño del Préstamo	Los costos de administración del préstamo pueden disminuir al aumentar el tamaño del préstamo, pero también hace que aumente el riesgo.
Riesgo financiero del prestatario	Cuanto mayor sea el capital, mas financieramente riesgosa será la empresa, debido a esto los prestamistas exigen una mayor tasa que compense el riesgo que se está asumiendo.
Costo del dinero	En vista que el costo del dinero es la base para el cálculo del interés este incidirá sobre el costo de la deuda a largo plazo, casi siempre se incluye en la tasa de interés sobre la emisión de la deuda a largo plazo que se encuentre libre de riesgo.

**Fuente:** Elaboración propia, a partir de la información sitio web [jeniferbaron2327.blogspot.com](http://jeniferbaron2327.blogspot.com)

Cuando un prestamista hace un préstamo a largo plazo pone a disposición del prestamista fondos durante un tiempo especificado. Durante ese tiempo son muchas las cosas que pueden que pueden pasar en la situación financiera del prestatario. Con el fin de protegerse el prestamista exige al prestatario a que mantenga su situación financiera y en particular, su posición de circulante a un nivel por lo menos favorable como en el momento en que se hizo el compromiso, este análisis se hará en los resultados de la razones financieras del flujo de caja descontado del Banco. Es importante mencionar las ventajas y desventajas.

Tabla 3

Tabla número 3. Ventajas y Desventajas de la Deuda a Largo Plazo.

Ventajas	Desventajas
Los contratos pueden ser modificados o re negociados.	Tasas de interés más altas.
Permite programar mejor el flujo de efectivo.	Altos estándares de crédito requeridos por el prestamista.
Mayor flexibilidad en la elaboración de contratos para adoptarlos a las necesidades del prestatario.	Altos estándares de crédito requeridos por el prestamista.
Mayor flexibilidad en la elaboración de contratos para adoptarlos a las necesidades del prestatario.	Los costos de investigación pueden ser altos.
El prestatario evita los gastos de agentes de colocación y distribución.	El prestamista permanece con la compañía durante un periodo más controlado grandes restricciones a empresas pequeñas y medianas, así como de capital extranjero.

Fuente: Elaboración propia, a partir de la información sitio web [jeniferbaron2327.blogspot.com](http://jeniferbaron2327.blogspot.com)

Las obligaciones, también conocidas como bonos. (Dacio, 2008) dice que son instrumentos de deuda a largo plazo emitidos por las empresas que participan en el mercado de valores con el objetivo de obtener financiamiento a largo plazo. Al igual que otros tipos de financiamiento a largo plazo, habitualmente los recursos que se obtienen por la colocación de obligaciones son usados por la empresa para invertirlos en proyectos originados en el proceso de presupuestos de capital.

Las obligaciones tienen varias características que deben considerarse tanto para su valuación como para estimar sus ventajas y desventajas como fuente de financiamiento para la empresa.

Las Instituciones Financieras han sido autorizadas para poder emitir Bonos con el objeto de incrementar sus recursos externos, invitando a terceros a hacerles un préstamo colectivo a mediano plazo, a cambio de una rentabilidad en principio fija y susceptible de mejorarse (SIBOIF, 2005).

La emisión de Bonos efectuada por los Bancos representan títulos valores que incorporan una parte alícuota de un crédito colectivo, redimible a mediano plazo, y a cambio de una remuneración generalmente mayor a la de cualquier otro depósito bancario.

Constituye una modalidad típica de los llamados títulos valores seriales, que se emiten y expiden en forma masiva, representando el total de la suma máxima de endeudamiento previsto y utilizando las series de manera que cada una corresponda a valores homogéneos de emisión.

La modalidad del título serial es explicable en esta materia porque lo interesante de la emisión, en cuanto a la relación contractual, radica en que la oferta se emite a favor de un número desconocido e indeterminado de posibles tomadores de los títulos, de manera que la entidad emisora desconoce la suerte de su propuesta de endeudamiento.

En cuanto a la forma de emisión esto pueden ser: Por su ley de circulación pueden ser nominativas, a la orden o al portador. Por las series y valores, son títulos que se emiten en gran número para ser ofrecidos a tomadores indeterminados. Por las series se posibilita al Banco emisor establecer condiciones distintas para cada una de ellas, en especial respecto al valor de los títulos. Los derechos de los tenedores de títulos, en cada serie, serán idénticos. Por su contenido, son títulos valores que derivan su existencia formal de la incorporación de un derecho y de la suscripción hecha por el creador. Además contienen una información bastante completa con relación a otros títulos valores, por tratarse de títulos causales (Velarde, 2014).

Con independencia de la operación económica que da lugar a la emisión de las obligaciones, éstas han de reunir siempre unos determinados requisitos:

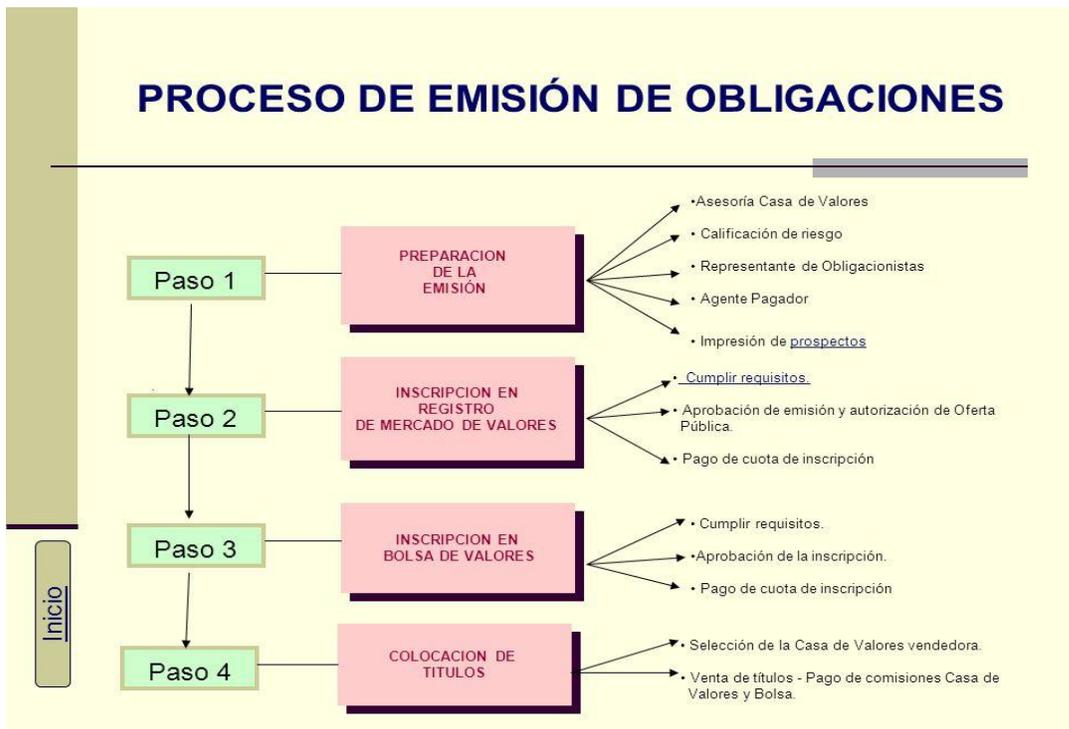
1. Acuerdo de emisión, adoptado por la Junta General de accionistas, o por delegación, por el órgano de administración. Debe constar tal delegación en escritura pública otorgada por los administradores e inscrita en el Registro Mercantil expresando al menos: importe de la emisión, plazo máximo de amortización, serie, valor nominal de los títulos y número, garantías de la emisión.
2. Límites de la emisión, el importe total de las emisiones de obligaciones u otros valores no puede ser superior al capital social desembolsado, más las reservas que

figuren en el último balance aprobado. Si la emisión está garantizada con hipoteca, prenda, garantía pública o aval solidario no se aplicará dicha limitación.

3. Condiciones de la emisión, se somete a las cláusulas contenidas en los estatutos sociales, y a los acuerdos adoptados por la Junta General.
4. Garantías de la emisión, puede hacerse la emisión con o sin ellas. Se utilizan garantías especiales de naturaleza real, tales como hipoteca, prenda...otras de carácter personal como el aval.
5. Régimen de prelación: las primeras emisiones gozarán de prelación frente a las posteriores por lo que se refiere al patrimonio libre de la sociedad emisora.

**Figura Numero 4, Proceso de emisión de obligaciones**

**Ilustración 4**



**Fuente: (Baron, 2013)**

El financiamiento con obligaciones tiene ciertas ventajas para la empresa emisora. Las obligaciones tienen el mérito de tener un menor costo específico que el financiamiento con capital; además de que los intereses son deducibles de impuestos, lo que no sucede con los pagos por dividendos comunes y preferentes. El financiamiento mediante obligaciones también le permite a la empresa obtener deuda a largo plazo en vez de estar obteniendo financiamiento a corto plazo de forma reiterada, pero manteniendo cierta flexibilidad si las obligaciones tienen cláusulas de reembolso o de conversión.

Además, las obligaciones le permiten mantener el control de la empresa a los propietarios, al no tener derechos de votación. Otra ventaja de las obligaciones es que, bajo ciertas circunstancias, el apalancamiento que proporcionan les permite a los accionistas incrementar sus rendimientos y utilidades por acción, además de que pueden ser una alternativa apropiada de financiamiento ante situaciones inflacionarias inesperadas, ya que al erosionarse el poder adquisitivo la empresa pagaría el préstamo con dinero más barato.

No obstante, las obligaciones también tienen indiscutibles desventajas. En primer lugar, incrementan el riesgo financiero de la empresa al aumentar la probabilidad de caer insolvencia para su pago e incrementar la volatilidad de los rendimientos y de las utilidades por acción. Las obligaciones reducen la flexibilidad del emisor para obtener financiamiento y las cláusulas del contrato de obligaciones pueden ser muy restrictivas y pesadas para la empresa y sus gerentes. También puede darse el caso de que las condiciones en el mercado de obligaciones pueden hacer que esta alternativa de financiamiento sea poco conveniente, por ejemplo, cuando las tasas de interés son demasiado altas.

En el caso del financiamiento por capital propio está constituida por todos los recursos propios de la empresa, que permanecen de manera estable en ella y que no tienen la

obligación de devolver. Entre ellos encontramos las reservas (financiación interna) y el capital social y sus ampliaciones, que forman parte de las aportaciones realizadas por los socios (adrformacion, 2015).

**Figura número 5. Tipo de Capital Propio.**

**Ilustración 5**

<b>CAPITAL PROPIO</b>	
<b>ACCIONES</b>	<b>BENEFICIOS RETENIDOS</b>

**Fuente: Elaboración propia en base a sitio web Monografias.com**

Por recursos propios se identifica al capital y a las reservas como se observa en la figura número 5 y como tales aparecen en el pasivo del balance. El capital está formado por las aportaciones de los socios al constituirse la sociedad y las sucesivas ampliaciones que del mismo se haga.

Las reservas se forman generalmente como consecuencia de la retención de beneficios, los cuales se obtienen del resultado que han proporcionado las operaciones realizadas por la empresa en el desarrollo de su actividad.

Los recursos propios son las fuentes de financiación más estables o permanentes que tiene la empresa, ya que no tienen vencimiento. Además son los que soportan un mayor riesgo, puesto que en caso de quiebra los socios son los últimos en percibir el valor que resulta de la liquidación de la empresa.

Retomando el concepto de reservas, éstas son generadas por las retenciones de beneficios. Al efectuar un análisis de los resultados hay que desglosar convenientemente esta partida, ya que toda ella no puede ser destinada a reservas.

En éste desglose de los resultados, una parte de ellos tendría que ser destinada al pago de impuestos a Hacienda, otra parte se destinará a retribuir a los propietarios de la empresa en forma de dividendos, y el resto pasa a reservas, que se repartirá entre reservas propiamente dichas (legal, estatutarias, voluntaria, etc.) y amortizaciones técnicas.

### **Figura número 6, La financiación interna o autofinanciación**

**Ilustración 6**



**Fuente: (Gutierrez, 2004)**

**Las acciones se subdividen en Acciones Preferentes.** Que son un instrumento financiero híbrido, ya que tienen rasgos que las asemejan tanto a las obligaciones que ya se expusieron como a las acciones comunes.

Entre sus Características de las Acciones Preferentes son instrumentos financieros en realidad poco utilizados por las empresas y cuando se usan tienen el fin de reducir la razón deuda a capital sin perder la posibilidad del apalancamiento.

Las acciones preferentes habitualmente tienen un valor a la par y se emiten con un precio cercano a dicho valor; sin embargo, una vez que están en circulación su precio de mercado cambia de forma inversa con los rendimientos del mercado.

Las acciones preferentes pagan un dividendo fijo, pero que no es obligatorio para la empresa emisora. Si en algún momento la empresa no tiene el efectivo para pagar los dividendos puede omitir dicho pago. No obstante, la mayoría de las emisiones de acciones preferentes tienen una cláusula de dividendo acumulativo en efectivo bajo la cual todos los dividendos atrasados deben pagarse antes de que los accionistas comunes reciban sus dividendos en efectivo. Además, es frecuente que cuando la empresa tiene dividendos preferentes atrasados las acciones preferentes adquieran derecho de votación, que normalmente no tienen (Westerfield, Ross, 2010).

Las acciones preferentes no establecen una fecha de vencimiento. Muchas emisiones recientes de este tipo de acciones, sin embargo, establecen fondos de amortización para los pagos periódicos de dichas emisiones. Así mismo, prácticamente todas las emisiones de acciones preferentes establecen cláusulas de reembolso que le dan la opción al emisor de retirarlas cuando así lo considere conveniente. De esta manera las acciones preferentes tienen un vencimiento para fines prácticos en cualquiera de estas circunstancias.

Los derechos de las acciones preferentes son subordinados a los de las obligaciones, pero prioritarios a los de las acciones comunes. Esto es, los pagos de dividendos y los

derechos sobre los activos de la empresa en caso de incumplimiento o quiebra de los accionistas preferentes son secundarios a los de los acreedores. Sin embargo, los accionistas preferentes llevan prioridad tanto en el pago de dividendos como sobre el valor de liquidación de los activos de la empresa en caso de incumplimiento o quiebra anteceden a los de los accionistas comunes (Dacio, 2008).

El financiamiento mediante acciones preferentes tiene beneficios, pero también algunos inconvenientes.

**Tabla 4**

**Tabla número 4 Ventajas e inconvenientes del financiamiento con Acciones Preferentes**

<b>Ventajas</b>	<b>Inconvenientes</b>
<p>Dividendos Fijos, este tipo de financiamiento proporciona apalancamiento. sin embargo, al no ser obligatorio el pago de dividendos, no aumenta el riesgo de incumplimiento de la empresa</p> <p>Les permiten a los accionistas comunes mantener el control sobre las decisiones de la empresa, ya que generalmente las acciones preferentes no tienen derecho de votación.</p>	<p>La principal desventaja de las acciones preferentes tiene que ver con lo poco atractivo que estos instrumentos son para los inversionistas debido a sus características.</p> <p>Es decir, para hacer más atractivas a las acciones preferentes, los emisores incluyen derechos de votación, pago de dividendos acumulativos, entre otros.</p>

**Fuente: (Westerfield, Ross, 2010)**

**Las acciones comunes**, que representan la participación que confiere al tenedor un derecho sobre las utilidades y los activos de la empresa. (Higuerey, 2007). Los accionistas comunes reciben los beneficios de las crecientes utilidades y así mismo asumen la mayor parte del riesgo, que en el extremo puede ser la quiebra; pero esa pérdida se limita a la inversión efectuada en acciones.

Los propietarios de una empresa son tanto los accionistas preferentes como los accionistas comunes. Como los acreedores y los accionistas preferentes –en ese orden– tienen derechos prioritarios sobre los accionistas comunes, son estos últimos quienes asumen el mayor riesgo dentro de la empresa y, por lo tanto, quienes tienen un mayor rendimiento requerido sobre el dinero que invierten en ella.

Las acciones comunes proporcionan a sus propietarios responsabilidad limitada en la empresa. Esto significa que el accionista común como propietario de la empresa no puede perder una cantidad mayor a su aportación económica a la sociedad y que sus bienes personales no están en riesgo en caso de que la empresa se vea en dificultades financieras. Desde luego, como propietarios de la empresa los accionistas comunes tienen derecho a opinar y a decidir sobre las decisiones que se tomen; esto es, tienen derecho a voz y voto. A este derecho se le conoce como derecho de votación. Los accionistas comunes eligen alguna decisión propuesta sobre la base de voto por mayoría.

Algunas empresas usan el voto mayoritario para elegir a la asamblea de directores. El derecho de prioridad (o preventivo) les permite a los accionistas mantener su proporción de la participación en la propiedad de la empresa cuando se emiten nuevas acciones comunes. Estos derechos de prioridad tienen la finalidad de evitar que los gerentes puedan transferir la propiedad y el control de la empresa a un grupo externo de inversionistas o incluso a los mismos gerentes cuando, por ejemplo, se sabe que los actuales accionistas están inconformes con el desempeño del equipo gerencial y hay riesgo de despido.

Las acciones comunes otorgan a su propietario el derecho a los dividendos; no obstante, la empresa no tiene obligación legal alguna de pagar dividendos. Esto es, si por uno u otro motivo la empresa decide que no pagará dividendos, los accionistas comunes no

pueden ejercer alguna acción legal para forzar a la empresa a distribuir tales dividendos (Dacio, 2008).

Desde el punto de vista de la empresa, debido a esta libertad y variabilidad en el pago de dividendos no se genera ningún tipo de apalancamiento financiero cuando se emplea capital común como fuente de fondos. Finalmente, los accionistas comunes tienen el derecho de revisión en lo referente al verificación y análisis de los estados financieros de la empresa.

**Tabla 5**

**Tabla número 5 Ventajas e inconvenientes del financiamiento con Acciones Comunes**

<b>Ventajas</b>	<b>Inconvenientes</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Su riesgo financiero es menor, ya que no existe un cargo fijo.</li> <li>• No tiene fecha de vencimiento, por lo tanto no hay retorno del principal.</li> <li>• A través del financiamiento por medio de acciones, se consolida la empresa, y la probabilidad de conseguir más deuda</li> <li>• En ocasiones es más fácil vender acciones comunes que acciones preferentes y los bonos, debido al prestigio que otorgan al ser propietario de la empresa y a una mayor rentabilidad.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Su Costo es mayor.</li> <li>• Los dividendos en acciones comunes no son deducibles.</li> <li>• Los costos de emisión y colocación son mayores que los de las obligaciones.</li> <li>• Se transfiere el control de la empresa cuando la utilización del financiamiento por acciones se hace en una gran proporción.</li> <li>• Al aumentar en número de acciones disminuye el dividendo por acción, por consiguiente no se maximiza el patrimonio de los accionista</li> </ul>

**Fuente: Elaboracion propia en base a informacion de [www.financiamiento.us](http://www.financiamiento.us)**

### 3.3.3 Mercados de Capitales eficientes.

Según Ross y Westerfields (2010). “Un mercado de capitales eficiente es aquel en el que los precios de las acciones reflejan por completo la información disponible” (pág. 430). Es decir su eficiencia se da cuando la competencia entre los distintos agentes(inversores) que intervienen en el mismo, guiados por el principio del máximo beneficio, conduce a situaciones de equilibrio en las que en todo momento el precio de cualquier activo financiero (acciones, obligaciones) constituyen una buena estimación de su valor intrínseco. Desde la óptica de la moderna teorías de la selección de carteras y el equilibrio en el mercado de capitales.

La **hipótesis de los mercados eficientes** (HME) tiene implicaciones para los inversionistas y las empresas:

Debido a que la información se refleja en los precios de forma inmediata, los inversionistas sólo deben esperar obtener una tasa normal de rendimiento. El conocimiento de la información cuando ésta se da a conocer no implica ningún beneficio para el inversionista. El precio se ajustará antes de que éste tenga tiempo para hacer transacciones. Las empresas deben esperar recibir un valor justo por los valores que venden. En este caso, justo significa que el precio que reciben por la emisión de valores es el valor presente. Por lo tanto, las oportunidades de financiamiento valiosas que surgen de engañar a los inversionistas no están disponibles en los mercados de capitales eficientes. (Westerfield, Ross, 2010, p. 431)

Tabla 6

**Tabla número 6 Diferentes tipos de eficiencia**

<i>Clasificación Antigua</i>	<i>Característica</i>
<i>Forma Débil</i>	El mercado incorpora completamente las informaciones sobre los precios pasados de los títulos. Esto es, retornos anormales (sobre promedio de mercado) no podrían ser obtenidos con base en las expectativas de que los precios pasados son buenos señalamientos de los precios futuros.
<i>Forma Semi-fuerte</i>	Los precios reflejan no solo el histórico del comportamiento de los precios, como también toda información pública, tales como estados financieros de las compañías, noticias en la prensa, comunicados de hechos relevantes, etc.
<i>Forma Fuerte</i>	Además de las informaciones mencionadas anteriormente (históricos de los precios e informaciones públicas), los precios reflejan las informaciones no públicas (privadas).

**Fuente: Adaptado de Fama (1970,1991).**

El mercado de capital eficiente debe ser forzosamente competitivo, al ser ésta la única manera de que los precios reflejen toda la información que afecte al valor intrínseco de los títulos. Las características que definen un mercado perfecto son las siguientes:

- **Amplitud.** Calidad del mercado que depende de la cantidad de activos distintos que se intercambian en él. Cuanto mayor sea dicho número, más amplio será el mercado.
- **Transparencia.** Un mercado podrá ser definido como transparente cuando todos sus participantes tengan la máxima información sobre las condiciones del mismo, pudiendo tomar sus decisiones de forma adecuada. Esta información deberá ser

clara, completa y veraz, y estar accesible para todos los intervinientes en el mercado. Para ello será esencial que sea sencillo obtener dicha información y que el costo de la misma sea nulo.

- Libertad. Hace referencia a la inexistencia de limitaciones de entrada y de salida de los agentes económicos en el mercado.
- Profundidad. Característica que refleja el número de órdenes de compra y venta existentes para cada tipo de activo. Cuanto mayor sea dicho número, más profundo será el mercado.
- Flexibilidad. Mide la rapidez en la reacción de los agentes ante los posibles cambios que puedan producirse en el mercado. Para que un mercado sea flexible es esencial que éste sea transparente. (Fernandez, 2015)

**Tabla 7**

**Tabla número 7 Hipótesis e imperfecciones del mercado de capital**

<i>Mercado Perfecto</i>	<i>Imperfecciones del mercado</i>
1. Los mercados de capitales operan sin costos.	1. Costos de transacción para el inversor.
2. El impuesto sobre la renta de personas naturales es neutral.	2. Limitaciones al endeudamiento personal.
3. Los mercados son competitivos.	3. Diferente estructura impositiva de las personas físicas.
4. El acceso a los mercados es idéntico, para todos los participantes de los mismos.	4. Acceso a la información con costo.
5. Las expectativas son homogéneas.	5. Costo de emisión.
6. La información no tiene costo.	6. Costos de dificultades financieras.
7. No existen costos de quiebras.	7. Costo de agencia.
8. Es posible la venta del derecho a las	8. Indivisibilidad de activos.

Fuente: Elaboración propia con base a Rivera (2002)

### 3.3.4 Teorías de la estructura de capital.

Dentro del grupo de los mercados perfectos se pueden citar dos teorías: la tesis tradicional y las proposiciones de Modigliani y Miller de 1958, las dos con posturas contrarias acerca del impacto del endeudamiento sobre el costo de capital y el valor de la empresa. Gitman (2007) afirma:

La investigación académica sugiere que existe un margen de estructura de capital óptima. Aun no es posible proporcionar a los administradores financieros una metodología específica para determinar la estructura de capital óptima de una empresa. No obstante, la teoría financiera si ayuda a comprender la manera en que la mezcla de financiamiento elegida afecta el valor de la empresa. (pág. 454)

Este enfoque conocido como tesis tradicional consideraba la existencia de una estructura financiera óptima a partir de un uso moderado del apalancamiento financiero ya que siendo la deuda una forma más barata de financiación se disminuiría el costo promedio de capital y se incrementaría el valor de la empresa.

Las proposiciones de Modigliani y Miller se hicieron evidentes con el artículo titulado "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the theory of the Firm" (1958) en donde los autores demostraron que en mercados perfectos de capitales (Sin impuestos, costes de transacción y otras imperfecciones del mercado) las decisiones de estructura financiera son irrelevantes.

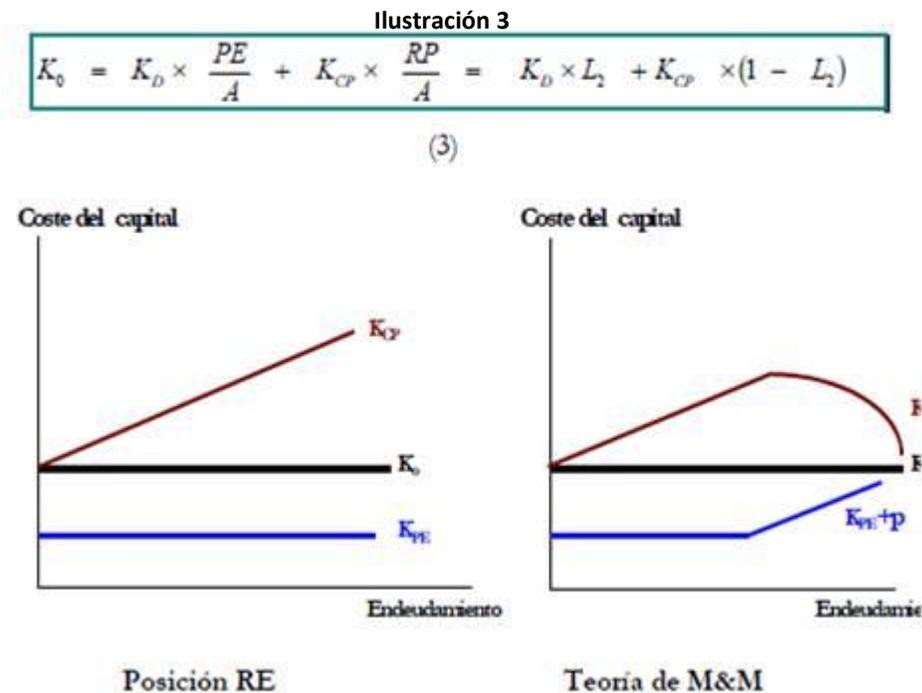
### Proposición I

En ésta proposición los autores afirman que el valor de la empresa en el mercado y el costo de capital son independientes de la estructura de capital de la misma.

### Proposición II

El costo del capital propio es una función lineal del nivel de endeudamiento. No obstante, deja de ser lineal cuando  $K_d$  aumente debido a la presión ejercida por los acreedores ante un incremento de la deuda; por lo tanto  $K_e$  reduciría su crecimiento. El rendimiento esperado del capital es directamente proporcional con el apalancamiento, porque el riesgo para los dueños del capital aumenta.

**Figura número 7 Representación gráfica teoría tradicional**



Fuente: (Turmero, 2000)

Como muestran las dos graficas se observa el razonamiento de M&M sería el resultado de considerar la incidencia del riesgo financiero en el posicionamiento teórico que se ha denominado RE. Es importante observar que el coste medio del capital ( $k_0$ ) permanece constante, a pesar de la variación de sus dos componentes. El esquema teórico de M&M se resume en las tres proposiciones teóricas que ellos mismos formularon:

1. Se utiliza como argumento la posibilidad de arbitraje para justificar la existencia de precios dados, en un mercado perfecto.
2. La prima de riesgo se compensa con la reducción del efecto apalancamiento relativo al coste del capital propio, puesto que el beneficio bruto es constante. Al ser un promedio de ambos, el coste del capital permanece constante.
3. Tal y como se define y se formula el Valor de la empresa su comportamiento sería el de una constante, lo mismo que el coste del capital  $K_0$ , pues no depende del ratio de endeudamiento (Turmero, 2000).

**Tabla 8**

**Tabla número 8 Principales cuestionamientos de la tesis tradicional sobre estructura de capital**

Cuestionamiento 1	Su hipótesis depende de la certidumbre del nivel y la variabilidad del resultado de explotación como de la estructura de las tasas de intereses en los mercados financieros.
Cuestionamiento 2	La incapacidad de encontrar una estructura de capital optima o un concreto valor máximo de la empresa

<b>Cuestionamiento</b>  <b>3</b>	<p>sus hipótesis acerca del proceso de arbitraje en los mercados financieros</p>
	<p>1. Los riesgos percibidos por el apalancamiento de una empresa y un individuo pueden ser diferentes, pues son distintas las garantías y las responsabilidades que se establecen en uno y otro caso. Por lo tanto, el endeudamiento personal y de la empresa no son sustitutos perfectos.</p>
	<p>2. El costo del dinero para un individuo puede ser mayor que para una empresa.</p>
	<p>3. Puede haber retrasos en el proceso de arbitraje por restricciones en el comportamiento del inversor, por ejemplo, por medidas regulativas del Estado, y por costos de transacción.</p> <p>4. No tener en cuenta las posibilidades de quiebra y sus costos directos e indirectos.</p>

**Fuente: (Turmero, 2000)**

Después de hacer algunas precisiones sobre las tesis de estructura de capital en mercados perfectos, es importante aclarar que los mercados de capitales no se identifican plenamente con la perfección, existen impuestos que favorecen el endeudamiento de la firma, costos de quiebra que limitan la ventaja impositiva, conflictos entre directivos, acreedores y propietarios (Azofra y Fernández, 1999) y además diferencias entre la información presente en el mercado que hace que las decisiones cambien.

Atendiendo a las implicaciones consideradas, a continuación se explican algunas generalidades de aquellas teorías desarrolladas dentro de las características de los mercados imperfectos. Las más conocidas de estas teorías son:

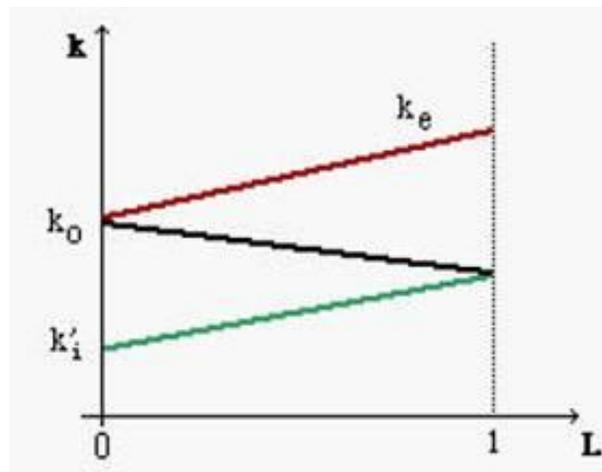
Miller (1977) se preocupa por analizar en primer lugar los costos de quiebra, enfatizando en que dichos costos pueden ser vistos no solo desde la perspectiva empresarial

sino de las personas y afirma que el equilibrio entre los beneficios de los impuestos por la deuda y los costos de quiebra en realidad son muy difíciles de encontrar.

En segundo lugar hace un comparativo entre los impuestos y su relación con la estructura de capital, con evidencias empíricas sacadas de otros estudios enfatiza en que muchas de las empresas no muestran una mejora significativa en sus estructuras de capital dependiendo de los niveles de reducción de impuestos por deuda. El modelo de Miller y sus extensiones teóricas han inspirado a varios estudios de series temporales que proporcionan pruebas sobre la existencia de costos relacionados con apalancamiento.

### Figura número 8, Probabilidad de quiebra.

Ilustración 8



Fuente: (Turmero, 2000)

Esta grafica supone que la única imperfección de los mercados de capitales es el aspecto fiscal que se podría pensar que aumentando indefinidamente el endeudamiento se aumentaría sin parar el valor de la empresa.

El efecto de los costes de agencia. Los conflictos de intereses entre accionistas, obligacionistas y directivos dan lugar al análisis de la estructura del capital a través

de los costes de agencia. Según este punto de vista, las imperfecciones del mercado resultantes de dichos costes dan lugar a que la composición de la estructura de capital incida en el valor de la empresa, por lo que existirá una combinación óptima de dicha estructura que minimice los costes de agencia y maximice el valor de la compañía. Uno de los conflictos que pueden surgir entre los accionistas y los obligacionistas estriba en el problema de la sustitución de activos por el que se produce una transferencia de riqueza de los obligacionistas hacia los accionistas. Dicho conflicto surge cuando la empresa decide invertir el dinero proveniente de los recursos ajenos en activos más arriesgados que los que posee actualmente, lo que hace aumentar el rendimiento mínimo requerido de los recursos ajenos y, consecuentemente, hace caer su valor de mercado. Otro conflicto puede surgir cuando se aumenta el grado de endeudamiento de la empresa lo que perjudica a los acreedores más antiguos (problema de dilución de derechos). (Turmero, 2000)

**Figura numero 9, costo de Agencia.**

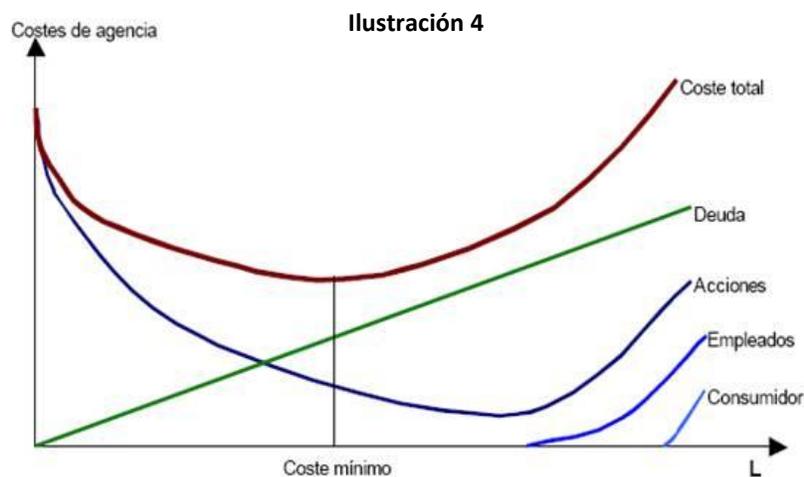


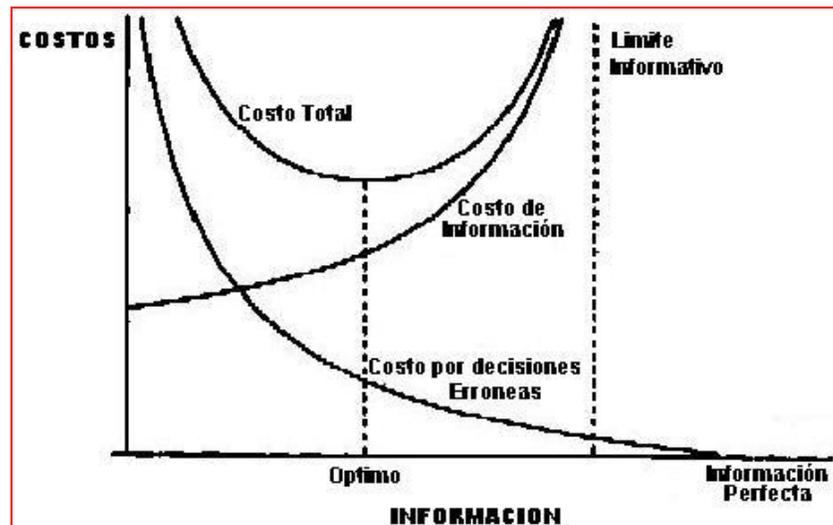
Fig.4 El punto de vista de los costes de agencia sobre la estructura de capital óptima

**Fuente: (Turmero, 2000)**

Información Asimétrica. “Situación en la que los administradores de una empresa tienen más información sobre las operaciones y las perspectivas futuras que los inversionista” (Gitman, 2007, p.456).

Puede ser un problema cuando la empresa quiere emitir nuevas acciones: los inversores pueden creer, equivocadamente o no, que la compañía desea dicho tipo de recursos financieros porque los directivos piensan que las acciones están sobrevaloradas; el resultado es que los inversores proceden a vender las acciones, no a comprarlas. La emisión de deuda tiene un efecto mucho menos drástico que la emisión de acciones, pero también implica costos. Por ello, las empresas se inclinan en su mayoría por utilizar inicialmente los recursos provenientes de los beneficios retenidos. Esta teoría puede ayudar a explicar porque las empresas mantienen grandes cantidades de recursos líquidos, y si piensan que, aun así, son insuficientes para financiar nuevos proyectos, recurren inicialmente a aplazar el pago a los proveedores. Cuando esto ya no puede hacerse recurren a emitir deuda ordinaria que, aunque menos adecuada que los recursos internos, es preferible a otro tipo de recursos financieros. En cuarto lugar aparecen los activos financieros híbridos (deuda+capital) como las obligaciones convertibles, la deuda subordinada. Por último, aparece la emisión de nuevas acciones ordinarias. Lo anterior puede explicar porque las empresas con beneficios estables suelen endeudarse menos que las menos rentables (a pesar que las primeras, debido a su estabilidad, están en mejores condiciones de conseguir financiación ajena que las segundas).

Figura numero 10, información Asimétrica



### 3.3.5 La estructura de capital Óptima.

La estructura óptima de capital. “Es aquella que hace máximo el valor de la empresa, o equivalentemente, hace mínimo el coste de los recursos financieros que utiliza” (Zurdo, 2016).

A pesar del amplio debate académico y profesional sobre si existe o no, o si es posible o no conseguir una estructura financiera óptima para la empresa; su cálculo requiere conocer los efectos de las decisiones de financiación, planteando la posibilidad de que la empresa consiga construir así dicha estructura financiera óptima o ideal (u óptimo financiero). El máximo valor de la empresa será consecuente con el mínimo coste de capital sólo si el resultado operativo (o beneficio bruto) es constante e independiente de la estructura de capital, si no hay efecto impositivo y si el plazo es ilimitado.

La estructura de capital (óptima o no) se concreta a menudo mediante la ratio de endeudamiento, que puede venir dada por el cociente entre el valor de mercado de la deuda

(D) y el del capital propio (S), o bien, por el cociente entre el valor de mercado de la deuda (D) y el valor total de mercado de la empresa ( $V = S + D$ ).

Por medio de una modificación del simple modelo de valoración de crecimiento cero, se puede definir el valor de la empresa.

$$V = \frac{\text{EBIT} \times (1 - T)}{\text{WACC}}$$

Donde:

EBIT = ganancia antes de intereses e impuesto.

T = tasa fiscal

WACC = Costo de capital promedio ponderado.

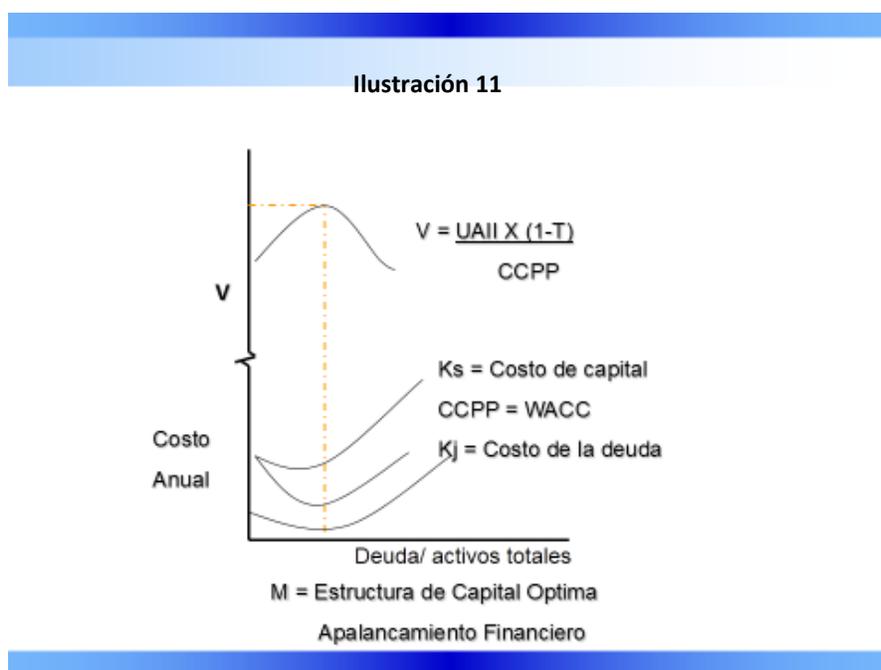
En el proceso de evaluación de la estructura óptima de capital, la cantidad de apalancamiento en la **estructura de capital** de la empresa puede afectar su valor afectando el rendimiento y el riesgo **Quienes están fuera de la empresa** pueden hacer una evaluación aproximada de la estructura de capital utilizando medidas que se encuentran en los estados financieros de la empresa.

Las medidas de la capacidad de la empresa para cumplir con los pagos contractuales asociados con la deuda son:

- La razón de la capacidad de pagos de intereses.
- La razón de cobertura de pagos fijos.

Cuanto más pequeñas sean estas razones, mayor será el nivel de deuda de la empresa y menor su capacidad para cumplir con los pagos conforme se vencen, más adelante se mirará a detalle las razones financieras a utilizar, para el proceso de evolución de la estructura de capital.

**Figura número 11 Funciones de costos y valor**



**Fuente: (Gitman, 2007)**

La figura anterior registra tres funciones de costo, el costo de capital y el costo de la deuda dos componentes, para determinar el costo de capital promedio ponderado, como una función del apalancamiento financiero determinado por el índice de endeudamiento. Se puede observar que el costo de la deuda está por debajo del promedio

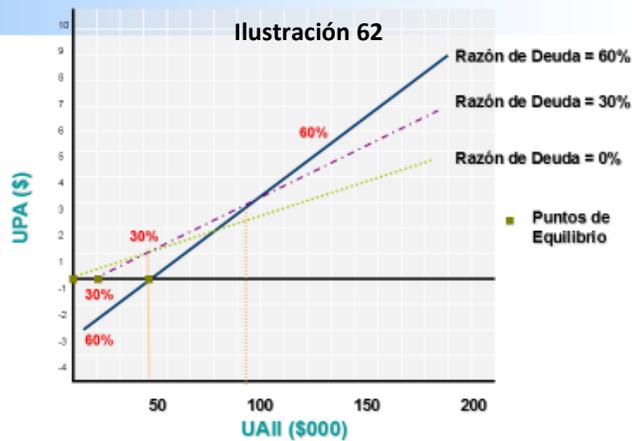
ponderado, por la protección fiscal, mientras que el costo de capital está por encima de este promedio, ya que los accionistas requieren mayor rendimiento por asumir una empresa apalancada que aumenta su riesgo financiero. Para seleccionar la estructura de capital óptima se utiliza el método UAII-UPA, implica seleccionar la estructura de capital que maximice las utilidades por acción (UPA) sobre el rango esperado de utilidades antes de intereses e impuestos (UAII).

Para analizar los efectos de la estructura de capital de una empresa sobre los rendimientos de los propietarios, se supone un nivel constante de UAII para aislar el efecto sobre los rendimientos de los costos de financiamiento asociados con estructuras de capital alternativas. Las UPA se usan para medir los rendimientos de los propietarios, los cuales se espera estén estrechamente relacionados con el precio de las acciones (Gitman, 2007).

$$UPA = \frac{EBIT \times (1 - T)}{N^{\circ} \text{ de acciones}}$$

Un esquema de maximización de la riqueza para usarlo en la toma de decisiones de estructura de capital debe incluir los dos factores principales de rendimiento y riesgo: Implica vincular el riesgo financiero asociado con cada estructura de capital alternativo directamente con el rendimiento requerido. Este método estima el rendimiento requerido asociado con cada nivel de riesgo financiero, medido por una estadística como el coeficiente de variación de las UPA.

**Figura numero 12 Punto de equilibrio financiero**



**Fuente: (Gitman, 2007)**

### **3.4. Costo de capital promedio ponderado**

#### **3.4.1 Concepto.**

Es la tasa de descuento que determina el costo financiero del capital de una entidad, la cual se obtiene por ponderar la proporción de los puntos que cuestan los recursos que posee la entidad con los recursos externos, es decir, es la tasa que representa el costo medio de los activos, aquellos que provienen de fuentes de financiamiento, tanto de la propia entidad como externas, y que tienen un costo financiero.

Según (Brealey, Myers y Allen, 2010). “El costo de capital se define como el rendimiento esperado de un portafolio que contiene todos los títulos existente de la empresa. Es el costo de oportunidad del capital invertido en los activos de la empresa, la tasa de descuento apropiada para proyecto de riesgo” (pag. 239).

De acuerdo con lo anterior, existen diferentes fuentes de financiamiento, con que la empresa puede lograr capitalizarse, para echar andar proyectos de inversión entre las cuales se menciona.

- *Externamente* se puede financiar con proveedores, entidades de gobierno, pasivos laborales, entidades financieras, hipotecas, bonos, etc.
- *Internamente* se puede financiar con inversiones de los accionistas y utilidades retenidas. Como se puede observar, este financiamiento es el que la empresa contrae con sus mismos propietarios.

### **3.4.2. Costo de cada componente del costo promedio ponderado.**

Si se analizan las fuentes externas e internas se comprobará que cada componente de la deuda tiene un costo financiero, para efecto de este trabajo investigativo se analizarán los costos de las fuentes de financiamiento a largo plazo, para efecto de la evaluación de la estructura de capital, no desde la perspectiva de la estructura financiera de la empresa.

- Financiamiento con entidades Financiera.

El financiamiento obtenido del sistema financiero tiene un costo, pues representa un capital que implica un valor en el tiempo que está representado por los intereses. En este sentido, se puede determinar que todo componente de la estructura financiera tiene un costo, ya que representa un capital y éste tiene un valor en el tiempo. Es importante tener en cuenta que en materia de evaluación financiera se debe trabajar con tasas efectivas, es decir, que los intereses producto de la deuda serán deducibles de impuestos, por lo tanto, se debe tener en cuenta que esa es la razón por la cual se tomará el costo después de impuestos.

En lo que se refiere a préstamos con instituciones financiera la tasa real considerando que generalmente se descuentan los intereses por anticipado en cuyo caso la

tasa nominal difiere con respecto al costo del préstamo puesto que no se recibe el importe total pactado, se calcula de la siguiente manera.

$$Co = \frac{\text{Intereses descontado}}{\text{Importe recibido}} (1 - T)$$

Se debe considerar que el interés descontado es el monto calculado del total préstamo por la tasa cobrada por la institución y que el importe recibido es la cantidad de dinero que se recibe del monto solicitado, menos todas las comisiones legales u otras establecidas por la institución, no hay que olvidar la deducción de la tasa de impuesto.

- Costo por emisión de Deuda.

La mayoría de los pasivos a largo plazo de las empresas se deben a la venta de bono u obligaciones. El costo de la obtención de fondos mediante la emisión de valores (obligaciones o bonos) antes de impuestos puede obtenerse mediante uno de los métodos siguientes: cotización en el mercado de valores, cálculo de la tasa de retorno o mediante la utilización de fórmula que da un costo aproximado.

Al igual que otros tipos de financiamiento a largo plazo, habitualmente los recursos que se obtienen por la colocación de obligaciones son usados por la empresa para invertirlos en proyectos originados en el proceso de presupuestos de capital (Dacio, 2008). Las obligaciones tienen varias características que deben considerarse tanto para su valuación como para estimar sus ventajas y desventajas como fuente de financiamiento para la empresa. A continuación se explican y analizan dichas características.

1. **Valor nominal.** Las obligaciones tienen un valor nominal (o valor a la par) que juega un papel económico importante, ya que es la referencia para el pago de intereses, además es el monto que el emisor (empresa) se compromete a pagar al momento en el que se vence la obligación.
2. **Vencimiento.** El plazo de vencimiento de las obligaciones es de 3 años o más, aunque muchas de las obligaciones que se cotizan en el mercado tienen vencimientos de entre 5 y 7 años. Técnicamente hablando, a las obligaciones se les conoce como *bonos a plazo*, precisamente por su vencimiento preestablecido. No obstante, se pueden establecer cláusulas de amortización para pagar las obligaciones antes de su vencimiento en parcialidades adelantadas.
3. **Intereses.** La mayoría de las obligaciones tienen un cupón, en donde el término *cupón* se refiere a los pagos periódicos de interés que el emisor hace al inversionista (tenedor) de bonos. La tasa de interés se establece como una tasa fija más un sobre-tasa que tiene como referencia algún indicador del mercado como la tasa de los Cetes o la Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio (TIIE). El pago de intereses se hace periódicamente y esta periodicidad puede ser anual, semestral, trimestral o mensual, aunque muchas emisiones de obligaciones pagan intereses trimestralmente.

El costo de la deuda antes de impuesto,  $K_d$  de un bono con un valor a la par se aproxima usando la siguiente ecuación:

$$Kd = \frac{I + \frac{VN - NM}{n}}{\frac{NM + VN}{2}}$$

Donde:

I = Intereses anual.

NM = Valor de Mercado

VN = Valor Nominal

n = Número de años del vencimiento de la deuda.

Una vez determinado el costo de la deuda, el costo específico del financiamiento debe establecerse después de impuesto. Como el interés sobre la deuda es deducible de impuesto, disminuye el ingreso gravable de la empresa. Por lo que el costo de la deuda después de impuesto es igual a como se expresa en la siguiente ecuación.

$$Ki = Kd \times (1 - T)$$

- Costo de las acciones preferente.

Las acciones preferentes son un tipo especial de participación patrimonial en una empresa. Ofrecen a los accionistas preferentes el derecho a recibir sus dividendos pactados antes de que se distribuya cualquier ganancia a los accionistas comunes u ordinarios. Su característica especial que los distingue son el pago de Dividendos (Gitman, 2007). La mayoría de los dividendos de las acciones preferentes se establecen como un importe en efectivo, cuando los dividendos se establecen así, se espera que paguen a los accionistas preferentes una cantidad por acción. Antes de calcular el costo de las acciones preferentes,

cualquier dividendo establecido como porcentaje debe convertirse a dividendos anuales en efectivo.

Para calcular el costo de capital por una emisión de acciones preferentes es necesario establecer la relación que guardan los dividendos anuales que se paguen, con la cantidad neta que se reciba en el momento de la colocación es decir deben involucrarse los costos de colocación que disminuirían el valor recibido, así mismo los dividendos cuando estén dado en porcentaje deberán convertirse a unidades monetarias. (polilibros, 2011)

A continuación se presenta la fórmula generalmente utilizada para determinar el costo de las acciones preferentes:

$$K_p = \frac{D_p}{P_o}$$

Dónde:  $D_p$ , es el dividendo a pagar,  $P_o$ , es el valor neto de colocación, cuando se habla de valor neto, restando los gastos de emisión o colocación.

- Costo de las acciones Comunes.

El costo de las acciones comunes es el rendimiento requerido por los inversionistas del mercado de valores sobre las acciones comunes.

“La tasa a la que los inversionista descuenta los dividendos esperados de la empresa para determinar su valor accionario” (Gitman, 2007, pag. 411). Se pueden plantear las siguientes preguntas ¿Que tasa de rendimiento exigen los inversionistas potenciales de las acciones comunes de la empresa? ¿Se puede saberlo observando el mercado de acciones?

Igual que en el caso de la emisión de pasivo, los inversionistas adquirirán una participación en el capital social de la empresa, en forma de acciones comunes, sólo si esperan recibir un rendimiento que les compense por dejar de utilizar sus recursos financieros durante el periodo en que conserven las acciones, ajustado al riesgo que implica su posesión. En este caso puede ser que el rendimiento esperado no llegue a convertirse en realidad, pero para comprar las acciones exigen poder esperar ese rendimiento. Como en el caso del pasivo (deuda), esta tasa de rendimiento está en función de los factores generales de riesgo como son: tasas reales de interés, inflación esperada y riesgos tanto comercial como financiero y de realización, evaluados por todos los que participan en el mercado.

Cualquiera de los riesgos puede aumentar o disminuir en un momento dado haciendo que el costo del capital común ( $K_e$ ) cambie por consiguiente. Las principales técnicas para medir el costo de capital de las acciones comunes son: la que emplea el modelo de valuación de crecimiento constante y la otra se basa en el modelo de asignación de precio del activo de capital (CAMP).

Se puede suponer razonablemente que los inversionistas esperan que el dividendo actual aumente a una tasa constante ( $g$ ) durante la vida perpetua de la empresa, el costo de capital común, suponiendo un crecimiento constante del dividendo, es el rendimiento en dividendos actual más la tasa de crecimiento utilizándose la siguiente fórmula:

$$K_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Dónde:  $D_1$ , es el dividendo por acción esperado al final del año 1,  $P_0$  es el valor de la acción común y  $g$  es la tasa de crecimiento constante, tomando en cuenta que esta fórmula es usando el modelo de valoración de crecimiento constante (Gordon).

Así mismo el costo de las acciones comunes se puede encontrar utilizando el modelo de precio de activos de capital (CAPM) con la siguiente formula.

$$K_s = R_f + \beta \times (K_m - R_f)$$

Dónde:  $R_f$  es la tasa de retorno libre de riesgo,  $K_m$  el retorno del mercado y  $\beta$  el indicador de riesgo de la empresa.

- Costo de las utilidades retenidas.

Para determinar el costo de las utilidades retenidas se debe partir de la consideración que éstas serían distribuidas en pago, como dividendos a los accionistas comunes por lo que su costo deberá determinarse en forma similar a una emisión totalmente suscrita equivalente de acciones comunes adicionales, no es necesario realizar ningún ajuste por el costo de emisión puesto que la empresa adquiere capital sin incurrir en estos costos.

La  $k_r$  utilizada para costo de utilidades retenidas es siempre menor que el costo de una nueva emisión de acciones comunes, debido a la ausencia del costos de emisión.

La fórmula utilizada queda:

$$K_s = \frac{D_p}{P_o} + g$$

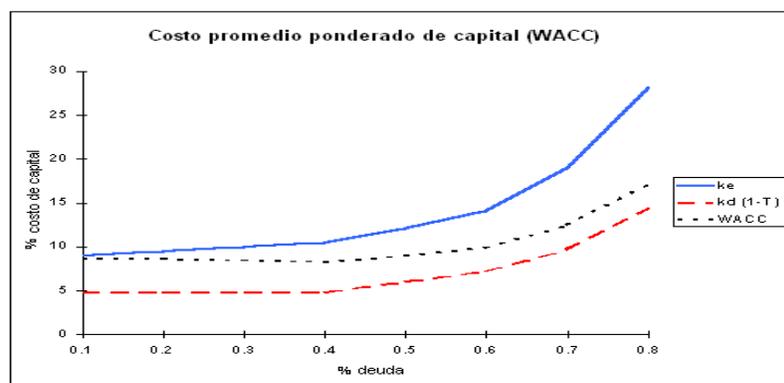
El uso de las ganancias retenidas como una fuente importante de financiamiento de gastos de capital no cede el control de la empresa ni diluye las ganancias por acción actuales, como ocurriría si se emitieran las nuevas acciones comunes, sin embargo, la empresa debe administrar con eficacia las ganancias retenidas para producir utilidades que aumenten las ganancias retenidas futuras. (Gitman, 2007, pag. 413)

El costo promedio ponderado de capital se determina ponderando el costo de cada tipo específico de capital por las proporciones históricas o marginales de cada tipo de capital que se utilice.

Es decir una vez que se ha calculado el costo de cada fuente de financiamiento se procederá a determinar el promedio ponderado de capital que consiste en establecer la proporción que guarda cada financiamiento respecto al total recibido y puede ser determinado con respecto al valor contable, al de mercado o al valor marginal de los financiamientos recibidos prevaleciendo en todos los casos la estructura financiera de la empresa.

### Ilustración 73

#### Figura número 13. El CPPC.



Fuente: (Petroff, 2007)

El costo de capital ponderado de una empresa puede expresarse de la siguiente forma:

$$K_a = (w_i \times k_i) + (w_p \times k_p) + (w_s \times k_{r o n})$$

Dónde:  $w_i$  es la proporción de la deuda a largo plazo en la estructura de capital,  $w_p$  es proporción de acciones preferentes en la estructura de capital y  $w_s$  es la proporción de capital de acciones comunes en la estructura de capital.

### **3.5. Toma de decisiones de inversiones de capital**

Las decisiones de inversión son una de las grandes problemáticas de la empresa y una parte importante de las decisiones financieras; sobre ellas gira el uso adecuado de los capitales generados y los fondos obtenidos por financiamiento. Las decisiones referentes a las inversiones empresariales van desde el análisis de las inversiones en capital de trabajo como la caja, inversión en bancos, asumir cuentas por cobrar y manejo de inventarios; así como las inversiones de capital representado en activos fijos tales como edificios, terrenos, maquinaria, tecnología etc.

Para tomar las decisiones correctas el financista debe tener en cuenta elementos de evaluación que se centran principalmente en el análisis de los flujos de fondos asociados a las inversiones (FCA), el riesgo de las inversiones y la tasa de retorno requerida (TR), asimismo debe considerar el VAN positivo real de dichas inversiones.

Cuando un negocio hace una inversión de capital, incurre en un desembolso de efectivo corriente en espera de obtener beneficios futuros. Es usual que estos beneficios se extiendan más allá de un año en el futuro. Los ejemplos incluyen inversión en bienes como equipo,

edificios y terrenos, al igual que en la introducción de nuevos productos, un nuevo sistema de distribución o un nuevo programa para investigación y desarrollo. En resumen, el éxito y la rentabilidad futuros de la empresa dependen de las decisiones a largo plazo que se tomen ahora.

En el caso de las instituciones bancarias, las principales decisiones de inversión son en proyectos en inversión en capital de trabajo, de ahí la importancia de la elaboración del presupuesto de capital que según Van Horne y Wachowicz (2010) es: “El Proceso de identificar, analizar y seleccionar proyectos de inversión cuyos rendimientos (flujos de efectivo) se espera que se extiendan más allá de un año” (pág. 308).

El Capital de Trabajo, es una parte muy importante de la inversión en la mayoría de los proyectos. **Capital de Trabajo:** se requiere de un cierto monto de capital para  
 mantención efectivo en caja + (cts. por cobrar - cts. por pagar) + nivel de inventario +  
 gastos prepagados - otras pérdidas (incobrables, etc.)

$$\text{Capital de Trabajo} = \text{Caja} + \left\{ \begin{array}{l} \text{Cts por} \\ \text{cobrar} \end{array} - \begin{array}{l} \text{Cts por} \\ \text{pagar} \end{array} \right\} + \text{Nivel de Inventario} + \text{Gastos Prepagados} - \text{Pérdidas Ejercicio}$$

**El capital de trabajo neto** (o simplemente capital de trabajo) es la diferencia entre los activos de corto plazo y los pasivos de corto plazo de una empresa. La mayor parte de los proyectos implican una inversión adicional en capital de trabajo. Por lo tanto, esta inversión debe tomarse en cuenta en los pronósticos de flujo de efectivo. De la misma forma, cuando el proyecto llega a su fin, se recupera parte de la inversión, lo cual se contempla como entrada de efectivo.

### **3.5.1 Flujo de efectivo Operativos.**

Para cada propuesta de inversión necesitamos dar información sobre los flujos de efectivo operativos, y no sobre los financieros. Los flujos financieros, como los pagos de interés, pagos del principal y dividendos, se excluyen de nuestro análisis de flujos de efectivo. Sin embargo, la necesidad de un rendimiento sobre la inversión para cubrir los costos de capital no se ignora. El uso de una tasa de descuento igual a la tasa de rendimiento requerida por los proveedores de capital captará la dimensión del costo del financiamiento (Van Horne y Wachowicz, 2010). Los flujos de efectivo deben determinarse después de impuestos. El egreso para la inversión inicial, al igual que la tasa de descuento apropiada, se expresará en cifras después de impuestos. Por lo tanto, todos los flujos pronosticados deben establecerse en una base equivalente después de impuestos.

Además, la información debe presentarse según una base incremental, de manera que podamos analizar sólo la diferencia entre los flujos de efectivo de la empresa con y sin el proyecto.

Tabla 09

**Tabla Numero 9. Formato de Flujo de tesorería.**

FLUJO DE TESORERIA						
Cuadro 2	Historico	AÑOS				
Cuenta de Resultados	0	1	2	3	4	5
Ventas						
Costo de Ventas (-)						
Margen Bruto						
Gasto de explotacion (-)						
Amortización (-) A						
Beneficio antes de Interes e Imp. EBIT						
Gastos Financieros (-)						
Beneficio antes de Impuesto BAI						
Impuesto 30%						
Beneficio después de Impuesto BDI						
Dividendos (d)						

**Fuente: Elaboración Propia a partir de la información de (Altair, 2007)**

Para evaluar ciclo de operación de una empresa pueden seguirse caminos alternativos que conducen al mismo resultado, pero que es necesario distinguir para no confundirlos en una aplicación concreta. Nos referimos a la valoración de la empresa a través del flujo de caja descontado al coste de los recursos propios o del capital ( $K_e$ ) o al flujo de caja libre (FCF) descontado al coste medio ponderado del capital (WACC).

### 3.6. Indicadores de valor y técnicas de evaluación

A la hora de entrar a determinar las bondades económicas de un proyecto o flujo operativo, los inversionistas encuentran una variedad de índices financieros. Al momento de tomar decisiones de inversión o remplazo de activos de capital, a los inversionistas, los asisten algunos interrogantes, entre los cuales podemos citar:

1. ¿Cuáles son las características que debe reunir un índice financiero?
2. Si mi visión es la liquidez, ¿cuáles índices me ayudan a cumplir con este objetivo?

3. Si por el contrario, mis metas son la rentabilidad, ¿en cuáles índices debo apoyar mi decisión?
4. Si tenemos restricciones de capital, ¿qué inversión debemos efectuar?
5. En un escenario de no restricciones de capital, ¿cuál es la jerarquía de los índices de valor, en el contexto de la toma de decisiones?
6. En economías tan volátiles como las de la actualidad, ¿qué efecto reciben los índices financieros orientados a la medición de los flujos de caja?

Al momento de tener que evaluar la viabilidad económica de un proyecto desde la dimensión de los flujos de caja. Las siguientes son algunas de las características que deben tenerse en cuenta al momento de escoger un índice financiero:

- Valor del dinero en el tiempo (VDT).
- La totalidad de los flujos de caja (FFC).
- La tasa de oportunidad.
- Principio de adictividad del valor.

El valor del dinero a través del tiempo es fundamental, especialmente, en economías inflacionarias y para dar cuenta del VDT en las diferentes transacciones económicas, expresado como la tasa de interés, se tiene que ver reflejado en todo índice económico. Además, al calcular un índice su pertinencia va asociada al tiempo, como variable determinante del precio de los diferentes flujos futuros de caja de toda inversión.

Al considerar la implementación o no de un proyecto, se tienen que tener en cuenta todos y cada uno de los beneficios futuros que devuelve la inversión, de lo contrario, el índice de valor que no contemple lo anterior, tiene un gran sesgo de evaluación.

La tasa de oportunidad, es la tasa a la cual se renuncia por seleccionar una alternativa de inversión dada; sirve de parámetro para medir las bondades de la alternativa escogida. Esta tasa atempera los instintos de ganancia de los inversionistas racionales, en la medida que los orienta, evitando que los proyectos se sobrevaloren o se subvaloren, desde el punto de vista del costo promedio ponderado de capital, en lo pertinente a los socios (Franco, 2008).

Finalmente, todo índice de medida de los flujos de caja, tiene que adicionar valor a la empresa, esto significa, que tiene que tener en cuenta el nivel de correlación existente con el resto de proyectos corporativos y la influencia del mercado. Los diferentes proyectos de inversión como de remplazo pueden ser mutuamente excluyentes o independientes, a saber: Dos o más proyectos son mutuamente excluyentes, desde la dimensión económica, cuando los inversores tienen restricciones de capital; por el contrario cuando desaparece esta limitante para los inversionistas, estamos entonces, hablando de proyectos independientes.

### **3.6.1 Técnicas de evaluación.**

*Valor presente neto.* Considerado por algunos analistas como el índice apropiado para medir la bondad de un proyecto, en términos de unidades monetarias (u.m). El VPN, es la diferencia entre el valor presente de los FFC (positivos ó negativos) y el flujo de caja de la inversión inicial. La diferencia anterior puede ser: cero, positiva o negativa. Si el VPN es cero, significa que el proyecto está en equilibrio; si es positivo el inversionista verá incrementado su nivel de riqueza y si es negativo, el proyecto destruye valor.

*La tasa interna de retorno.* Su análisis va parejo con el VPN. Esta tasa de interés hace iguales el valor presente de los FFC positivos con el valor presente de los FFC negativos de un proyecto; significa lo anterior que el VPN descontado a la TIR es igual a cero. La gran desventaja de la TIR, se ubica en el supuesto, que todos los FFC se deben reinvertir a ésta tasa; lo cual niega toda posibilidad de reinversión a tasas de oportunidad. Cuando todo inversor tiene la oportunidad anterior, se habla entonces, de la VTR.

*Costo promedio ponderado de capital.* Es el costo, después de impuestos, de una u.m invertida en un proyecto como resultado de adoptar una determinada estructura de financiación. Este costo se convierte, en la mayoría de los casos, en la tasa de descuento para los FFC. Su cálculo viene dado por la sumatoria de los costos efectivos anuales, antes de impuestos, de las diferentes fuentes de financiación, multiplicado por (1- la tasa de impuestos: excepto las fuentes internas) y por el porcentaje de participación de cada una de las fuentes en el valor total del proyecto.

*El EVA* mide si la utilidad es suficiente para cubrir el costo de capital empleado en la generación de utilidad. Su resultado les da al accionista, inversionistas e interesado elementos de juicio para visualizar si se generó valor en determinado periodo de tiempo (Verigu, Bendezu, 2007).

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{ROI} \times \text{Capital} - \text{Kc} \times \text{Capital} \\ \text{EVA} &= (\text{ROI} - \text{Kc}) \times \text{Capital} \end{aligned}$$

Dónde: ROI es el retorno sobre la inversión del capital, Kc es el costo de oportunidad y Capital empleado en el proceso de inversión. Como se puede analizar lo que se busca a través del EVA, es definir cuanta rentabilidad deberá recibir el empresario por el capital empleado esta debe compensar el riesgo tomado por estar en un determinado

negocio. De no presentarse una diferencia positiva la empresa estaría operando en pérdida.

El EVA o utilidad económica se fundamenta en que los recursos empleados por una empresa o unidad estratégica de negocio debe producir una rentabilidad superior a su costo, pues de no sé así es mejor trasladar los bienes utilizados a otra actividad.

**Tabla 10**

**Tabla Numero 10, Razones Financieras para análisis de Flujo de Caja o de Tesorería.**

<b>Precio de mercado de las acciones</b>	La creación de valor tradicional para el accionista es analizar la evolución del precio del mercado de las acciones de la empresa. Este indicador es entendible y fácil de obtener pero la evolución no depende necesariamente de la empresa sino del movimiento del mercado que en muchos casos no está de acuerdo a la actuación empresarial.	
<b>Rentabilidad empresarial.</b>	Este indicador mide el éxito alcanzado por la empresa. Permite tener en cuenta la utilidad generada por cada unidad de negocio. Entre sus limitaciones se tiene los criterios contables aplicados entre empresa difieren y los impactos futuros que se pudieran dar al evaluar estados financieros finalizados.	$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ingresos}}$
<b>Utilidad por acción</b>	Tiene una limitación adicional de que la utilidad por acción no puede ser calculada por unidad de negocio.	$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Número de acciones}}$
<b>Flujo de Caja por acción</b>	Se calcula a partir de una aproximación de la tesorería. Teniendo las misma limitaciones de la utilidad por acción.	$\frac{\text{Utilidad Neta} + \text{Depreciaciones}}{\text{Número de acciones}}$

<b>Rentabilidad del activo (ROI)</b>	La rentabilidad del activo es un indicador muy utilizado en los procesos de evaluación. La financiación pasa a segundo plano y no se considera el costo del dinero ni el nivel de riesgo con la que opera la empresa.	Utilidad antes de Int. e imp. <hr/> Activo
--------------------------------------	---	---

Fuente: (Franco, 2008)

### 3.6.2 Indicadores de Valor.

El valor creado para el accionista ha de basarse, al igual que hace el análisis de inversiones, en el incremento del **flujo de efectivo** esperado por los accionistas, que es más tangible que el beneficio. El inversor invierte dinero y lo que le interesa es el dinero que va a recibir a cambio (Altair, 2007).

El marco conceptual de los métodos de valoración por descuento de flujos de caja, descompone el valor de la empresa en dos **fuentes de valor**: Por un lado el valor de la **inversión sin crecimiento** o **valor actual de los negocios corrientes** que viene determinado por el beneficio antes de intereses pero después de impuestos [ $(EBIT (1-T) = NOPAT)$ ] y por el coste del capital invertido (WACC). El beneficio, a su vez, se ha calculado en función de la tasa de rendimiento sobre el capital invertido ( $ROIC$ ) y de la inversión de capital (IC) ya que como sabemos  $ROIC$  se calcula dividiendo el NOPAT entre el valor contable del capital invertido (IC). Por otra parte está el **valor actual de las oportunidades de crecimiento** futuras. Este valor actual, a su vez, depende de:

- La inversión neta (I), que es igual al producto entre la tasa de inversión neta ( $R_r$ ) y el beneficio antes de intereses y después de impuestos [ $(EBIT (1-T))$ ]. Cuanto mayor sea esta, mayor será el potencial de crecimiento de la empresa y su valor.
- La relación entre la tasa de rendimiento sobre el capital invertido ( $ROIC$ ) y el coste medio ponderado del capital (WACC), medida en términos del diferencial  $ROIC -$

WACC. Cuanto mayor sea la diferencia entre la ROIC y el WACC, mayor será el valor y la creación de valor en la empresa. Al diferencial ROIC-WACC se le llama también rentabilidad anormal en el sentido de una rentabilidad por encima de lo exigido, donde la tasa de rentabilidad exigida sería el WACC.

- La sostenibilidad de la tasa de rendimiento anormal, esto es, el período de tiempo en el que la empresa tiene una ventaja competitiva (*CAP*). Por consiguiente en este período ROIC es superior al coste del capital (*WACC*) y el valor actual neto (*VAN*) de las inversiones nuevas en la empresa es positivo.

¿Cuáles serían, por tanto, los principales elementos de creación de valor en la empresa?

- La **tasa de rendimiento sobre la inversión** (*ROIC*): Este es el elemento más importante en la empresa para la creación de valor. La empresa crea valor para sus accionistas siempre que la rentabilidad del capital (*ROIC*), exceda al coste medio ponderado del capital (*WACC*), siendo lo importante pues, a estos efectos, que  $ROIC - WACC > 0$ .
- La **tasa de inversión neta** (*Rr*): mide la relación entre la nueva inversión (la diferencia entre la inversión bruta y las amortizaciones) y los flujos de caja generados por la empresa. Esta tasa refleja las oportunidades de inversión productiva que tiene la empresa. Esta tasa es el segundo componente más importante en la creación de valor. Esta tasa mide las nuevas oportunidades de inversión en relación con los flujos de caja generados por la empresa.

Evidentemente existe una relación directa entre la tasa de inversión neta (*Rr*) y la tasa de rendimiento sobre la inversión (*ROIC*). La condición necesaria para la creación de valor en la empresa es que cuando la tasa de inversión neta sea positiva, la rentabilidad de la

inversión (ROIC) sea superior al coste medio ponderado del capital (WACC). Si esto es así el paso siguiente será estimar la sostenibilidad del diferencial  $ROIC-WACC > 0$ .

La **sostenibilidad de la tasa de rendimiento anormal**, esto es, el período de tiempo en el que la empresa tiene una ventaja competitiva (*CAP*). El último elemento de creación de valor es el período de tiempo en el cual la empresa puede mantener la rentabilidad esperada del capital por encima del coste medio ponderado de los recursos implicados. Para poder planificar o estimar este período en el que la empresa mantiene una ventaja competitiva será necesario evaluar las posibles situaciones que podrán darse en el futuro y, sobre todo, es un concepto de naturaleza estratégica.

**Tabla 21**

**Tabla número 11, Indicadores de Valor**

Nombre	Iniciales	Formula	Indicaciones
Rentabilidad sobre el Capital Invertido	ROIC	$EBIT(1-T)/IC$	Esta definición de la rentabilidad del capital es más eficaz para valorar el resultado de la empresa que otras basadas en la rentabilidad financiera (ROE) o en la rentabilidad de los activos (ROI), porque centra su atención en el resultado operativo de la compañía en relación con el capital invertido neto. Sin embargo, al estar definida con valores contables, su resultado puede estar distorsionado por las normas o criterios contables utilizados. El beneficio antes de intereses y después de impuestos [(EBIT (1-T))] es el beneficio que tiene una empresa financiada únicamente con recursos propios pero después de impuestos.
Beneficio antes de Intereses y Después de Impuesto	$EBIT(1-T)t$	Flujo Operativo.	Capital invertido (IC) se excluyen para su cálculo las inversiones no operativas y las inversiones financieras temporales que no pertenezcan a la tesorería de la empresa. Normalmente se valora al principio del período.
Capital Invertido	CI	Activos neto +Capital de Trabajo.	La tasa de reinversión (Rr) representa el porcentaje de inversión en relación con el EBIT(1-T)]. La tasa de reinversión nos indica si la empresa está consumiendo más fondos de los que genera.
Tasa de Reinversion Inversiones en AF y NOF	Rr $CAPEX-A+NFO$	$capEx - A + \Delta NOF / EBIT(1-T)$ $CAPEX-A+NFO$	Activo Fijo - Amortizaciones + Capital de Trabajo
Estructura Financiera Contable	$Bve/Bve+D$	$Bve/Bve+D$	Qué cantidad de endeudamiento respecto a los recursos propios ha empleado la empresa.
Pay Out	$d/BDI$	$d/BDI$	Cuál ha sido la política de dividendos histórica de la empresa?

**Fuente: (Altair, 2007)**

### 3.6.3 Razones financieras bancarias.

El CAMEL es una metodología de análisis financiero que fue adoptada por la reserva federal de Estados Unidos en 1978, la cual incluye cinco categorías de calificación:

Tabla 32

Tabla número 12. Categoría de razones financieras.

Siglas	Conceptos
<b>C</b>	Suficiencia de capital.
<b>A</b>	Calidad de Activos
<b>M</b>	Eficiencia
<b>E</b>	Rentabilidad
<b>L</b>	Liquidez

Fuente: (Banco Central, 2005)

Este análisis proporciona elementos que permiten reflejar la situación de una entidad en sus aspectos operacionales, financieros y de cumplimiento de normas de solvencia, los cuales conducen a conocer la posición relativa de una Institución en el sistema financiero.

Cabe advertir que la debilidad del método CAMEL al igual que otros similares, constituye el estudio estático de las Instituciones, es decir, se analiza su situación en un determinado momento en el tiempo.

Independientemente de la metodología que se adopte, la finalidad de estos análisis es la de facilitar la lectura de los balances y de la información adicional que envían las

## Instituciones Financieras a la Superintendencia de Bancos

### **Cuota de Mercado.** Aquí se incluirá:

- Captaciones del Público como son: Depósitos del público en Instituciones Financieras del país.
- Cuota de Mercado en Captaciones del Público: Porcentaje que cada Institución Financiera tiene del total de los depósitos del público.
- Cartera de Créditos Bruta: Se refiere al total en libros de la cartera de créditos de una Institución Financiera (vigente, prorrogada, reestructurada, vencida y en cobro judicial), sin consideración de los intereses y comisiones por cobrar sobre créditos ni de las provisiones por incobrabilidad de cartera de créditos.
- Cartera de Créditos Neta: Se refiere al total de la Cartera de Crédito de una Institución Financiera (vigente, prorrogada, reestructurada, vencida, en cobro judicial y los intereses y comisiones por cobrar sobre créditos), menos las provisiones por incobrabilidad de cartera de créditos.
- Cuota de mercado de cartera de créditos bruta: Porcentaje que cada institución financiera tiene del total de la cartera de créditos bruta.

### **Calidad de activos.** Aquí se incluirá:

- Total Activos Improductivos Netos: Aquellos activos, netos de provisiones, cuya renta financiera es nula o igual a cero. Entre estos están todas las inmovilizaciones del activo: cartera de crédito en mora y en cobro judicial; el encaje legal no remunerado, activos fijos, otros activos y todas aquellas cuentas incobrables o de dudosa cobrabilidad que pueden implicar pérdidas.

- Activos Improductivos Brutos / Activos Totales: Relaciona el total de activos improductivos brutos, en función de total de activos.
- Activos Improductivos Netos / Activos Totales: Relaciona el total de activos improductivos netos de provisiones, en función de total de activos.
- Índice de Morosidad Bruta: Relaciona la cartera improductiva bruta (créditos vencidos y en cobro judicial) con la cartera de crédito bruta sin netear la provisión para contingencia de cartera.
- Índice de Morosidad Neta: Relaciona la cartera improductiva bruta (créditos vencidos y en cobro judicial) con la cartera de crédito bruta neta de provisión para contingencia de cartera
- Cobertura de la Cartera de Créditos Improductiva: Establece la suficiencia o insuficiencia de la provisión para contingencia de la cartera morosa de la institución financiera. Generalmente, la cobertura de la cartera improductiva deberá ser igual o mayor al 100% de la misma.
- Cobertura de la Cartera de Créditos Bruta: Establece la suficiencia o insuficiencia de la provisión para contingencia de la cartera total de la institución financiera.
- Cartera de Riesgo / Cartera Bruta: Determina el porcentaje de cartera que ha tenido algún tipo de deterioro crediticio (Créditos Prorrogados, Créditos Reestructurados, Créditos Vencidos y Créditos en Cobro Judicial) entre el total de la cartera de créditos.
- Composición de la Cartera: Mezcla de la cartera de crédito bruta para identificar la participación porcentual de cada rubro.

- Concentración de la Cartera de Crédito Bruta por Actividad Económica: Mezcla de la cartera de crédito bruta en dependencia de la concentración de los recursos prestados a los diferentes sectores económicos.

**Suficiencia Patrimonial**, aquí se incluye:

- Razón de Capital (Nivel 1+2+3) / Activo Ponderados en Base Riesgo:

Capital total sobre activos ponderados en base a riesgo.

- Razón de apalancamiento financiero: Inverso del coeficiente de capital de riesgo, expresa el riesgo potencial de insolvencia.
- Razón de Endeudamiento: Mide la proporción de los recursos ajenos proporcionados por los clientes y acreedores frente a los recursos propios. Define el factor de expansión del negocio al limitar la capacidad de los bancos para levantar fondos prestables (captaciones y otros financiamientos) del mercado financiero. Cuanto mayor sea este coeficiente, expresado en número de veces del patrimonio, más endeudada estará una entidad bancaria y más limitada será su capacidad para incrementar sus operaciones pasivas y mantener su posición competitiva en el mercado. Cuanto más bajo se presente este coeficiente, mayor será la probabilidad de utilizar el capital del banco para promover el negocio de intermediación financiera.
- Vulnerabilidad del Patrimonio: Coeficiente que relaciona la cartera de crédito improductiva (créditos en mora > 90 días y en cobro judicial) con los recursos propios de la entidad. Permite determinar la debilidad en el patrimonio de las instituciones financieras, a razón de los riesgos en el retorno de las colocaciones

crediticias que presentan morosidad y cuyo monto excede las provisiones para contingencias.

**Rentabilidad y Beneficio**, aquí se incluye:

- Grado de Absorción del Margen Financiero Bruto: Permite evaluar la proporción en que los gastos de operación consumen el margen financiero bruto.
- Grado de Absorción del Margen Financiero Neto: Permite evaluar la proporción en que los gastos de operación consumen el margen financiero, luego de netear la provisión por contingencia de cartera y desvalorización de activos.
- Gastos de Transformación como % Activos Totales Productivos: Este coeficiente relaciona los gastos de transformación con el activo total, es un indicador de productividad y eficiencia operativa.
- Ingresos Ordinarios / Gastos de Transformación: Relaciona los ingresos ordinarios con los gastos que deben incurrir la institución financiera para obtener estos ingresos
- Rentabilidad sobre el Patrimonio (ROE): Rentabilidad sobre los recursos propios de la institución
- Rentabilidad sobre el Activo (ROA): Rentabilidad sobre los activos.
- Apalancamiento financiero: Endeudamiento de la entidad medido como la relación entre el activo total y los recursos propios.
- Rentabilidad Media del Activo Productivo (r): Tasa promedio del activo rentable.
- Costo medio del Pasivo con Costo (c): Tasa promedio del pasivo con costo.
- Margen de Intermediación: Ganancias netas generadas por el negocio de intermediación financiera.

- **Liquidez y Gestión del pasivo**, aquí se incluye:
- Disponibilidades / Captaciones del Público: Muestra la capacidad que tiene la institución financiera para honrar con sus disponibilidades todos los depósitos captados del público.
- Disponibilidades / Cartera de Crédito Bruta: Muestra la relación porcentual de las disponibilidades en relación a la cartera de créditos bruta.

#### **IV. Preguntas Directrices**

¿Cuáles son las estructuras de capital del Banco BDF en el periodo 2013 a 2015 según la información Financiera auditada y que influencia tiene sobre la toma de decisiones en proyecto de inversión?

¿Cómo determinar la estructura de capital Optima de Banco BDF en el periodo 2013 a 2015, mediante el análisis de indicadores de valor interno y razones financiera de Flujo de caja comparativo entre el Banco y los bancos BAC y BANPRO?

¿Qué facilidades le permitirá en la toma de decisiones en proyecto de inversión al banco BDF como producto de la valoración de flujo de caja descontado utilizando técnicas del VPN, CPPC y TIR?

## V. Operacionalización de Variables

A continuación se muestran las variables del presente trabajo de estudio:

<i>Variable</i>	<i>Definición Conceptual</i>	<i>Sub variables</i>	<i>Definición operacional</i>	<i>Fuente</i>	<i>Instrumentos</i>
<b><u>Estados Financieros</u></b>	Son documentos que muestran el resumen del resultado de las operaciones de una empresa por un periodo y a una fecha dados.	Estado de Situación Financiera  Estado de Resultados	El balance General y el Estado de Resultados son el reflejo financiero de la Compañía, sirve primariamente para evaluar el rendimiento de una empresa y su salud financiera	Los Estados Financieros de la Institución	Estados Financieros Auditados del Banco BDF, BANPRO y BAC
<b><u>Estructura de Capital Optima</u></b>	La estructura óptima de capital es aquella que hace máximo el valor de la empresa, o equivalentemente, hace mínimo el coste de los recursos financieros que utiliza.	Deuda a Largo Plazo  Patrimonio	Fuentes de Financiamiento a Largo plazo, que determina la manera de como una entidad puede allegarse de fondos o recursos financieros para llevar a cabo sus metas de crecimiento y progreso.	Los Estados Financieros de la Institución	Estados Financieros Auditados del Banco BDF, BANPRO y BAC

<i>Variable</i>	<i>Definición Conceptual</i>	<i>Sub variables</i>	<i>Definición operacional</i>	<i>Fuente</i>	<i>Instrumentos</i>
<b><u>Comportamiento financiero</u></b>	Procedimiento utilizado para evaluar la estructura de las fuentes y usos de los recursos financieros, así como para establecer las modalidades bajo las cuales se mueven los flujos monetarios, y explicar las circunstancias que en ellos influyen	Indicadores de Valor	Es una medida del rendimiento de la empresa que nos indica cuánto valor se crea con el capital invertido lo que resulta en un indicador de valor para los accionistas.	Elaboración propia, indicadores aplicados a los Estados Financieros de la Compañía.	Fórmula y diseño teórico
		Razones Financieras para flujo de caja	Son coeficientes que proporcionan unidades contables y financieras de medida y comparación, a través de las cuales se analiza el estado actual o pasado de una organización.	Elaboración propia, técnicas aplicadas al Flujo de Caja o de Tesorería de la Compañía.	Fórmula y diseño teórico
		Análisis Comparativo	Compara los valores de las razones de la empresa con los de un competidor importante o grupo de competidores, para identificar áreas con oportunidades de mejoras.	Informes emitido por la SIBOIF y BCN  Elaboración propia, técnicas aplicadas a los Estados Financieros	Análisis de informes emitido por la SIBOIF y BCN  Fórmula y diseño teórico

<i>Variable</i>	<i>Definición Conceptual</i>	<i>Sub variables</i>	<i>Definición operacional</i>	<i>Fuente</i>	<i>Instrumentos</i>
<u><i>Flujo de Caja Operativo descontado</i></u>	Informe financiero que presenta un detalle de <b>los flujos de ingresos y egresos de dinero</b> que tiene una empresa en un período dado	Ingresos	Informe financiero que presenta un detalle de los flujos de ingresos de dinero que se proyectan para una empresa en un período dado.	Elaboración propia, técnicas aplicadas a los Estados Financieros de la Compañía.	Fórmula y diseño teórico
		Egresos	Informe financiero que presenta un detalle de los flujos egresos de dinero que se proyectan para una empresa en un período dado	Elaboración propia, técnicas aplicadas a los Estados Financieros de la Compañía.	Fórmula y diseño teórico
<u><i>Técnicas de Evaluación</i></u>	Herramienta de gran utilidad para la toma de decisiones por parte de los administradores financiero	VAN CPPC TIR	Cuantifican el impacto efectivo, positivo o negativo de un proyecto o flujo operativo, sirve para verificar la coincidencia de las labores ejecutadas con lo programado	Elaboración propia, técnicas aplicadas al flujo de caja de la Compañía.	Fórmula y diseño teórico

## **VI. Diseño Metodológico**

### **6.1. Enfoque**

El enfoque de la presente investigación es cualitativo, debido a que se describe y esquematiza, siendo para el problema de la presente investigación, la estructura Óptima de capital del Banco de Finanza, durante los años 2013 a 2015 y de qué manera su evaluación contribuye a la toma de decisiones sobre proyectos de inversión. De igual forma se analizan diversos factores financieros, para descubrir la complejidad de índole empresarial que afecta a la Institución, así como los hallazgos encontrados como resultado de dichos procedimientos.

### **6.2. Tipo**

El presente estudio es de tipo descriptivo debido a que detalla las características o atributos más importantes de los estados financieros en relación a la estructura optima de capital través de procedimientos financieros estandarizados como es el uso de indicadores de valor, razones financieras bancarias y evaluación financiera a partir de técnicas de evaluación al flujo de tesorería.

Asimismo se pretende establecer cómo es y cómo se manifiesta un determinado fenómeno, que corresponde en este caso al comportamiento financiero en la determinación de la estructura óptima de capital de la Institución bancaria relacionándola con dos bancos más como son el BAC y BANPRO.

### **6.3. Universo y Muestra**

La población total del presente estudio está conformada por el Banco de finanza, S.A, siendo la muestra seleccionada el área financiera-administrativa de la empresa, con el propósito de Evaluar su comportamiento en relación a inversión de capital.

Por tanto se trata de una muestra no probabilística intencional, a través de la cual será analizada información documental que corresponde a los estados financieros de la entidad, por un período de tres años.

Por lo anterior expuesto, el muestreo es de tipo cualitativo debido a que se escogió el tema por ser de interés para el investigador y por las facilidades de acceso a la información.

### **6.4. Métodos y Técnicas**

El método de investigación que se utilizará para el presente estudio será el deductivo, debido a que se partirá de teorías y fórmulas financieras ya definidas por distintos autores, las cuales se aplicarán a los estados financieros de la Institución.

Es importante señalar que al utilizar el método deductivo se parte de lo general a lo particular, es decir que a través de distintos métodos de análisis de los estados financieros, se logrará obtener los objetivos propuestos para determinar la evaluación de la estructura de capital del Banco de Finanza, el cual sea útil para la toma de decisiones de inversión de la entidad.

Se aplicarán métodos de análisis de los estados financieros auditados de 2013 a 2015, a través de razones financieras, indicadores de valor y técnicas de evaluación por los períodos de estudio, de igual forma se realizará un análisis comparativo con el Banco BANPRO y BAC, como empresas emisoras en bolsa de Valores y parte de la misma industria en que se desarrolla la empresa evaluada.

#### ***6.5. Instrumentos de Análisis***

La recolección de datos se realizará mediante entrevistas aplicadas al personal administrativo-financieros clave de la empresa, siendo éstos, el Gerente Administrativo Financiero y un ejecutivo de negocios empresariales.

De igual forma se realizará una revisión documental de los estados financieros auditados de la entidad, por los períodos comprendidos de 2013 a 2015, para verificar su correcta revisión y autorización por parte del personal pertinente.

## VII. Análisis y discusión de resultados

### 7.1. Análisis de la situación interna de la estructura de capital Óptima del BDF

La estructura de capital de la empresa BDF, está integrada de la siguiente manera, en el entendido, que su composición la conforma la deuda a Largo Plazo mayor a 360 días y su Patrimonio.

En el cumplimiento de uno de los objetivos específico se describirá la composición de la estructura por cada año analizado (2013 al 2015), en relación a la deuda y al patrimonio y luego se indicara la estructura optima de capital con el resumen de los datos de los tres años.

#### 7.1.1 Deuda a Largo Plazo del 2013 a 2015.

En el Banco Analizado los pasivos a largo plazo están compuestos por obligaciones con el público, otras obligaciones con el público, obligaciones con instituciones financieras y por otro financiamiento, y las obligaciones subordinadas.

Para el año 2013 los saldos corresponden de acuerdo a las siguientes tablas.

Tabla 43

<b>Tabla número 13. Obligaciones con el Publico, saldo 2013 BDF</b>	
<b>Año de Vencimiento</b>	<b>Monto (C\$)</b>
2015	459.431.401,00
2016	37.800.306,00
2017	37.077.795,00
2017 en adelante	24.084.566,00
<b>Totales</b>	<b>558.394.068,00</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros Auditados del BDF 2013.

Podemos observar en la tabla anterior que, la deuda a largo plazo por obligaciones con el público se clasificó por años de vencimientos y aquí se integran aquellos depósitos a plazo fijo mayor a 360 días, en este caso esta deuda representa el 5,90% en relación al pasivo por obligaciones con el público por un monto total de C\$ 9.463.013.692,00 Córdobas (Mirar anexo número 1 Balance General al 31 de Diciembre 2013). Es importante mencionar que el monto correspondiente a C\$ 558.394.068,00 Córdobas, incluye saldo en moneda extranjera tanto en dólares como en euros y en moneda nacional. Clasificada como deuda a largo plazo, ya que genera un costo y afecta directamente la estructura de capital del Banco en relación a la utilización del dinero de los depósitos fijo, para inversión en capital de trabajo.

**Tabla 54**

**Tabla número 14. Otras Obligaciones con el público, saldo 2013 BDF**

<b>Año Vencimiento</b>	<b>Monto (C\$)</b>
2015	3.293.134,00
2016	13.577.485,00
2017	8.889.990,00
2018	12.665.900,00
<b>Totales</b>	<b>38.426.509,00</b>

**Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros Auditados del BDF 2013.**

En relación a la tabla número catorce, es importante mencionar que el banco de Finanzas emitió deuda durante el año 2013 por U\$ 15.000.000 dólares (Mirar anexo número 25 punto A. Obligaciones con el público 2013), para un total de 7.000 Bonos, de los cuales al 31 de Diciembre 2013 se habían colocado y clasificado a Largo plazo un total

de 1.517 bonos, valores estandarizados de renta fijas, con pagos de intereses semestrales a plazo entre 360 días a 1.800 días y valor nominal de U\$ 1.000,00 Dólares.

De acuerdo a lo anterior, la segunda cuenta que integra parte de la deuda a largo plazo, son otras obligaciones con el público, aquí se clasifican emisión de deuda por bonos y papel comercial mayor a 360 días emitidos en la bolsa de Valores de Nicaragua. El monto de C\$38.426.509 Córdobas, representa el 21,36% en relación al total de este pasivo por un monto de C\$179.876.765 Córdobas (Mirar anexo número 1 Balance General al 31 de Diciembre 2013).

**Tabla 65**

**Tabla número 15. Obligaciones con instituciones Financiera y por otro financiamiento, saldo 2013**

<b>Año Vencimiento</b>	<b>Monto (C\$)</b>
2024	104.985.125,00
2026	200.856.652,00
2018	107.660.150,00
2017	53.196.780,00
2016	87.078.062,00
2022	594.946.567,00
<b>TOTALES</b>	<b>1.148.723.336,00</b>

**Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros Auditados del BDF 2013.**

En esta cuenta están clasificados como deuda a largo plazo los préstamos y línea de créditos mayores a 360 días, como se puede observar en la tabla de acuerdo a los años de vencimiento, otorgados al Banco en moneda dólares a tasas de intereses fijas anual y tasa de intereses anual ponderados, garantizado principalmente con BPI en dólares y cesión de cartera de crédito. (Mirar Anexo número 25, punto C composición del Financiamiento con

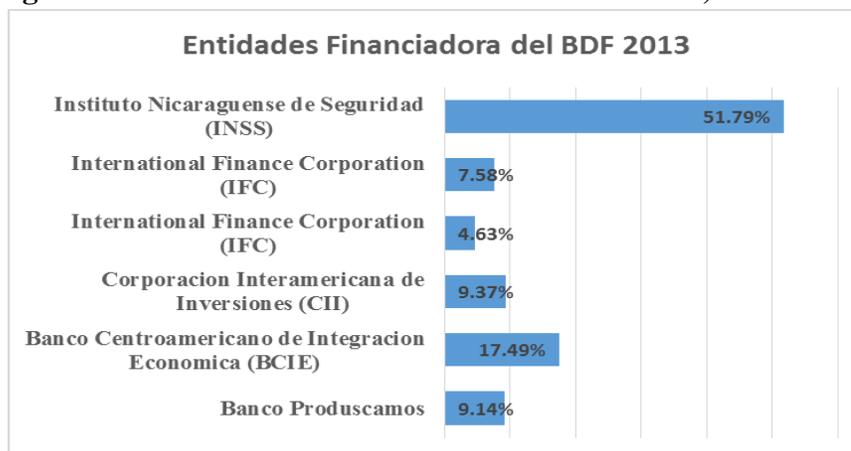
instituciones Financiera 2013), dentro las instituciones que financia al banco se puede mencionar:

- Banco Produzcamos.
- Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE).
- Corporación Interamericana de Inversiones (CII).
- International Finance Corporation (IFC).
- Instituto Nicaragüense de Seguridad Social.

La deuda a Largo Plazo con instituciones Financiera al periodo analizado representa 65.18% por un monto de C\$1.148.723.336 córdobas en relación al total de este pasivo que es igual a un monto de C\$1.762.290.456 Córdobas. (Mirar anexo número 1 Balance General al 31 de diciembre 2013).

Ilustración 84

**Figura número 14. Entidades Financiadora del BDF, saldo 2013**



Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros Auditados del BDF 2013.

De acuerdo al total deuda a largo plazo con Instituciones financiera y otros financiamiento esta tiene su composición específica, como se indica en figura número 14, donde el banco tiene el mayor compromiso con un 51,79% de representación con el Instituto Nicaragüense de Seguridad Social, seguido por el Banco Centroamericano de Integración económica con un 17,49%, la corporación Interamericana de Inversiones con 9,37%, el Banco produzcamos con 9,14%, International Finance Corporation con el 7,58% y 4,63%.

**Tabla 76**

**Tabla número 16. Obligaciones subordinadas, saldo 2013**

<b>Año Vencimiento</b>	<b>Monto (C\$)</b>
2017	142.005.639,00

**Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros Auditados del BDF 2013.**

En el caso de las obligaciones subordinadas como productos de renta fija a largo plazo, el BDF al 28 de diciembre del 2007, recibió desembolso de préstamo por el BCIE (Banco Centroamericano de Integración Económica). El plazo convenido fue a un plazo de 10 años, por lo que al periodo en análisis todavía se clasifica como deuda a largo plazo, es importante mencionar que la tasa pactada es Libor de 3 meses revisados y ajustados trimestralmente.

Al 31 de diciembre el monto por C\$142.005.639 córdobas, representa el 100% de total de este pasivo (Mirar anexo número 1 Balance General al 31 de diciembre 2013). Este monto incluye el principal más los intereses.

Se describió a detalle cómo estaba estructurada la deuda a Largo plazo, para el año 2013, sin embargo en la tabla siguiente podemos identificar más claramente su representación en relación al pasivo total de cada cuenta que la integra.

**Tabla 87**

**Tabla número 17. Representación de la Deuda a Largo Plazo, saldo 2013**

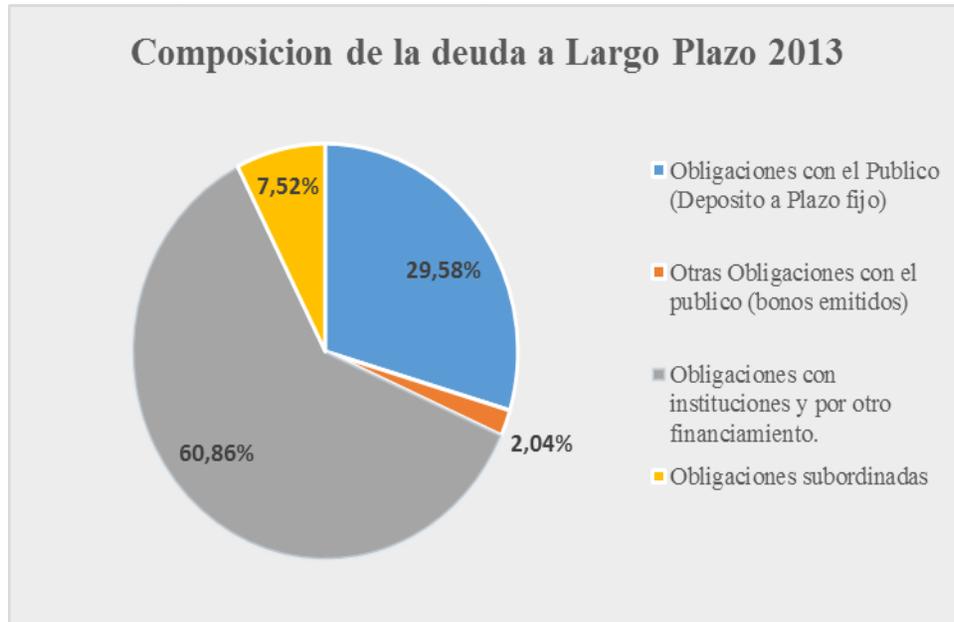
<b>Nombre de la Cuenta</b>	<b>Estructura Financiera</b>	<b>Deuda a Largo Plazo</b>	<b>% de Representación</b>
Obligaciones con el Público (Depósito a Plazo fijo)	9.463.013.692,00	558.394.068,00	5,90%
Otras Obligaciones con el público (bonos emitidos)	179.876.765,00	38.426.509,00	21,36%
Obligaciones con instituciones y por otro financiamiento.	1.762.290.456,00	1.148.723.336,00	65,18%
Obligaciones subordinadas	142.005.639,00	142.005.639,00	100,00%
<b>TOTALES</b>	<b>C\$11.547.186.552,00</b>	<b>C\$1.887.549.552,00</b>	<b>16,35%</b>

**Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros Auditados del BDF 2013.**

La tabla anterior muestra las cuentas de Balance General que forman parte de la deuda a largo plazo del Banco, así como su estructura financiera que suma un monto total de C\$11.547.186.552 Córdobas y la representación de esta deuda por cada cuenta de pasivo, que en este caso la obligaciones con el público representa el 5,90%, Otras obligaciones con el público 21,36%, Obligaciones con instituciones y por otro financiamiento 65,18% y las obligaciones subordinadas el 100% del total pasivo, por lo que la deuda a largo plazo tiene una representación total del 16,35% de la estructura financiera por un monto total de C\$1.887.549.552 Córdobas.

Ilustración 95

**Figura Numero 15. Composición Deuda a Largo Plazo**



**Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros Auditados del BDF 2013.**

En la tabla número 17 se observó el monto total de la deuda a largo plazo para el año 2013, en la figura anterior están indicado los porcentaje de representación de cada cuenta en relación a ese monto total, donde la mayor representación está dada por las obligaciones con instituciones y por otro financiamiento con un 60,86%, seguido por las obligaciones con el público con un 29,58%, las obligaciones subordinadas con un 7,52% y por ultimo otras obligaciones con el público con un 2,04%

Para el año 2014 los saldos corresponden de acuerdo a las siguientes tablas.

Tabla 98

**Tabla número 18. Obligaciones con el Público, saldo 2014.**

<b>Año de Vencimiento</b>	<b>Monto (C\$)</b>
2016	587.902.781,00
2017	73.364.960,00
2018	29.029.700,00
2018 en adelante	26.207.042,00
<b>Totales</b>	<b>716.504.483,00</b>

**Fuente: Elaboración propia a partir de las notas a los Estados Financieros Auditados del BDF 2014.**

En el año 2014 las obligaciones con el público, como parte de la deuda a largo plazo tubo un saldo total correspondiente a un monto de C\$716.504.483 Córdobas, representando un 6,64% del total de las obligaciones de esta cuenta de pasivo que suma un monto de C\$10.782.613.644 Córdobas (Mirar anexo número 5 Balance General al 31 de diciembre 2014-2015). Se han clasificado los depósitos a plazo fijo como deuda a largo plazo por fecha de vencimiento, en este caso los depósitos con mayor vencimiento del 2017 al 2018 en adelante a pena representa entre el 3,66 y 10,24 %, del total, con mayor porcentaje aquellos depósitos que se reclasificaran a corto plazo como son los de vencimiento al 2016 con una representación del 82,05%. Se hace esta referencia por la utilización que tiene el efectivo para el banco en colocación en préstamos y créditos.

Tabla 19

**Tabla número 19. Otras Obligaciones con el público, saldo 2014**

<b>Año Vencimiento</b>	<b>Monto (C\$)</b>
2016	53.177.330,00
2017	26.577.461,00
2018	61.962.490,00
2019	74.864.615,00
<b>Totales</b>	<b>216.581.896,00</b>

**Fuente: Elaboración propia a partir de las notas a los Estados Financieros Auditados del BDF 2014**

Se describió, que para el año 2013 el Banco, emitió títulos valores como una forma de financiamiento a largo plazo, para el año 2014 el número total de bonos colocado era de 6.628 bonos más en relación al año 2013 para un monto total de 8.145 bonos colocados entre tasas del 6 al 7 % de interés fijos pagados al inversionista en flujo trimestrales, con plazo entre 1080 y 1800 días y valor nominal de U\$ 1.000 Dólares convertido a la tasa de cambio del BCN al 31 de diciembre 2014 (Mirar anexo número 25 cuadro de emisión de deuda Punto A 2014).

Como se indica en la tabla número 19 estas emisiones están clasificada dentro la cuenta de pasivo otras obligaciones con el público al final del año descrito la fecha de más vencimiento para pago o reembolso del principal es el año 2019 en este caso el monto para este año tiene el mayor porcentaje de representación con un 16,22%, lo que le permite al banco disponer de efectivo para colocación de créditos.

El monto total en esta cuenta al cierre 2014 fue de C\$461.680.735 (Mirar anexo 5 Balance General al 31 de diciembre 2014), en relación a la emisión de instrumento financiero que es la deuda a largo plazo esta representa el 46,91% por un monto de C\$216.581.896 córdobas.

Tabla 100

**Tabla número 20. Obligaciones con instituciones y por otro financiamiento, saldo 2014.**

<b>Año Vencimiento</b>	<b>Monto (C\$)</b>
2024	95.852.810,00
2026	122.062.823,00
2018	86.444.800,00
2017	39.897.600,00
2016	54.859.200,00
2022	687.671.167,00
2019	199.488.000,00
2025	265.984.000,00
<b>TOTALES</b>	<b>1.552.260.400,00</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de las notas a los Estados Financieros Auditados del BDF 2014

A la fecha analizada, el Banco tiene un total de 8 obligaciones a largo plazo con instituciones financiera, con vencimiento entre los años 2016 y 2026 correspondiente a préstamos y líneas de crédito por un monto total de C\$1.552.260.400 Córdobas, el cual representa el 55,22% del saldo total de esta cuenta al 31 de diciembre 2014 igual a C\$2.811.261.274 córdobas.

Para el año 2014 el BDF, asume dos financiamientos más con:

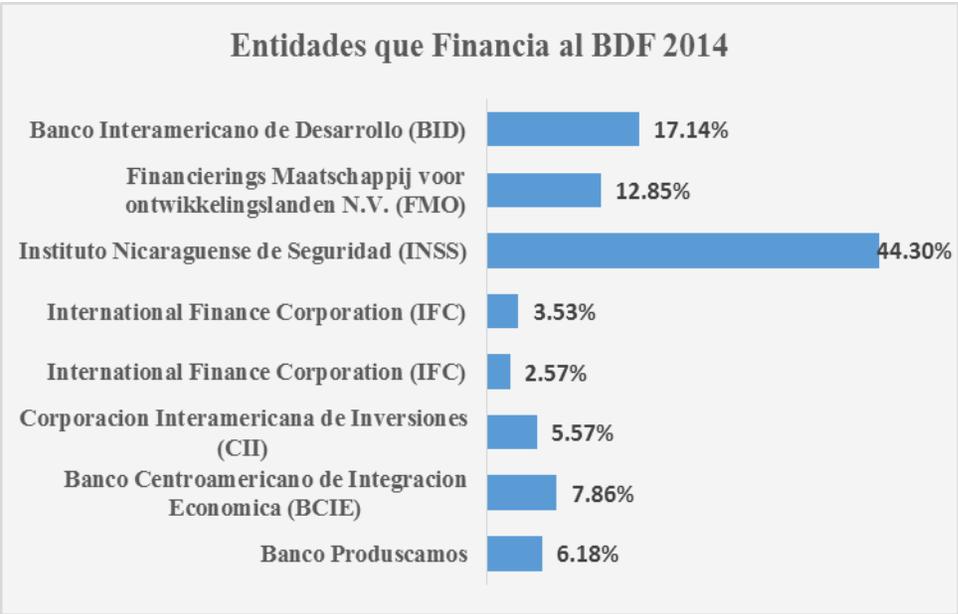
- Financierings Maatschappij Voor Ontwikkelingslanden N.V. (FMO)
- Banco interamericano de Desarrollo (BID)

Cabe señalar que los monto otorgados en estos nuevos financiamiento oscilan entre U\$7.000.000,00 y U\$10.000.000,00 dólares, con plazo de cinco a diez años de vencimiento pagaderos en cuota semestrales a tasa de interés entre el 4,67 y 4,86% una parte fija más

libor 6M, garantizado con cartera de crédito y BPI hasta por un monto de U\$13.757.721,00 dólares.

Ilustración 106

**Figura número 16. Entidades Financiadora del BDF**



**Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros Auditados del BDF 2014.**

En figura anterior se observa detalladamente, las instituciones financiadoras a largo plazo del Banco de Finanzas, préstamos vigentes al 31 de diciembre del 2014. Se observa que el Instituto Nicaragüense de seguridad social (INSS), es la principal institución que financia al banco con un porcentaje representativo del 44,30%, seguido por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) con un 17,14% y FMO con un 12,85%, como los principales financiadores. Las demás instituciones oscilan entre el 2,57% y 7,86% del total de deuda a largo plazo.

Tabla 111

**Tabla número 21. Obligaciones subordinadas, saldo 2014**

<b>Año Vencimiento</b>	<b>Monto (C\$)</b>
2017	111.713.280,00
2022	99.744.000,00
2022	299.232.000,00
<b>TOTALES</b>	<b>510.689.280,00</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de las notas a los Estados Financieros Auditados del BDF 2014

Se mencionó anteriormente que desde el 2007, el banco adquirió deuda subordinada a largo plazo, para el finales del 2014, adquirió nueva deuda con International finance Corporation (IFC) con vencimiento hasta el año 2022 como se observa en la tabla anterior, con tasa fijas del 6,75% más tasa Libor 6M y periodo de gracias de cinco años.

Al 31 de diciembre del 2014, el saldo en esta cuenta por 510.689.280,00 representa el 100% de deuda a largo plazo de esta cuenta de pasivo.

Se ha descrito todas la cuentas de pasivo que conformaron la deuda a largo plazo para el año 2014, en tabla siguiente de hace un resumen de la representación de esta deuda en relación a los montos totales de estas cuentas como parte de la estructura financiera del Banco.

Claramente que se está describiendo estructura de capital, pero es importante mencionar los porcentajes de representación de deuda de capital en relación al total de la estructura financiera del banco.

Tabla 122

**Tabla número 22. Representación de la Deuda a Largo Plazo 2014**

<b>Nombre de la Cuenta</b>	<b>Estructura Financiera</b>	<b>Deuda a Largo Plazo</b>	<b>% de Representación</b>
Obligaciones con el Público (Depósito a Plazo fijo)	10.782.613.644,00	716.504.483,00	6.64%
Otras Obligaciones con el público (bonos emitidos)	461.680.735,00	216.581.896,00	46.91%
Obligaciones con instituciones y por otro financiamiento.	2.811.261.274,00	1.552.260.400,00	55.22%
Obligaciones subordinadas	510.689.280,00	510.689.280,00	100.00%
<b>TOTALES</b>	<b>C\$14.566.244.933,00</b>	<b>2.996.036.059,00</b>	<b>20.57%</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de las notas a los Estados Financieros Auditados del BDF 2014

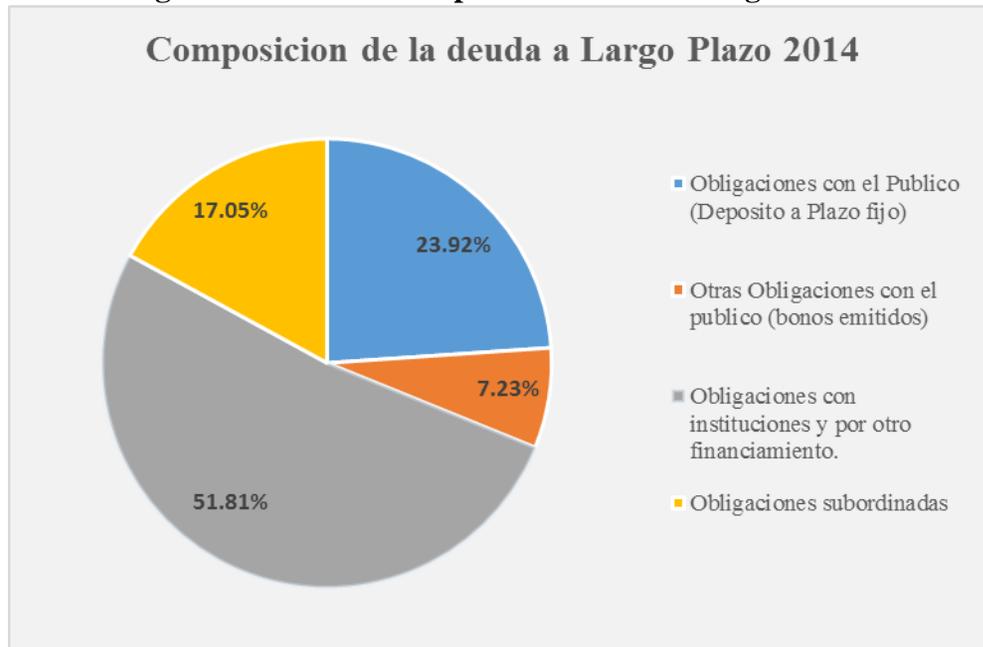
Según la tabla anterior, para el año 2014, la deuda subordinada sigue teniendo la mayor representación en relación a los montos totales de la estructura financiera del Banco con un 100% de deuda a largo plazo del saldo total de la cuenta.

Seguido por las obligaciones con instituciones y por otro financiamiento con 55,22%, otras obligaciones con el público con el 46,91% y las obligaciones con el público con un 6,64% todos estos porcentajes representativos como deuda a largo plazo en relación a los montos totales de cada cuenta de pasivo.

Del monto total por C\$14.566.244.933,00 córdobas que conforma parte de la estructura financiera del banco y compuestas por estas diferentes cuentas de pasivo, la deuda a largo plazo representa para este año en estudio el 20,57% igual a C\$2.996.036.059,00 córdobas.

Ilustración 117

**Figura número 17. Composición Deuda a Largo Plazo 2014.**



**Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros Auditados del BDF 2014.**

Las fuentes de financiamiento y en este caso la deuda a largo plazo tienen componentes, que determina la forma en que el banco tiene la oportunidad de capitalizarse e invertir para obtener rendimientos positivos.

El gráfico 16 describe a detalle la composición por cada cuenta de pasivo y se observa que las Obligaciones con Instituciones y otro financiamiento abarca la mayor porción de la deuda con un 51,81% del total, después las obligaciones con el público con un 23,92%, las obligaciones subordinadas con 17,05% y por último otras obligaciones con el público con un 7,23%.

Para el año 2015 los saldos corresponden de acuerdo a las siguientes tablas.

Tabla 133

**Tabla número 23. Obligaciones con el Público, saldo 2015.**

<b>Año de Vencimiento</b>	<b>Monto (C\$)</b>
2017	632.294.989,00
2018	112.132.235,00
2019	39.412.609,00
2019 en adelante	47.839.596,00
<b>Totales</b>	<b>831.679.429,00</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de las notas a los Estados Financieros Auditados del BDF 2015.

Para el año 2015, la deuda a largo plazo en concepto de obligaciones con el público siempre se hace referencia a los depósitos a plazo fijo con plazo de vencimiento mayor a 360 días, para este año el saldo total en esta cuenta fue de C\$12.866.331.704,00 Córdobas (Mirar anexo número 5, Balance General al 31 de Diciembre 2014-2015), representando estos depósitos el 6,46% del total de este pasivo.

Tabla 144

**Tabla número 24. Otras Obligaciones con el público, Saldo 2015**

<b>Año Vencimiento</b>	<b>Monto (C\$)</b>
2017	27.928.300,00
2018	100.122.955,00
2019	125.677.350,00
<b>Totales</b>	<b>253.728.605,00</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de las notas a los Estados Financieros Auditados del BDF 2015.

Se ha descrito anteriormente que en el caso de la deuda a largo plazo clasificada dentro de las obligaciones con el público son las captaciones de capital por instrumento financiero que desde el 2013 el Banco de Finanzas está emitiendo en el mercado de capital.

En este año analizado, la cantidad total ya emitida es de 9.500 bonos con plazo de vencimiento mayor a 360 días, y colocados la cantidad de 9.085 bonos pagando al inversionista tasas entre 6% y el 7% con flujos trimestrales y valor nominal de U\$1.000,00

dólares (Mirar anexo número 25 Tipo A, tabla de datos para el cálculo del costo de la deuda el 2015).

Se puede observar en la tabla número 24, que el objetivo es la búsqueda de disponibilidad, por lo que los bonos con mayor vencimiento de devolución de capital están para el año 2018 y 2019 con 39,46% y 49,53% de representación del total del dinero captado respectivamente.

El saldo total de esta cuenta al 31 de diciembre 2015 es de C\$582.715.471,00 córdobas donde la deuda a largo plazo representada por emisión de bonos es de C\$253.728.605,00 córdobas, que porcentualmente equivale al 43,54% del saldo total de este pasivo.

**Tabla 155**

**Tabla número 25. Obligaciones con instituciones y por otro financiamiento, saldo 2015.**

<b>Año Vencimiento</b>	<b>Monto (C\$)</b>
2024	86.175.867,00
2026	437.697.319,00
2018	62.838.675,00
2017	25.135.470,00
2022	839.963.929,00
2019	186.188.667,00
2025	279.283.000,00
2024	279.283.000,00
<b>TOTALES</b>	<b>2.196.565.927,00</b>

**Fuente: Elaboración propia a partir de las notas a los Estados Financieros Auditados del BDF 2015.**

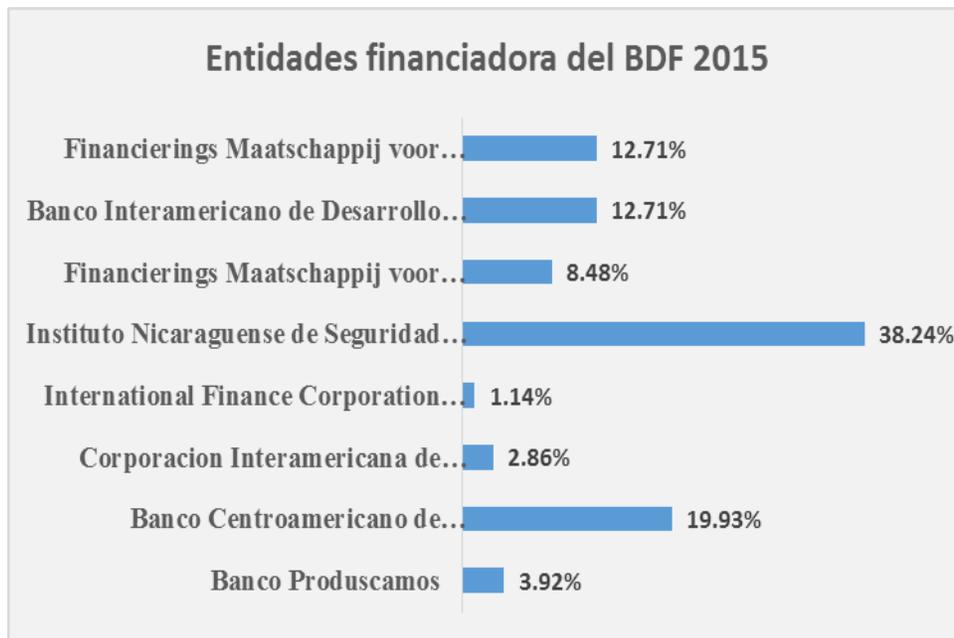
Las Obligaciones con instituciones y por otro financiamiento al 31 de diciembre 2015, presenta un saldo total de C\$3.262.427.949,00 (Mirar anexo número 5, Balance

General al 31 de diciembre 2014- 2015), de acuerdo a la tabla anterior la deuda a largo plazo representa el 67,33% por un monto de C\$2.196.565.927,00 córdobas del monto total de esta cuenta de pasivo.

Las tasas oscilan entre el 4,00% y 6,47% que incluye tasas fijas, tasas ponderadas y tasa fijas más tasas Libor garantizado con BPI y cartera de crédito por montos máximos de U\$34.333.708,00 y fechas máximo de vencimiento entre 2017 y 2026.

**Ilustración 128**

**Grafico número 18. Entidades Financiadora BDF 2015**



**Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros Auditados del BDF 2015.**

En la figura 18, se muestran a detalle las instituciones que han venido financiando al banco con préstamos y línea de créditos a largo plazo, donde por orden de representación significativa el Instituto de seguridad social (INSS) ha sido el principal financiador con un 38,24% en relación al total de deuda a largo plazo para este tipo de pasivo, en segundo lugar el Banco Centroamericano de Desarrollo con un 19,93%, seguido por el Banco

Interamericano de Desarrollo y Financierings Maatschappij con el 12,71% cada una, otros prestamos con Financierings Maatschappij con 8,48% y por ultimo Banco produzcamos con un 3,92% Corporation Interamericana de Inversiones con 2,86% e International Finance Corporation con un 1,14%.

**Tabla 166**

**Tabla número 26. Obligaciones subordinadas, saldo 2015.**

<b>Año Vencimiento</b>	<b>Monto (C\$)</b>
2017	78.199.240,00
2022	104.731.125,00
2022	314.193.375,00
<b>TOTALES</b>	<b>497.123.740,00</b>

**Fuente: Elaboración propia a partir de las notas a los Estados Financieros Auditados del BDF 2015.**

Las obligaciones subordinadas para el año 2015, se mantuvieron en relación al número de entidades financiadoras (Mirar anexo 25 Punto D cuadro detalle de deuda subordinada 2015). El monto total por C\$497.123.740,00 Córdobas representa el 100% de este pasivo. En la tabla 26 se observa las fechas de vencimiento que oscilan entre los años 2017 y 2022.

En este tipo de deuda las tasas de pagos de intereses están entre el 5% y 7.28%, compuestas por tasas fijas más tasas Libor 3M y 6M.

La estructura financiera incluye el total apalancamiento operativo y financiero, es decir deuda tanto a corto plazo como deuda a largo plazo. Para mayor comprensión de la estructura de capital es importante determinar la participación de la deuda a largo plazo en relación a esta estructura financiera.

Por lo que a continuación se presenta la representación de la deuda a largo plazo en comparación con la estructura financiera de las cuentas de pasivos.

**Tabla 177**

**Tabla número 27. Representación de la deuda a Largo Plazo 2015.**

<b>Nombre de la Cuenta</b>	<b>Estructura Financiera</b>	<b>Deuda a Largo Plazo</b>	<b>% de Representación</b>
Obligaciones con el Público (Depósito a Plazo fijo)	12.866.331.704,00	831.679.429,00	6.46%
Otras Obligaciones con el público (bonos emitidos)	582.715.471,00	253.728.605,00	43.54%
Obligaciones con instituciones y por otro financiamiento.	3.262.427.949,00	2.196.565.927,00	67.33%
Obligaciones subordinadas	497.123.740,00	497.123.740,00	100.00%
<b>TOTALES</b>	<b>17.208.598.864,00</b>	<b>3.779.097.701,00</b>	<b>21.96%</b>

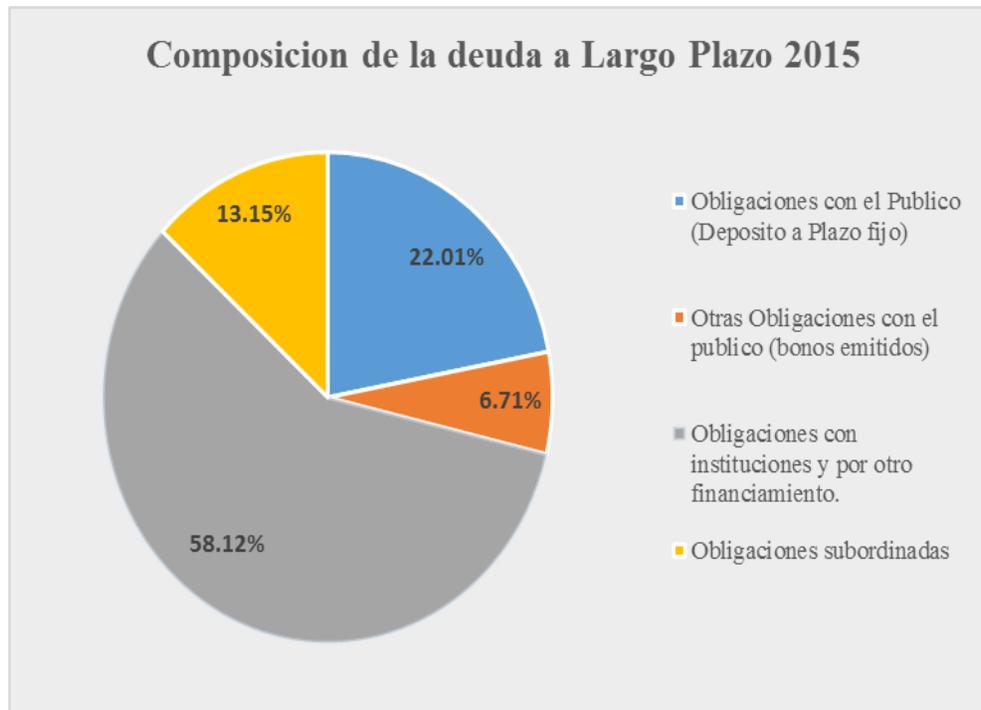
**Fuente: Elaboración propia a partir de las notas a los Estados Financieros Auditados del BDF 2015.**

De acuerdo a lo indicado en la tabla anterior, el apalancamiento financiero para el año 2015 representa el 21,96% por un monto de C\$3.779.097.101,00 córdobas del total de deuda por un monto de C\$17.208.598.864,00 córdobas.

En este año las obligaciones subordinadas tienen el más alto porcentaje de representación como deuda a largo plazo en relación al pasivo total de esta cuenta con un 100%, las obligaciones con Instituciones y por otro financiamiento el 67,33%, otras obligaciones con el público 43,54% y las obligaciones con el público que apenas la deuda a largo plazo representa el 6,46% del total de ese pasivo.

Ilustración 19

**Figura número 19. Composición deuda a Largo plazo 2015.**



**Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros Auditados del BDF 2015.**

Las fuentes de financiamiento, dan las pautas de la composición de una deuda. Para el año 2015 como se observa en la figura anterior el 58,12% como mayor porcentaje corresponden a las Obligaciones con Instituciones y por otro financiamiento, con un 22,01% las obligaciones con el público, con un 13,15% las obligaciones subordinadas y por último con un 6,71% otras obligaciones con el público.

### **7.1.2 Patrimonio 2013 a 2015.**

El patrimonio funciona como una fuente de financiamiento de capital, y para determinar la estructura óptima de capital, es importante analizar los cambios en diferentes periodos.

De igual manera a como se describió la deuda a largo plazo, como parte de la estructura de capital, se describirá en este punto la composición del patrimonio del banco, para los tres años analizados, tomando en consideración que se encuentra clasificada por las siguientes cuentas:

- Capital Social suscrito y pagado.
- Reservas patrimoniales.
- Resultados Acumulados.

Para el año 2013, los saldos y movimientos de las cuentas se describen a continuación.

**Tabla 188**

**Tabla número 28. Capital Social suscrito y Pagado al 2013.**

<b>Concepto</b>	<b>Monto C\$</b>
Saldo al 31 de Diciembre del 2011	600.000.000,00
Capitalización de Utilidades	100.000.000,00
Saldo al 31 de Diciembre del 2012	700.000.000,00
Capitalización de Utilidades	60.000.000,00
<b>Saldo al 31 de Diciembre 2013</b>	<b>760.000.000,00</b>

**Fuente: Elaboración propia a partir de las notas a los Estados Financieros del BDF Auditados 2013.**

La tabla número 28, muestra el saldo del Capital Social suscrito y pagado al 31 de diciembre 2013, por un monto total a la fecha de C\$760.000.000,00 Córdobas, con el fiel cumplimiento a lo que indicaba en ese momento la norma prudencial emitida por la Superintendencia de Banco en resolución SIBOIF-712-1-ENE25-2012, en relación al capital mínimo requerido el cual era por un monto de C\$270.000.000,00 Córdobas. En este caso es bueno aclarar que se está describiendo la composición de la cuenta no el

cumplimiento a las normativas sin embargo en el objetivo de describir la cuenta es importante mencionar que el Banco tiene un sobre cumplimiento en relación a este punto.

Al 31 de diciembre 2011 el saldo en la cuenta era de C\$600.000.000,00 córdobas capitalizándose utilidades por un monto total de C\$100.000.000,00 para un saldo al 31 de diciembre 2012 de C\$700.000.000,00 córdobas. A esa fecha el valor nominal de la acción era de C\$5,00 córdobas (Mirar anexo número 26, punto A BDF Patrimonio 2013) y la cantidad de acciones era de 140.000.000,00.

Así mismo en este año 2013 se capitalizo utilidades por un monto total de C\$60.000.000,00 córdobas aprobada por la Junta General de accionista el 20 de marzo 2013 y autorizada por la SIBOIF el 09 de mayo 2013, que al sumar al saldo al 31 de diciembre del 2012, corresponde al saldo indicado por C\$760.000.000 córdobas, distribuido en 152.000.000,00 acciones siempre al valor nominal de C\$5,00 córdobas.

**Tabla 29**

**Tabla número 29. Reservas patrimoniales 2013**

<b>Concepto</b>	<b>Monto C\$</b>
Saldo al 31 de Diciembre del 2011	163.943.356,00
Traspaso de resultados acumulados a reserva legal	35.358.662,00
Saldo al 31 de Diciembre del 2012	199.302.018,00
traspaso de resultados acumulados a reserva legal	41.860.013,00
<b>Saldo al 31 de Diciembre 2013</b>	<b>241.162.031,00</b>

**Fuente: Elaboración propia a partir de las notas a los Estados Financieros del BDF Auditados 2013.**

La Ley 561, Ley General de Bancos, Instituciones financieras no Bancarias y Grupos Financieros, en su artículo 21 establece la constitución de reservas de capital, equivalente al 15% de las utilidades netas del periodo, para el año 2013 el resultado del

ejercicio fue C\$279.066.752,00 Córdoba y en este caso el 15% correspondió a un monto de C\$41.860.013,00 córdobas, que al sumar al saldo al 31 de Diciembre del 2012 por un monto de C\$199.302.018,00 córdobas, el saldo total a la fecha analizada corresponde a C\$241.162.031,00 córdobas, como se puede apreciar en tabla número 29.

**Tabla 30**

**Tabla número 30. Resultado Acumulados 2013**

<b>Concepto</b>	<b>Monto C\$</b>
Saldo al 31 de Diciembre del 2011	200.026.294,00
Dividendos pagados	77.492.667,00
Resultado del periodo.	235.724.412,00
Traspasso de resultados acumulados a reserva legal	35.358.662,00
Capitalización de Utilidades	100.000.000,00
Saldo al 31 de Diciembre del 2012	222.899.377,00
Dividendos pagados	73.144.800,00
Resultado del periodo.	279.066.752,00
traspasso de resultados acumulados a reserva legal	41.860.013,00
Capitalización de Utilidades	60.000.000,00
<b>Saldo al 31 de Diciembre 2013</b>	<b>326.961.316,00</b>

**Fuente: Elaboración propia a partir de las notas a los Estados Financieros del BDF Auditados 2013.**

En la cuenta de resultados acumulados se incluye, aquellos movimientos, que afectan las actividades operativas de la empresa, como las de financiamiento.

Cuando se habla de actividades operativa, aquí se indica el resultado del periodo, que para el año 2013 fue de C\$279.066.752,00 córdobas, en el caso de las actividades de financiamiento el pago de dividendos por un monto de C\$73.144.800,00 córdobas.

Movimientos que no afecta una salida ni entrada de efectivo, pero que restan al saldo de esta cuenta como son los traspassos de resultados a reservas legales por un monto de C\$41.860.013,00 córdobas y la capitalización de utilidades por un monto de

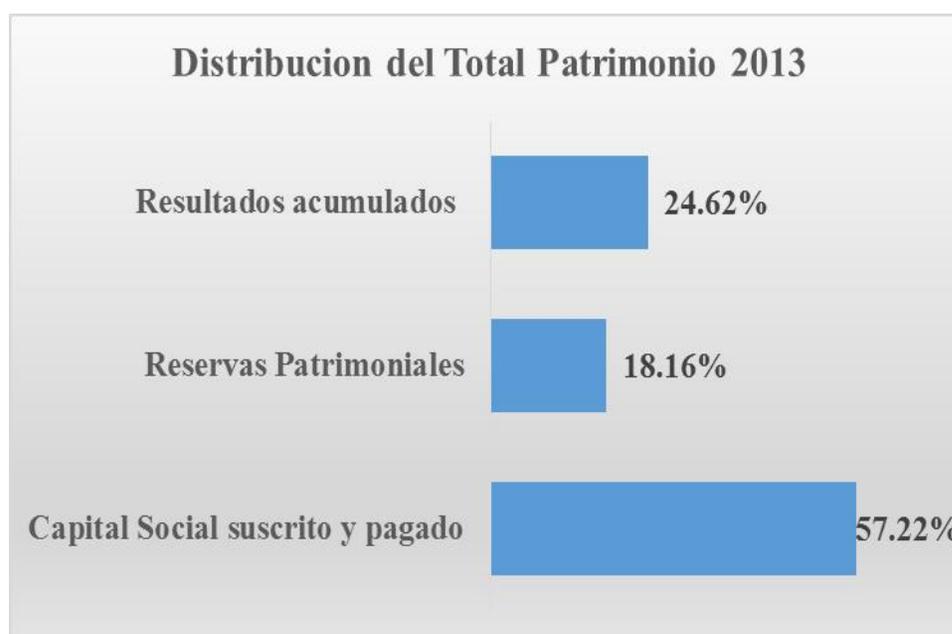
C\$60.000.000,00 córdobas, para un saldo total en resultado acumulado de

C\$326.961.316,00 Córdobas.

Se especificó la composición detalladamente de la cuenta de capital, en grafica siguiente se define la representación por cada cuenta que conforma el patrimonio.

**Ilustración 130**

**Figura número 20. Distribución del patrimonio por cuenta 2013**



**Fuente: Elaboración propia a partir de los Estados Financieros Auditados del BDF 2013.**

De acuerdo a lo indicado en la figura anterior el capital social suscrito y pagado tiene la mayor representación en la cuenta de patrimonio con un 57.22% equivalente a C\$760.000.000,00 córdobas, los resultados acumulados con un 24.62% equivalente a C\$326.961.316,00 córdobas y en ultimo nivel porcentual las reservas patrimoniales con

18.16% equivalente a C\$241.162.031,00 todos los términos porcentuales en relación al total patrimonio.

En el año 2014, la composición del patrimonio se describe a continuación:

**Tabla 191**

<b>Tabla número 31. Capital Social suscrito y Pagado 2014.</b>	
<b>Concepto</b>	<b>Monto C\$</b>
Saldo al 31 de Diciembre del 2012	700.000.000,00
Capitalización de Utilidades	60.000.000,00
Saldo al 31 de Diciembre del 2013	760.000.000,00
Capitalización de Utilidades	70.000.000,00
<b>Saldo al 31 de Diciembre 2014</b>	<b>830.000.000,00</b>

**Fuente: Elaboración propia a partir de las notas a los Estados Financieros del BDF Auditados 2014.**

El capital social suscrito y pagado al 31 de diciembre 2014, le corresponde un saldo igual a C\$830.000.000,00 córdobas, tomando en cuenta que el capital mínimo requerido a esa fecha era de C\$300.000.000,00 córdobas, según resolución emitida por la Superintendencia de Banco número CD-SIBOIF-822-1-FEBE19-2014.

En este año hubo proceso de capitalización de utilidades por un monto de C\$70.000.000,00 córdobas a como se indica en la tabla número 31, capitalización aprobada por la Junta General de Accionista el 19 de Marzo del 2014 y autorizada por la SIBOIF el 05 de Mayo del 2014.

A la fecha este capital estaba compuesto por 152.000.000 acciones comunes a un valor nominal de C\$5,00 córdobas cada una.

Tabla 202

<b>Tabla número 32. Reservas patrimoniales 2014</b>	
<b>Concepto</b>	<b>Monto C\$</b>
Saldo al 31 de Diciembre del 2012	199.302.018,00
Traspaso de resultados acumulados a reserva legal	41.860.013,00
Saldo al 31 de Diciembre del 2013	241.162.031,00
Traspaso de resultados acumulados a reserva legal	39.229.297,00
<b>Saldo al 31 de Diciembre 2014</b>	<b>280.391.328,00</b>

**Fuente: Elaboración propia a partir de las notas a los Estados Financieros del BDF Auditados 2014.**

Las reservas patrimoniales, de acuerdo a lo indicado en tabla número 32, al 31 de diciembre 2014 su saldo correspondía a un monto de C\$280.391.328,00 córdobas, compuesto primeramente por el saldo acumulado al 31 de diciembre 2013, por un monto de C\$241.162.031,00 córdobas más el 15% de reserva legal por un monto de C\$39.229.297,00 córdobas calculado de la utilidad del periodo por un monto de C\$261.528.648,00 Córdobas

Tabla 213

<b>Tabla número 33. Resultado Acumulados 2014</b>	
<b>Concepto</b>	<b>Monto C\$</b>
Saldo al 31 de Diciembre del 2012	222.899.377,00
Dividendos pagados	73.144.800,00
Resultado del periodo.	279.066.752,00
traspaso de resultados acumulados a reserva legal	41.860.013,00
Capitalización de Utilidades	60.000.000,00
Saldo al 31 de Diciembre del 2013	326.961.316,00
Dividendos pagados	83.720.026,00
Resultado del periodo.	261.528.648,00
traspaso de resultados acumulados a reserva legal	39.229.297,00
Capitalización de Utilidades	70.000.000,00
<b>Saldo al 31 de Diciembre 2014</b>	<b>395.540.641,00</b>

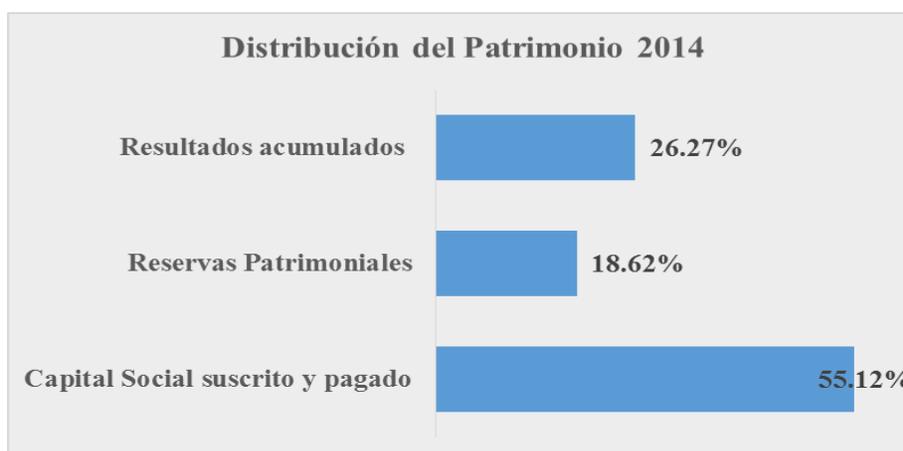
**Fuente: Elaboración propia a partir de las notas a los Estados Financieros del BDF Auditados 2014.**

El resultado acumulado del 2014 se vio afectado directamente por dos movimientos importantes, como se mencionó en los resultados del año 2013, se observa en la tabla anterior que para el año 2014 estos movimientos correspondieron a las actividades operativas del cual se obtuvo un resultado neto de C\$261.528.648,00 Córdobas (Mirar anexo número 6, Estado de Resultado al 31 de Diciembre 2014 -2015) y actividades de financiamiento en este caso el pago de dividendos por un monto de C\$83.720.026,00 córdobas.

Los otros movimientos internos para este año fue el traspaso de la reserva legal por un monto de C\$39.229.297,00 córdobas y la capitalización de utilidades por un monto de C\$70.000.000,00 córdobas. Al cierre del 31 de diciembre del 2014 el resultado acumulado fue de C\$395.540.641,00 córdobas, que incluye la sumatoria del saldo al 31 de diciembre 2013 con el resultado del periodo menos los pagos de dividendos, traspaso de la reserva legal y la capitalización de utilidades.

**Ilustración 141**

**Figura número 21. Distribución del patrimonio por cuenta 2014**



**Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros auditados BDF 2014.**

En el caso del grafico anterior, se refleja la representación de cada cuenta del patrimonio, para el año 2014 el capital social suscrito tiene la mayor representación en relación al total patrimonio con un 55.12% equivalente a C\$830.000.000,00 los resultados acumulados un 26.27% equivalente a C\$395.540.641,00 Córdobas y por ultimo las reservas patrimoniales con un 18.62% equivalente a C\$280.391.328,00 córdobas.

Los datos correspondientes a la composición del patrimonio para el año 2015, se presenta en las tablas siguientes:

**Tabla 224**

<b>Tabla número 34. Capital Social suscrito y Pagado 2015.</b>	
<b>Concepto</b>	<b>Monto C\$</b>
Saldo al 31 de Diciembre del 2013	760.000.000,00
Capitalización de Utilidades	70.000.000,00
Saldo al 31 de Diciembre del 2014	830.000.000,00
Capitalización de Utilidades	65.500.000,00
<b>Saldo al 31 de Diciembre 2015</b>	<b>895.500.000,00</b>

**Fuente: Elaboración propia a partir de las notas a los Estados Financieros del BDF Auditados 2015.**

De acuerdo a la tabla 34, el Capital Social suscrito y pagado al 2015 le correspondía un saldo total de C\$895.500.000,00 córdobas, a esta fecha el capital mínimo requerido para operar de un banco en Nicaragua era de C\$300.000.000,00 Córdobas, según resolución emitida en el año 2014 por la Superintendencia de Banco y mencionada anteriormente en la composición del Capital Social del año 2014.

La capitalización de utilidades fue aprobada por la Junta General de accionista el 19 de marzo de 2015 y autorizada por la SIBOIF el 09 de mayo del 2015, como se puede

observar en la tabla anterior el monto capitalizado fue de C\$65.500.000,00 Córdobas que suma al saldo del capital al 31 de diciembre 2014.

En el 2015, el capital social estaba compuesto por 179.100.000,00 acciones comunes con un valor nominal de C\$5,00 córdobas cada una.

**Tabla 235**

**Tabla número 35. Reservas patrimoniales 2015**

<b>Concepto</b>	<b>Monto C\$</b>
Saldo al 31 de Diciembre del 2013	241.162.031,00
Traspaso de resultados acumulados a reserva legal	39.229.297,00
Saldo al 31 de Diciembre del 2014	280.391.328,00
traspaso de resultados acumulados a reserva legal	50.285.103,00
<b>Saldo al 31 de Diciembre 2015</b>	<b>330.676.431,00</b>

**Fuente: Elaboración propia a partir de las notas a los Estados Financieros del BDF Auditados 2015.**

Con respecto a las reservas patrimoniales al 31 de diciembre 2014, su saldo era de C\$280.391.328,00 córdobas, el saldo al 2015 por un monto de C\$330.676.431,00 córdobas corresponde a la sumatoria del saldo 2014 más el traspaso de resultados acumulados a reserva legal, es decir ya determinada el 15% de la utilidad del ejercicio que en este año fue por un monto de C\$50.285.103,00 córdobas.

Tabla 246

**Tabla número 36. Resultado Acumulados 2015**

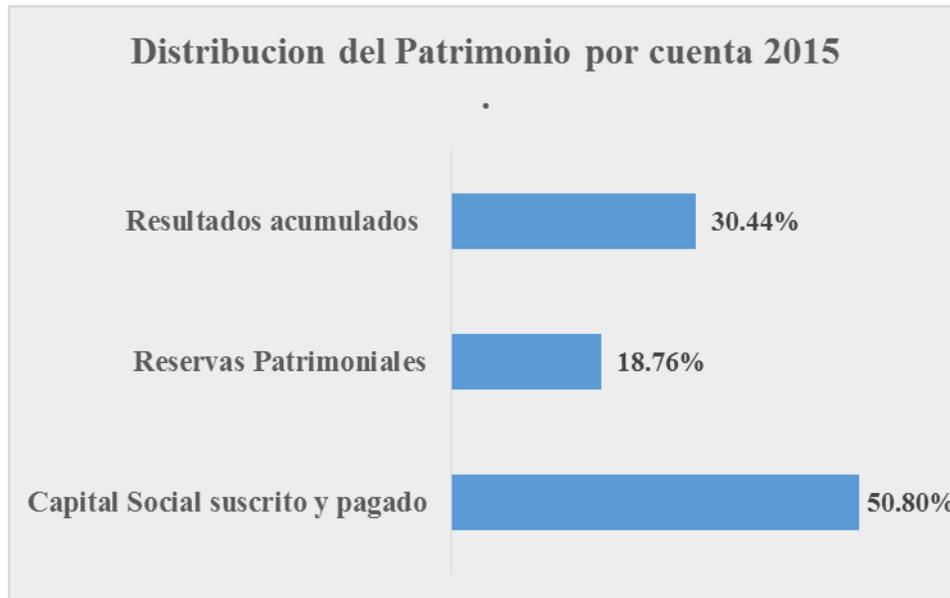
<b>Concepto</b>	<b>Monto C\$</b>
Saldo al 31 de Diciembre del 2013	326.961.316,00
Dividendos pagados	83.720.026,00
Resultado del periodo.	261.528.648,00
traspaso de resultados acumulados a reserva legal	39.229.297,00
Capitalización de Utilidades	70.000.000,00
Saldo al 31 de Diciembre del 2014	395.540.641,00
Dividendos pagados	78.458.594,00
Resultado del periodo.	335.234.018,00
traspaso de resultados acumulados a reserva legal	50.285.103,00
Capitalización de Utilidades	65.500.000,00
<b>Saldo al 31 de Diciembre 2015</b>	<b>536.530.962,00</b>

Fuente: Elaboración propia a partir de las notas a los Estados Financieros del BDF Auditados 2015.

En la tabla 36, se presenta el detalle del saldo de la cuenta de Resultados Acumulados que al 31 de diciembre 2015, su monto total era de C\$536.530.962,00 córdobas. Tomando en cuenta el saldo al 31 de diciembre 2014 por un monto de C\$395.540.641,00 córdobas más el resultado periodo 2015, por un monto de C\$335.234.018,00 córdobas, así como las salidas en pago de dividendos por un monto de C\$78.458.594,00 córdobas, lo traspaso de resultados a reserva legal por C\$50.285.103,00 córdobas y la capitalización de utilidades por C\$65.500.000,00 córdobas.

En cuanto a la representación de cada cuenta descrita anteriormente en relación al patrimonio total del Banco se presenta a continuación en el grafico siguiente.

**Figura número 22. Distribución del patrimonio por cuenta 2015**



**Fuente: Elaboración propia a partir de estados financieros auditados BDF 2015.**

Podemos observar en el gráfico 22, la distribución del patrimonio del Banco por cada cuenta que lo conforma para el año 2015, donde con un 50.80% el capital social suscrito y pagado tiene la mayor representación, seguido por los resultados acumulados con un 30.44% y las reservas patrimoniales por 18.76%.

### **7.1.3 Comportamiento de la Estructura de capital 2013-2015.**

En los puntos 7.1.1 y 7.1.2 se describieron detalladamente las cuentas que conforma la estructura de capital del Banco de Finanzas, sus principales movimientos así como su composición para los años 2013,2014 y 2015.

En este punto se planteara el comportamiento en estos diferentes años tanto de la deuda a largo plazo como del patrimonio, muy importante para la determinación de la estructura óptima de capital.

### 7.1.3.1 Pasivo a Largo Plazo.

Tabla 37

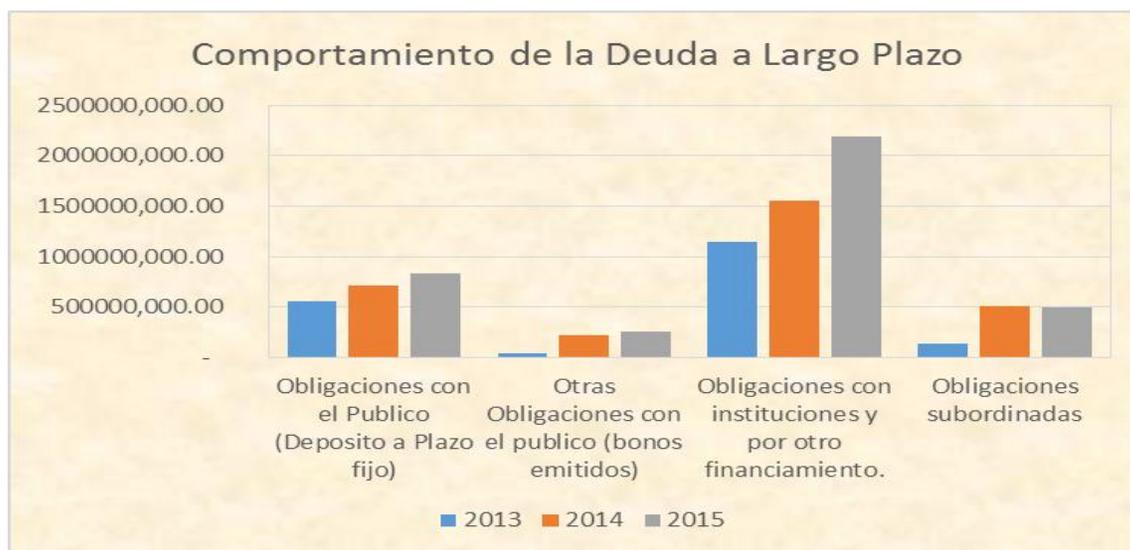
**Tabla número 37. Pasivo a Largo plazo en moneda Nacional Córdoba.**

	2013	2014	2015
Obligaciones con el Publico (Depósito a Plazo fijo)	558.394.068	716.504.483	831.679.429
Otras Obligaciones con el público (bonos emitidos)	38.426.509	216.581.896	253.728.605
Obligaciones con instituciones y por otro financiamiento.	1.148.723.336	1.552.260.400	2.196.565.927
Obligaciones subordinadas	142.005.639	510.689.280	497.123.740
<b>TOTAL OBLIGACIONES</b>	<b>1.887.549.552</b>	<b>2.996.036.059</b>	<b>3.779.097.701</b>

Fuente: Estados Financieros del Banco de Finanzas, para los años 2013,2014 y 2015.

Ilustración 163

**Figura número 23. Comportamiento de la Deuda a Largo Plazo en Córdoba**



Fuente: Estados Financieros del Banco de Finanzas, para los años 2013, 2014 y 2015.

En la figura se muestra tanto la composición de cada cuenta del pasivo a largo plazo, así como el comportamiento en los tres diferentes años analizado, en el caso de las obligaciones con el público, esta fuente de financiamiento tiene tendencia creciente como se puede observar también en la tabla número 37, para el año 2013 su participación fue del 26,51% en el año 2014 de 34,01% y en el 2015 de 39,48% todos estos porcentajes en relación a la sumatoria de este pasivo en los tres años.

Al igual las obligaciones con instituciones y por otro financiamiento y las otras obligaciones con el público tiene la misma tendencia de crecimiento de las obligaciones con el público.

Es evidente el aumento significativo de las otras obligaciones con el público en el año 2014 en relación al 2013, ya que apenas en este año su participación era del 7,55% de la deuda total de este pasivo para los tres años, en el 2014 paso su participación a 42,57% y en el 2015, aumento en un nivel no tan significativo en relación al 2014 al 49,87%.

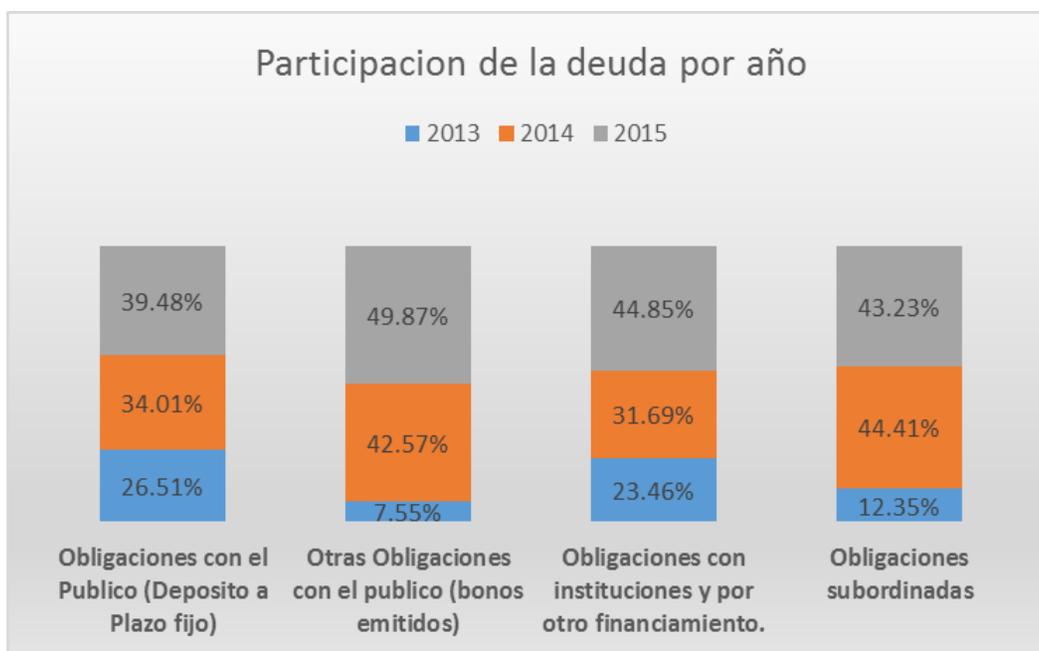
Tomando en consideración que de los cuatro tipos de deuda a largo plazo las Obligaciones con instituciones y por otro financiamiento tiene los montos más representativos del pasivo a largo plazo, durante los tres años tuvo tendencia de crecimiento con aumento en la participación de la deuda del total en el 2013 del 23,46% en el 2014 del 31,69% y en el 2015 del 44,85%.

En el caso de las obligaciones subordinadas para el año 2014 en relación al 2013 tuvo crecimiento en la participación pasando del 12,35% al 44,41%, mientras que el 2015 fue menor en relación al 2014 con 43,23%, ya que hay deuda reclasificada de largo a corto plazo.

En el grafico siguiente se puede observar a detalle las participaciones por año, de acuerdo a lo explicado anteriormente.

Ilustración 174

**Grafico número 24. Participación de la deuda por año.**



**Fuente: Estados Financieros del Banco de Finanzas, para los años 2013, 2014 y 2015.**

### 7.1.3.2 Patrimonio.

El patrimonio del Banco se detalló anteriormente compuesto por tres cuentas principales como son el capital suscrito y pagado, las reservas patrimoniales y los resultados acumulados, a continuación se presenta su comportamiento en los tres años analizados.

Tabla 258

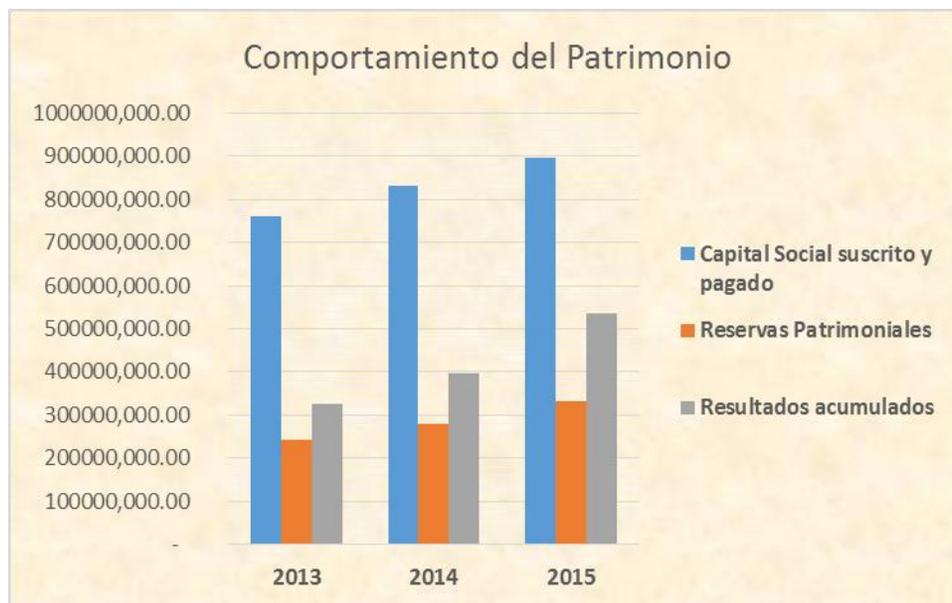
**Tabla número 38. Patrimonio en Moneda Nacional Córdoba**

	2013	2014	2015
Capital Social suscrito y pagado	760.000.000,00	830.000.000,00	895.500.000,00
Reservas Patrimoniales	241.162.031,00	280.391.328,00	330.676.431,00
Resultados acumulados	326.961.316,00	395.540.641,00	536.530.962,00
<b>Total Patrimonio</b>	<b>1.328.123.347,00</b>	<b>1.505.931.969,00</b>	<b>1.762.707.393,00</b>

**Fuente: Estados Financieros del Banco de Finanzas, para los años 2013,2014 y 2015.**

Ilustración 185

**Figura número 25, Comportamiento del Patrimonio en Córdoba.**



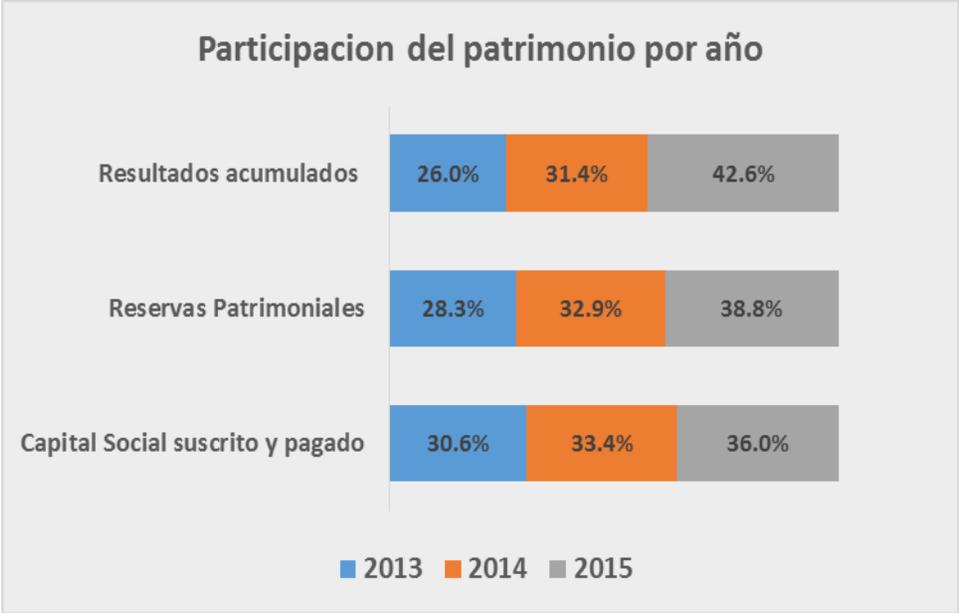
**Fuente: Estados Financieros del Banco de Finanzas, para los años 2013, 2014 y 2015.**

Como se observa, el patrimonio principalmente está compuesto por el Capital Social Suscrito y pagado, el cual tiene una tendencia creciente durante los tres periodos

estudiados, en el análisis detallado por año que se hizo anteriormente se describió la emisión o capitalización de nuevas acciones cada año, la misma tendencia tiene las reservas patrimoniales y los resultados acumulados, que tiene el segundo lugar de participación.

**Ilustración 196**

**Figura número 26, Participación del patrimonio por año.**



**Fuente: Estados Financieros del Banco de Finanzas, para los años 2013, 2014 y 2015.**

En la figura anterior podemos determinar más claramente la participación por cuenta que integra al Patrimonio del Banco en los diferentes tres años analizados. En el caso del capital social en el 2013 representa el 30,60% del total, en el 2014 el 33,40% y en el 2015 el 36,00%.

Las reservas patrimoniales su distribución fue en el 2013 el 28,30%, el 2014 32,90% y en el 2015 el 38,80% y los resultado acumulados su participación fue del 26,00% en el 2013, 31,40% en el 2014 y de 42,60% en el 2015.

#### 7.1.4 Composición de la Estructura de Capital Determinada.

La estructura de capital del Banco de Finanzas, S.A durante los tres años en estudio es la siguiente:

Tabla 39

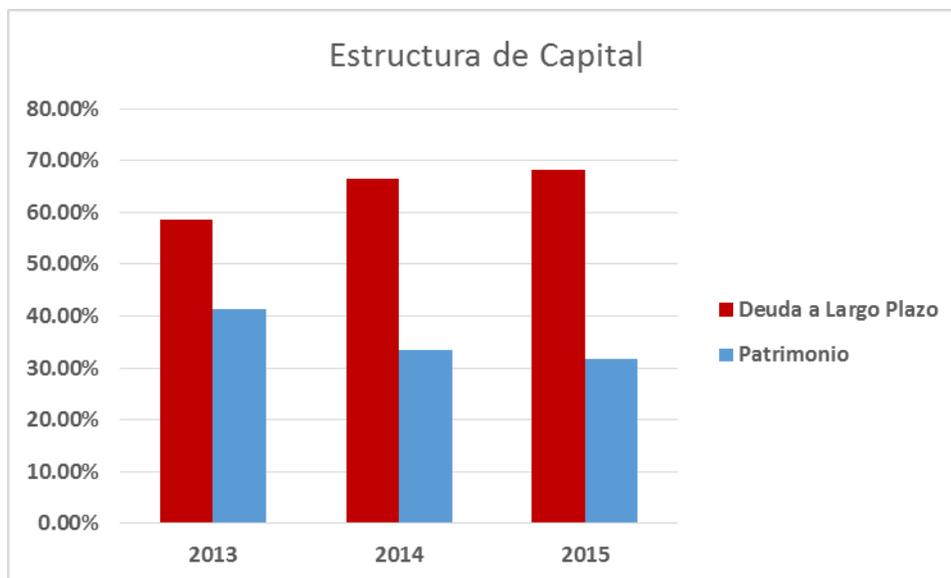
Tabla número 39. Composición de la estructura de Capital

Concepto	2013	%	2014	%	2015	%
Deuda a Largo Plazo (C\$)	1.887.549.552	58,70	2.996.036.059	66,55	3.779.097.701	68,19
Patrimonio (C\$)	1.328.123.347	41,30	1.505.931.969	33,45	1.762.707.393	31,81
<b>TOTAL</b>	<b>3.215.672.899</b>	<b>100.00</b>	<b>4.501.968.028</b>	<b>100.00</b>	<b>5.541.805.094</b>	<b>100.00</b>

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros del BDF 2013,2014 y 2015

Ilustración 207

Figura número 27, Estructura de Capital del BDF



Fuente: Estados Financieros del Banco de Finanzas, para los años 2013, 2014 y 2015.

La estructura de capital en el Banco de Finanzas, durante los tres años estudiado estuvo compuesta en mayor proporción por la deuda a largo plazo, el cual fue del 58,70% en el 2013 y luego creció en el 2014 y 2015 en 66,55% y 68,19% respectivamente. Para el patrimonio fue del 41,30% en el 2013, 33,45% en el 2014 y del 31,81% en el 2015.

Durante los tres años la tendencia de la forma de financiamiento fue la misma, donde el Banco utiliza en mayor porción la deuda a largo plazo que el patrimonio. Es evidente la necesidad del banco de ir aumentando la porción de deuda anual y disminuir la porción de capital.

#### **7.1.5 Costo de la Deuda y del Patrimonio.**

Cuando una empresa es emisora en bolsa de valores y desarrolla proyectos de inversión, sabe que cuenta con dos formas de financiamiento, que ya hemos definido y estructurado en este trabajo, de acuerdo al análisis realizado a los estados financieros del Banco de Finanzas, describiendo a detalle los movimientos y cambio tanto en la Deuda a Largo Plazo como en el patrimonio del Banco.

Así mismo se determinó el comportamiento de la porción de capital y deuda, determinando la estructura de capital por año.

En el presente estudio para conocer el costo de capital del Banco, se utilizó la metodología del costo promedio ponderado, tomando en cuenta que el mercado de capital Nicaragüense está bajo la metodología de mercado imperfecto definido por tres características principales como:

- La falta de información completa financiera.
- Cobro de comisiones en las transacciones bursátil.

- Y la falta de competitividad donde le inversionista pueda tomar la decisión de invertir.

A continuación se muestra los resultados correspondientes al cálculo del costo de la deuda y al costo del patrimonio.

#### **7.1.5.1 Costo de la deuda.**

El costo de la deuda representa el rendimiento, que se debe de pagar a los acreedores a cambio de los diferentes prestamos, en el caso del Banco de Finanza tiene tres tipos de deudas una con instituciones financieras, emisión de deuda en el mercado de capital y financiamiento con depósitos a plazo fijo.

**Tabla 260**

**Tabla número 40. Costo de la deuda para los años 2013 a 2015**

<b>Nombre de la deuda</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Obligaciones con el Publico (Depósito a Plazo fijo)	1.99%	2.28%	2.26%
Obligaciones con instituciones y por otro financiamiento.	0.84%	0.94%	0.89%
Obligaciones subordinadas	0.10%	1.21%	1.33%
Costo por bonos emitidos	6.22%	6.24%	6.34%
Total Costo antes de impuesto	9.16%	10.66%	10.83%
Impuesto	2.75%	3.20%	3.25%
<b>Costo Total de la Deuda</b>	<b>6.41%</b>	<b>7.47%</b>	<b>7.58%</b>

**Fuente: Elaboración propia con base a los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas 2013,2014 y 2015.**

Para el cálculo del costo de la deuda para los años 2013 a 2015 (Mirar anexo 26) en el caso de todas las obligaciones sin incluir la deuda por emisión de bono se han considerado los intereses pagados en relación al saldo de la deuda, con el objetivo de ver el comportamiento se consideró los saldos por cada año.

Se determinó el costo de la deuda antes de impuesto y después de impuesto, tomando en cuenta la tasa de impuesto sobre la renta de las sociedades, el cual es del 30%.

Los intereses para hallar el costo de la deuda corresponden a los intereses causados por cada institución financiadora para cada tipo de deuda, en el caso de las obligaciones con el público la tasa pasiva, pagado en estos tipos de depósitos a plazos fijos.

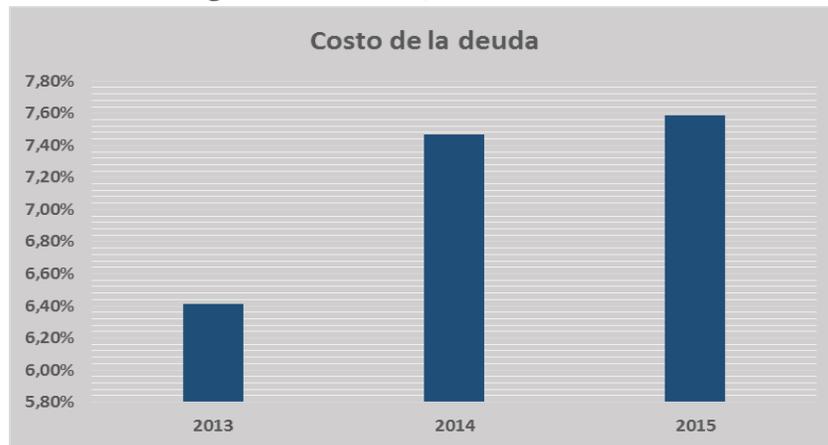
Para la deuda por emisión de bonos la tasa es prevista de acuerdo a la serie emitida, y se toma en cuenta el valor razonable (Valor de mercado), valor nominal y el tiempo en qué se regresara el capital al inversionista.

Es importante mencionar que el valor razonable, para estos tipos de instrumento es calculado bajo los métodos de estimaciones efectuadas a una fecha determinada. Las estimaciones no reflejan posibles primas o descuentos que puedan resultar de la oferta para la venta de un instrumento financiero en particular.

Por lo que estas estimaciones son subjetivas por su naturaleza, involucran incertidumbre y elementos de juicio; por lo tanto, no pueden ser determinadas con exactitud. Cualquier cambio en los supuestos puede afectar en forma significativa las estimaciones.

Ilustración 218

**Figura número 28, Costo de la Deuda.**



**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas 2013, 2014 y 2015.**

Se observa que el costo de la deuda en el año 2013 fue del 6,41%, después de impuesto, donde el mayor costo está representado por la deuda por emisión de bono, debido a que el valor de mercado de estos tipos de instrumento es mayor que el valor nominal con un costo ponderado del 4,36%, seguido por las obligaciones con el público por depósitos a plazo fijo con 1,39%, la deuda con instituciones financieras y otros financiamientos con 0,59% ya que por lo general son deudas compuestas por tasas fijas y ponderadas y por último el costo de las obligaciones subordinadas con 0,07% (Mirar Anexo número, cálculo del costo de la deuda).

Para el 2014 el costo subió en 1,05 puntos porcentuales pasando a 7,47%, esto debido principalmente a las nuevas emisiones de títulos de deuda aumentando la captación de capital en 4,64% en relación al 2013 y a las nuevas obligaciones con deuda subordinada con dos nuevos préstamos con IFC (International Finance Corporation), aumentando esta deuda en 2,60% es evidente también aunque no muy significativo el aumento en los pagos

de intereses en relación a la deuda total como el aumento en deuda con instituciones financiera y obligaciones con el público en 0,35% y 0,28% respectivamente.

En este año la posición del mayor costo fue similar que en el 2013 para la deuda por emisión de bono con un costo de 4,36%, las obligaciones con el público 1,60% con la excepción que en este año el costo de la deuda subordinada fue mayor con 0,85% y el de las obligaciones con Instituciones financiera de 0,66% (Mirar Anexo número, cálculo del costo de la deuda).

En el 2015 el costo de la deuda aumento en 0,12 puntos porcentuales, pasando el costo de la deuda total a 7,58% y en este caso la influencia estuvo dada por las obligaciones con Instituciones financieras y otros financiamiento por un nuevo préstamo con Financierings Maatschappij voor ontwikkelingslanden N.V. (FMO) y nuevas emisiones de Bonos.

La tendencia de mayor costo fue la misma que el 2014 la deuda por bonos con un costo de 4.44%, con 1.58% las obligaciones con el público, la deuda subordinada con 0,93% y con 0,63% las obligaciones con Instituciones financiera y por otro financiamiento.

En grafico siguiente se observa más detalla mente la deuda con mayor nivel de costo por año.

**Figura número 29, Nivel de costo de cada deuda por año**



**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas 2013, 2014 y 2015.**

#### **7.1.5.2 Costo del Patrimonio.**

Según García (2013), “el costo del patrimonio toma como referencia las tasas de interés del mercado, la rentabilidad de las empresas del sector y el riesgo país”, su determinación constituye el aspecto de mayor complejidad en el cálculo del costo de capital. Para efectos del presente estudio se escoge realizar los cálculos del costo del patrimonio (Mirar anexo 26) por el modelo de valuación de crecimiento constante (Gordon), ya que es un método de uso muy popular entre los analistas y se tiene acceso a la información requerida. Según García (2013) y Cruz (2003), se utilizara este método ya que hallar el costo del patrimonio por el método CAPM resulta más complicado en economías pequeñas pues no se encuentra acceso a muchos datos y los betas no serían confiables, por tanto se toma como referencia mercados desarrollados y luego se realiza un ajuste con un riesgo adicional.

Tabla 271

**Tabla número 41. Costo de la Patrimonio para los años 2013 a 2015**

Costo del Patrimonio	2013	2014	2015
$D_1$	0,48	0,50	0,44
$P_0$	5,00	5,00	5,00
$D_1/P_0$	9,62%	10,09%	8,76%
$G$	5,51%	5,56%	4,45%
$K_s$	15,13%	15,65%	13,21%

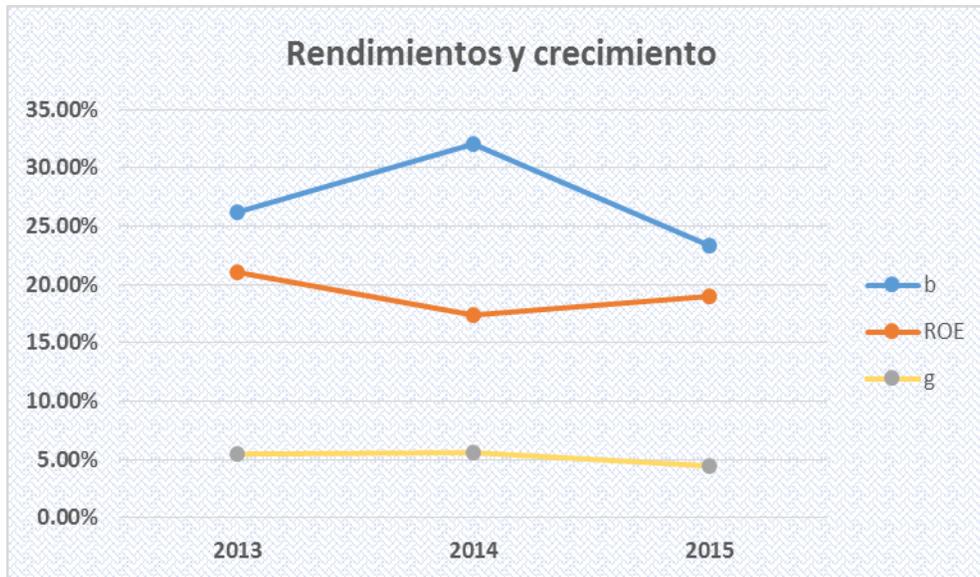
**Fuente: Elaboración propia con base a los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas.**

Al utilizar el método de Gordon, se identifican varias variables que influyen en la determinación del cálculo de  $K_s$  (Costo del Patrimonio) como se puede observar en la tabla anterior.

En primer lugar los dividendos por acción esperado o pagado en este caso, para el 2013 fue de 0,48, en el 2014 fue de 0,50 y el 2015 fue 0,44 estos valores en córdobas y calculado bajo la base de los dividendos pagados y el número de acciones, en segundo lugar el precio de la acción, se trabajó con el valor contable, porque desafortunadamente no se puede obtener un valor de mercado ni medir la variabilidad del precio de la acción para este tipo de empresa ya que el banco no emite este tipo de instrumento financiero, sino que en los tres años analizados solo hubo proceso de capitalización al precio contable por acción de C\$5,00. En tercer lugar la relación dividendo entre el precio de la acción que fue de 9,62% en el 2013, de 10,09% en el 2014 y de 8,76% en el 2015.

Ilustración 220

Figura número 30, Rendimiento y Tasa de crecimiento por año.



**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas 2013, 2014 y 2015.**

Para el cálculo de la tasa de crecimiento como cuarta variable se determinó el rendimiento sobre el patrimonio (ROE) y el porcentaje de retención dividendos de las utilidades (b), donde el producto de estos dos porcentaje es la tasa de crecimiento que para el 2013 fue 5,51% en el 2014 de 5,56% y el 2015 del 4,45%.

En el grafico 30, se presenta por año el ROE, la tasa de dividendo, así como la tasa de crecimiento de los dividendos donde el nivel de crecimiento es bajo en relación al rendimiento del patrimonio y el pago de dividendo según el nivel de utilidades o resultado del ejercicio.

Considerando las variables anteriormente mencionada el costo del patrimonio tuvo el siguiente comportamiento de acuerdo a lo indicado en la siguiente figura.

Ilustración 231

**Figura número 31, Costo del Patrimonio anual.**



**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas 2013, 2014 y 2015.**

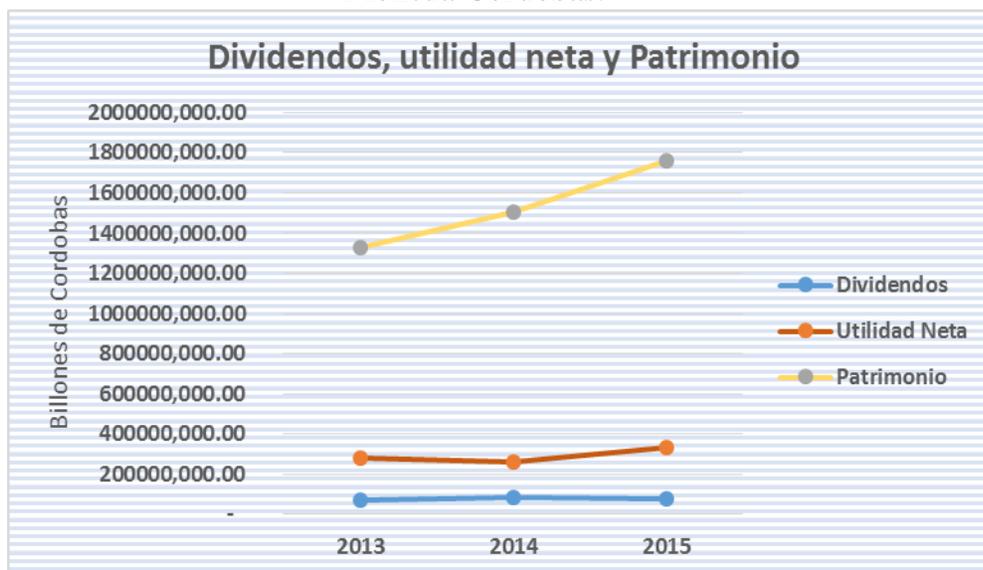
En el 2013 el costo del patrimonio fue de 15,13%, para el 2014 subió a 15,65%, este aumento se vio afectado directamente por un pago mayor de dividendos pasando del 26,21% a 32,01%, para el 2015 el costo disminuyo tanto en relación al año 2014 y 2013 pasando a un 13,21% esto influenciado también por la disminución en el pago de dividendo del 32,01% en el 2014 al 23,40% para el 2015 en relación a las utilidades.

Hemos visto que un crecimiento en las utilidades como es el caso del año 2015 que la utilidades se incrementaron en 28,18% en comparación con el 2014 no influye en el aumento del costo de capital, sino que la variable que determina su disminución o aumento son los pagos de dividendos, pero claramente en relación a las utilidades (b).

En el grafico siguiente, podemos observar por año los pagos de dividendos, los niveles de utilidades y el aumento de capital por los proceso de capitalización (Mirar anexo número 3 y 7 Estado de cambio en el patrimonio).

Ilustración 242

Figura número 32, Comportamiento de los dividendos, utilidad y el patrimonio en Moneda Córdoba.



Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas 2013, 2014 y 2015.

### 7.1.6 Costo promedio Ponderado de capital.

Para hallar el costo de capital se usa la metodología del costo promedio ponderado de capital que empieza con la determinación del costo de la deuda y el costo de capital contable que fue lo que se describió anteriormente. Así mismo se halló la composición porcentual de cada uno de estos elementos con la determinación de la estructura de capital del banco y finalmente en este proceso investigativo se halla el Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC) como la sumatoria de los productos del costo de cada componente y el porcentaje que representa en la estructura.

Se calculó el costo de capital para los años 2013, 2014 y 2015, como se muestra en la tabla siguiente

Tabla 282

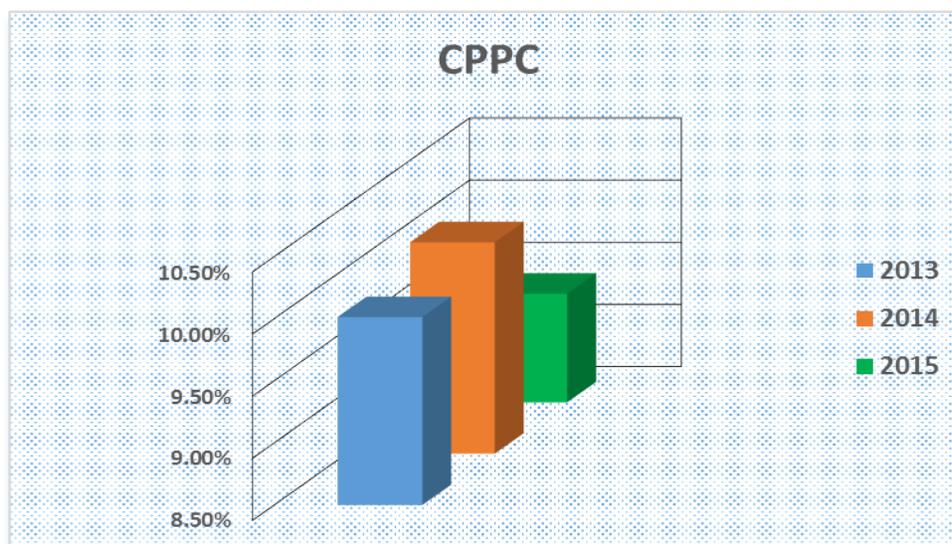
Tabla número 42. Costo del Patrimonio para los años 2013 a 2015

Concepto	2013			2014			2015		
	Composición de la estructura de capital	Costo específico	CPPC	Composición de la estructura de capital	Costo específico	CPPC	Composición de la estructura de capital	Costo específico	CPPC
Deuda	58.70%	6.41%	3.76%	66.55%	7.47%	4.97%	68.19%	7.58%	5.17%
Patrimonio	41.30%	15.13%	6.25%	33.45%	15.65%	5.23%	31.81%	13.21%	4.20%
TOTAL			10.01%			10.20%			9.37%

Fuente: Elaboración propia con base a los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas.

Ilustración 253

Figura número 33, Costo de Capital Promedio Ponderado de Capital.



Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas 2013, 2014 y 2015.

En el 2015 se observa el menor costo de capital de los tres periodos en estudio con un promedio de 9,37%, seguido por el costo promedio del año 2013 con 10,01% y el costo más alto representado en el año 2014 con 10,20%.

Es evidente que el patrimonio es la fuente más costosa y en el 2013 represento el costo más alto con un promedio de 6,25%, por la composición de estructura para este año que fue de 41,30%, disminuyendo el costo promedio para el patrimonio en el 2014 con 5,23% y en el 2015 con 4,20%.

En el caso de la deuda su costo es más barato en su conjunto, sin embargo el banco con el objetivo de disminuir el costo total promedio ponderado en el 2015, aumento el porcentaje de composición de la estructura de capital pasando del 66,55% al 68,19% de porción de deuda y solo en este año el costo de la deuda fue mayor que el capital en 0,97 puntos porcentuales donde el costo de la deuda fue de 5,17% y el de capital fue de 4,20%.

#### **7.1.7 Flujo de Caja Operativo.**

Se ha analizado la estructura de capital por cuenta, así como su composición porcentual, el costo de cada componente y el costo total de capital promedio ponderado.

La verificación del año donde se obtuvo estructura de Capital Optima se determina una vez identificada la utilidad antes de intereses e impuesto del resultado del análisis y cálculo del flujo de caja operativo anual, base también para la toma de decisiones de Inversión una vez descontado con la tasa de descuento que en nuestro caso es el costo de capital ponderado.

En la tabla siguiente se presenta el flujo de caja neto por año. Donde podemos observar las utilidades antes de intereses e impuesto, así como el flujo neto de las

operaciones, con que se hará la comparación con los otros dos bancos emisiones en bolsa de valores.

Tabla 293

Tabla número 43. Flujos de Caja Operativo para los años 2013 a 2015

<b>Flujo de Caja por año</b>			
<b>Cuentas de Resultados</b>	<b>Año 2013</b>	<b>Año 2014</b>	<b>Año 2015</b>
Ingresos Financieros	1.127.416.810	1.349.673.239	1.577.029.626
Gastos Financieros	2.985.678,00	4.683.270,00	5.672.837,00
<b>Margen Bruto</b>	<b>1.124.431.132</b>	<b>1.344.989.969</b>	<b>1.571.356.789</b>
Ingresos netos ajuste monetarios	77.539.288,00	98.759.297,00	101.029.619
Ingresos Operativos Diversos	172.863.277	206.133.937	238.923.317
Otros ingresos	1.226.509,00	1.817.828,00	3.232.561,00
Gastos Operativos	632.841.509	830.840.805	868.501.392
<b>Resultado Operativo Bruto</b>	<b>743.218.697</b>	<b>820.860.226</b>	<b>1.046.040.894</b>
Depreciaciones	30.011.448,00	35.855.945,00	40.572.522,00
Amortizaciones	25.848.412,00	35.881.361,00	42.313.670,00
<b>Beneficio antes de intereses e impuestos</b>	<b>687.358.837</b>	<b>749.122.920,00</b>	<b>963.154.702</b>
Intereses	258.472.907	339.271.099,00	442.714.798
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>428.885.930</b>	<b>409.851.821,00</b>	<b>520.439.904</b>
Impuesto	115.525.312	110.441.654,00	142.460.236
Contribuciones de Ley	34.293.866,00	37.881.519,00	42.745.650,00
<b>Beneficio después de Impuesto</b>	<b>279.066.752</b>	<b>261.528.648,00</b>	<b>335.234.018</b>

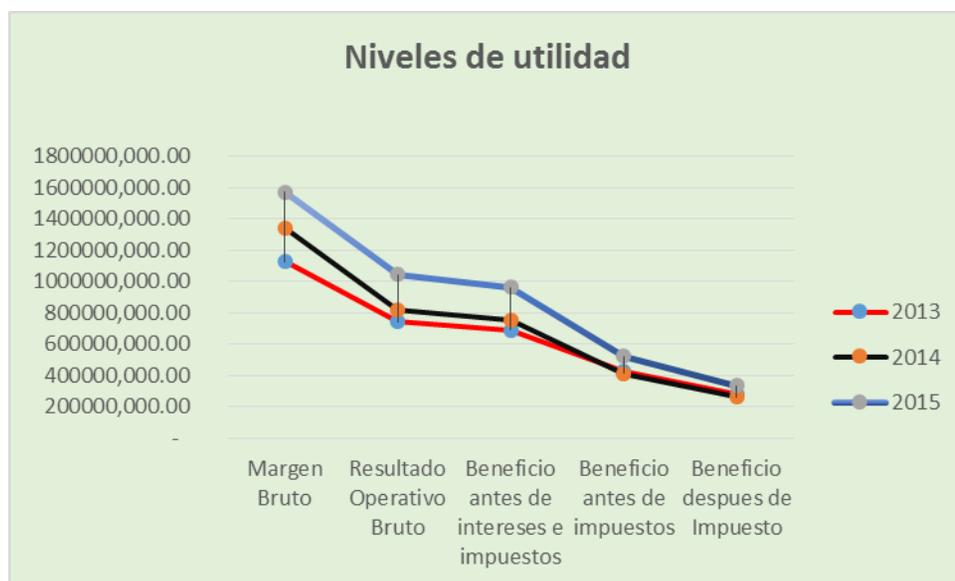
**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas.**

Los Flujos Operativos indicado anteriormente en la tabla número 43, nos dará la pauta para identificar en los tres años analizados la estructura Óptima de capital, determinando los beneficios antes de intereses e impuestos (Mirar anexo número 2 y 6 estados de resultados), para el cálculo del flujo de caja de caja libre y los beneficios después de intereses e impuesto para el cálculo de Flujo de Caja de los accionista.

De acuerdo a lo anterior se presenta en el siguiente gráfico los niveles de utilidad por año.

Ilustración 264

Figura número 34, Niveles de Utilidad



**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas 2013, 2014 y 2015.**

Se puede observar el aumento en las diferentes utilidades del flujo de caja, sin embargo los beneficios antes y después de impuesto para el 2014 en relación al 2013 disminuyeron en -4,44% y -6,28%, debido a un aumento en los gastos financieros del 56,86%, de los gastos operativos de 31,29% y el pago de intereses por deuda a largo plazo de 31,26%.

En el 2015 el aumento de las utilidades ante y después de impuesto fue de 26,98% y 28,18% respectivamente esto en particular a un aumento en otros ingresos por 77,83% de dividendo recibido de la bolsa de valores de Nicaragua y participaciones sobre resultados en inversiones de Nicaragua, S.A y traspaso de acciones a favor del banco. En este año

también el aumento de los gastos financieros y gastos operativos fue en menor porción que en el 2014 en 21,13% y 4,53% el pago de intereses por deuda a largo plazo se mantuvo en casi en el mismo nivel que el 2014 con un 30,49%.

### 7.1.8 Estructura Óptima de capital.

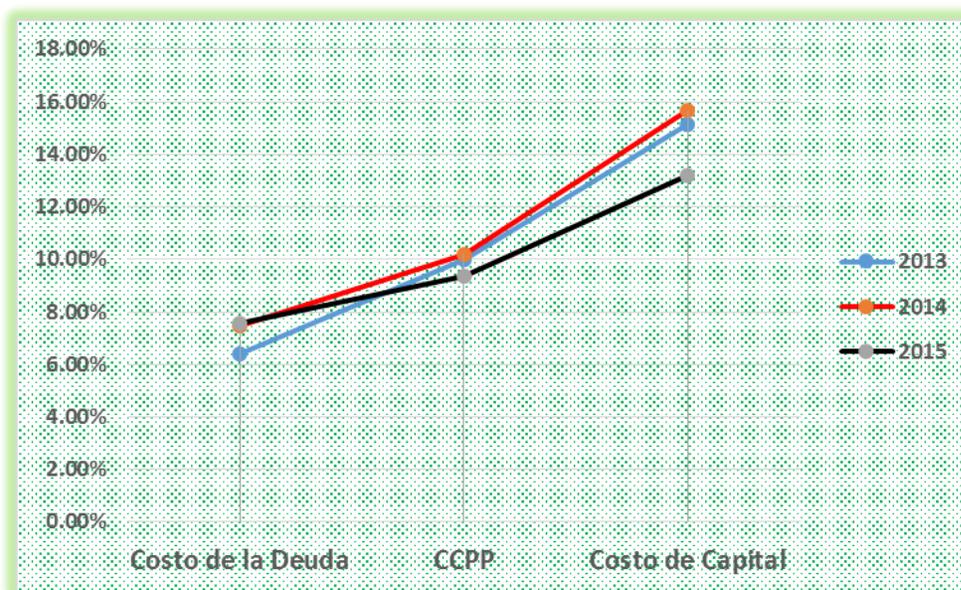
La estructura de capital óptima del banco estará representada donde el costo de capital promedio ponderado se minimiza maximizando en valor de la empresa.

De acuerdo a lo descrito anteriormente las variables que determinaran esta optima estructura será la utilidad antes de intereses e impuesto restando la tasa impositiva del IR, y el costo promedio ponderado de capital como un cociente de esta estas dos variables.

Primeramente en la siguiente grafica se representa la posición de CPPC en relación al costo de la deuda y al costo del patrimonio.

Ilustración 275

Figura número 35, Mínimo CPPC



**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas 2013, 2014 y 2015.**

La figura número 35, muestra la comparación de los años analizados en relación al resultado del menor costo de capital. Se puede observar que en el año 2015 se obtuvo el menor costo por 9,37% un promedio del costo de la deuda por 7,58% y del costo de capital por 13,21%.

Es importante mencionar que este resultado se ve influenciado directamente por la porción de representación que tiene la deuda en la estructura de capital del banco.

En el caso de las utilidades, se analizó tomando en cuenta el método UAII-UPA (Utilidades antes de intereses e impuesto y la utilidad por acción), la cual implica seleccionar la estructura de capital que maximice las utilidades por acción sobre el rango esperado de utilidades antes de intereses e impuestos.

Para analizar los efectos de la estructura de capital del banco sobre los rendimientos de los propietarios, se supone los niveles de UAII, los rendimientos de los costos de financiamiento. La UPA se usa para medir los rendimientos relacionados con el precio de las acciones.

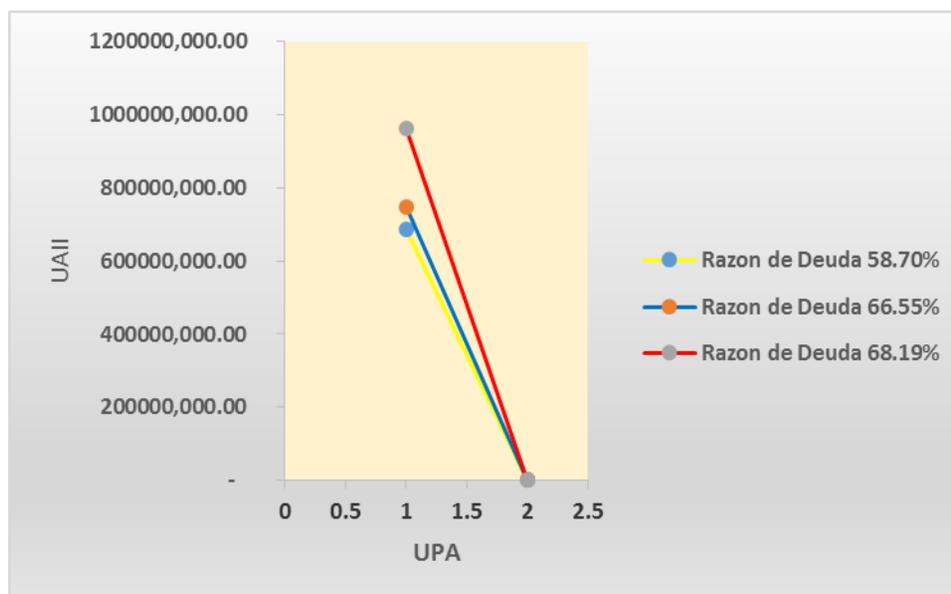
**Tabla 30. Estructura de Capital Optima para los años 2013 a 2015**

<b>ESTRUCTURA DE CAPITAL OPTIMA EN MONEDA NACIONAL</b>			
	<b>Razón deuda 58,70%</b>	<b>Razón deuda 66,55%</b>	<b>Razón deuda 68,19%</b>
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>UAII</b>	<b>687.358.837,00</b>	<b>749.122.920,00</b>	<b>963.154.702,00</b>
Intereses	258.472.907,00	339.271.099,00	442.714.798,00
<b>Utilidades Neta antes de impuestos</b>	<b>428.885.930,00</b>	<b>409.851.821,00</b>	<b>520.439.904,00</b>
Impuestos	115.525.312,00	110.441.654,00	142.460.236,00
<b>Utilidades Neta después de impuestos (UDI)</b>	<b>313.360.618,00</b>	<b>299.410.167,00</b>	<b>377.979.668,00</b>
UDI	313.360.618,00	299.410.167,00	377.979.668,00
Número de acciones	152000000	166000000	179100000
<b>UPA</b>	<b>2.06</b>	<b>1.80</b>	<b>2.11</b>

**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas.**

**Ilustración 36**

**Figura número 36, Estructura Optima de Capital.**



**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas 2013, 2014 y 2015.**

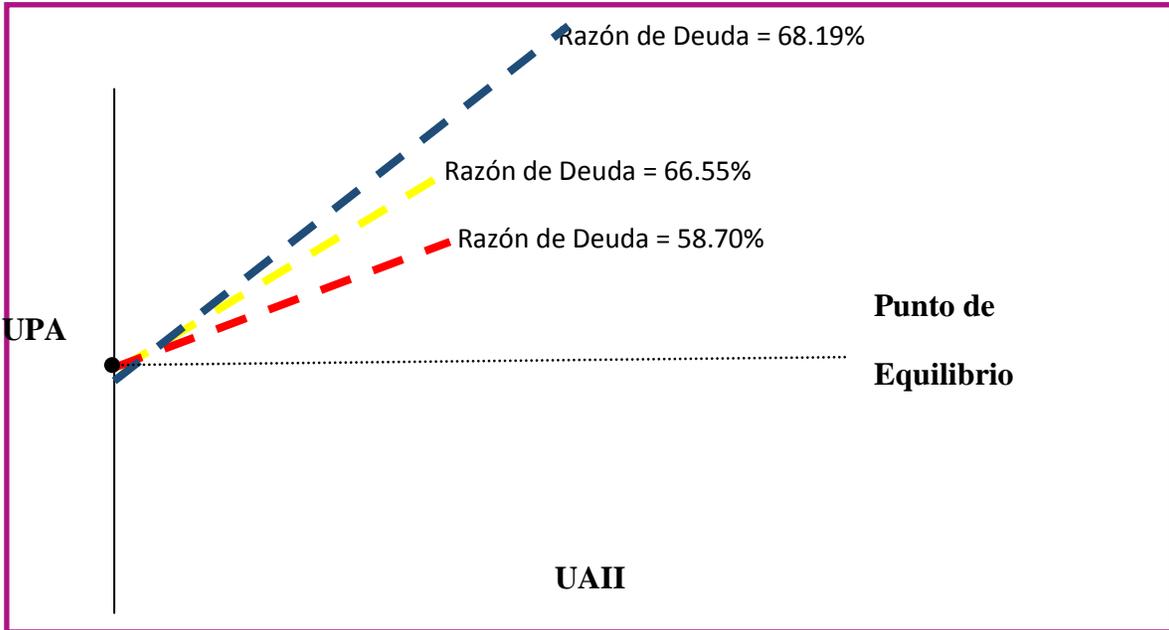
Se puede observar que cada estructura de capital es superior en relación a las utilidades antes de intereses e impuestos (UAI) en los tres años analizados como se indica en la tabla número 44.

En términos de maximización de la UPA en los rangos de utilidad establecido en los tres diferentes años es superior en el año 2015 con una utilidad por acción de C\$ 2,11 Córdobas con una razón de deuda del 68,19% en su estructura de capital como se determina en la gráfica número 36. Aunque en comparación con el 2014 y el 2013 en el año 2015 se logró optimizar la estructura de capital prueba también que en este año se obtuvo el menor costo de capital, mantener los niveles de deuda mayor que el financiamiento del patrimonio le ha permitido al banco mantener casi un mismo nivel de costo y de utilidades por acción en el 2013 fue de C\$ 2,06 córdobas con una razón de deuda del 58,70% y en el 2014 de C\$ 1,80 con una razón de deuda de 66,55%.

Aunque Se puede indicar que la porción de deuda utilizada influye en la búsqueda de la óptima estructura de capital como se observa en el 2015, en estos tres años de estudio lo que influencio directamente en la determinación de la estructura optima fue el nivel de utilidades antes de intereses e impuesto, ya que del 2013 al 20174 aumento la porción de deuda en 7,85 puntos porcentuales, y se obtuvo menos utilidades por acción, ya que el gasto de intereses fue mayor al igual que las cantidad de acciones que compone el capital contable.

Ilustración 287

Figura número 37, Punto de Equilibrio Financiero.



Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas 2013, 2014 y 2015.

Tabla 315

Tabla número 45. Relación UAII - UPA

UAII	UPA	% de Razón
687358,837.00	2.06	Razón de Deuda 58.70%
749122,920.00	1.80	Razón de Deuda 66.55%
963154,702.00	2.11	Razón de Deuda 68.19%

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas.

Es importante considerar el riesgo de cada estructura de capital de los años estudiado, como se muestra en la gráfica número 37 a la luz de dos medidas.

En primer instancia el punto de equilibrio financiero y el grado de apalancamiento financiero que se refleja en la pendiente de la línea de estructura de capital.

En segundo lugar cuanto mayor sea el punto de equilibrio financiero y más inclinado sea la pendiente como el caso de la línea azul, mayor será el riesgo financiero, como evidentemente se muestra en la tabla 45 donde en el nivel de apalancamiento es mayor en el entendido que el banco se ha financiado con mayor deuda con Instituciones Financiera y otro financiamiento y deuda subordinada en el caso del 2014 y 2015 en relación al nivel de deuda del 2013.

## **7.2. Análisis de la situación Externa de la estructura de capital Óptima**

Se determinó la estructura óptima de capital en los tres años analizado, para el Banco de Finanzas.

Tomando en consideración que este tipo de estudio es para empresas emisoras en bolsa de valores, por sus características adecuada al tema de investigación. Es importante hacer una comparación de la empresa analizada con empresas similares, por lo que en esta parte del trabajo se hará un análisis comparativo con el BAC y BANPRO, que son empresas del mismo giro de negocio y que realizan emisiones en la bolsa de valores como una forma de financiamiento, para financiar proyectos de inversión.

### **7.2.1 Estructura de Capital comparativa.**

Primeramente se planteara como están estructurado el capital de los tres diferentes bancos (Mirar balances Generales por cada banco Anexos), es importante identificar la

forma o las fuentes de financiamiento a largo plazo, situación que determina el valor de su costo de capital.

Tabla 326

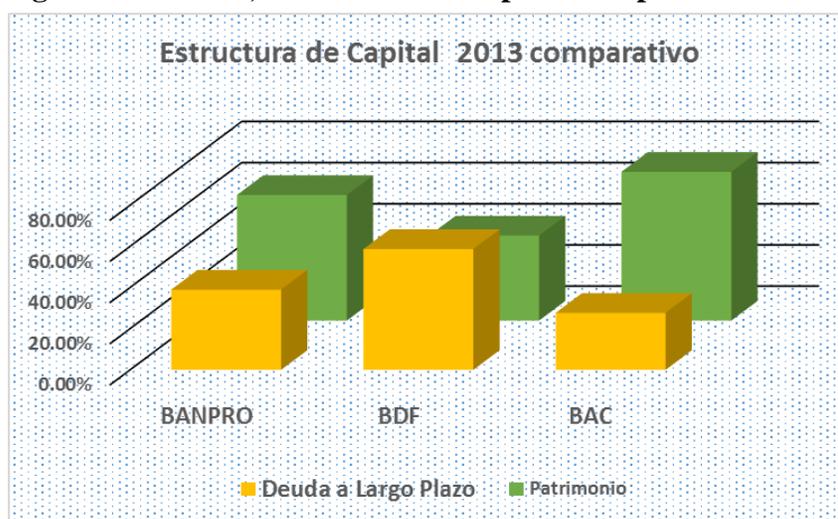
**Tabla número 46, Composición de la Estructura de Capital Comparativa 2013**

<b>Composición de la Estructura de Capital</b>	<b>BANPRO</b>	<b>BDF</b>	<b>BAC</b>
Concepto	<b>2013</b>		
Deuda a Largo Plazo	38,98%	58,70%	27,71%
Patrimonio	61,02%	41,30%	72,29%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.**

Ilustración 298

**Figura número 38, Estructura de Capital Comparativo 2013.**



**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.**

Para el año 2013, como lo muestra la tabla número 46, en comparación con el BANPRO y el BAC, el banco de finanzas, utiliza mayor deuda a largo plazo que patrimonio en la composición de la estructura de capital, los otros dos bancos manejan

menos porción de financiamiento de deuda a largo plazo con un 38,98% para el BANPRO y 27,71% para el BAC. En el caso del patrimonio su representación en relación al total de la estructura es de 72,29% para el BAC y 61,02% para el BANPRO, estos dos bancos se asimilan en su forma de financiarse a diferencia del banco analizado. Así se puede observar a más detalle lo mencionado en el grafico 38.

Tabla 337

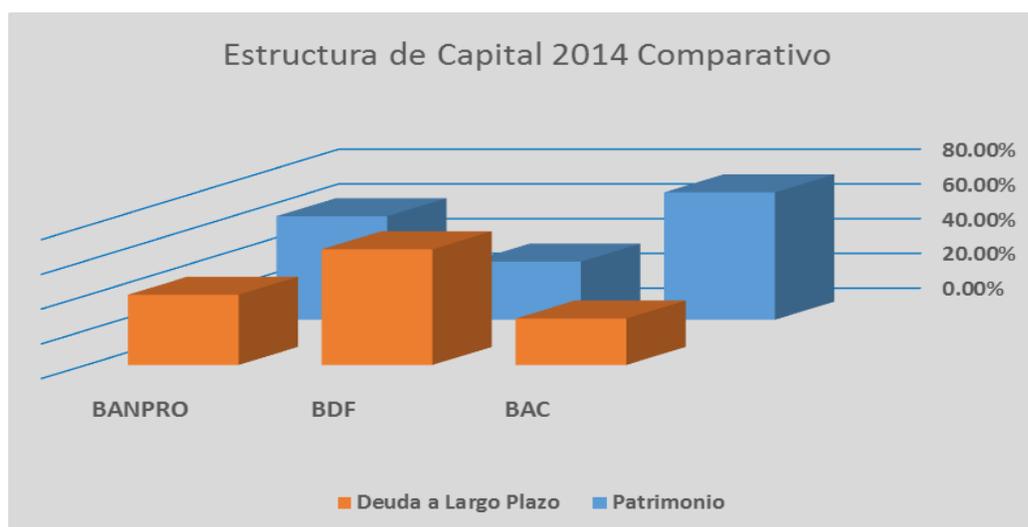
Tabla número 47, Composición de la Estructura de Capital Comparativa 2014

Composición de la Estructura de Capital	BANPRO	BDF	BAC
	<b>2014</b>		
Deuda a Largo Plazo	40.40%	66.55%	26.70%
Patrimonio	59.60%	33.45%	73.30%
<b>TOTAL</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.

Ilustración 39

Figura número 39, Estructura de Capital Comparativo 2014.



Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.

En el año 2014, la composición de la estructura de capital es similar al año 2013, para los tres bancos en comparación el BDF se siguen financiando en mayor porción con deuda a largo plazo, en el caso del BANPRO y el BAC con su patrimonio con un 59,60% y 73,30% respectivamente, aunque es evidente que el caso del BANPRO aumento su porción de deuda en 1,43 puntos porcentuales, pero todavía menor al banco en estudio con 26,15 puntos porcentuales.

**Tabla 48**

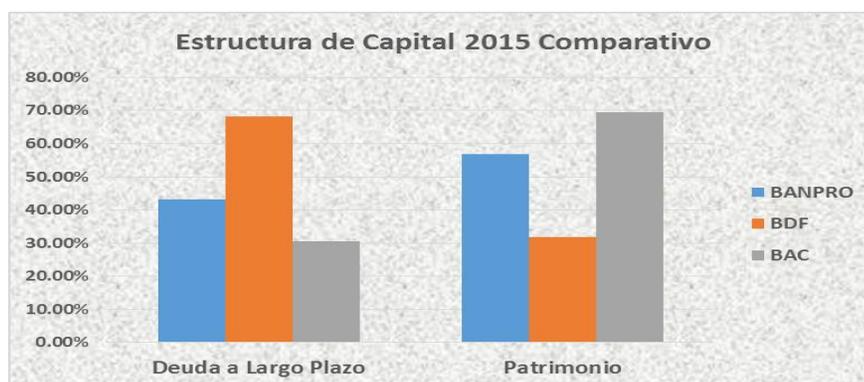
**Tabla número 48, Composición de la Estructura de Capital Comparativa 2015**

Composición de la Estructura de Capital	BANPRO	BDF	BAC
	2015		
Deuda a Largo Plazo	43.15%	68.19%	30.57%
Patrimonio	56.85%	31.81%	69.43%
<b>TOTAL</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.**

**Ilustración 300**

**Figura número 40, Estructura de Capital Comparativo 2015.**



**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.**

En el caso del 2015, la tendencia para los bancos analizado, sigue siendo igual a como lo muestra la figura numero 40 donde la deuda a largo plazo, para el BDF, sigue siendo la principal fuente de financiamiento, aunque para el BANPRO y el BAC el patrimonio representa la mayor porción de la estructura con 56,85% y 69,43%, para el 2015 su deuda aumento a 43,15% para el BANPRO y 30,57% para el BAC.

Es importante mencionar que la diferencia de los niveles de deuda que tiene estos dos bancos se ve influenciado en que el caso del BAC, que no tiene deuda subordinada en ninguno de los tres años en análisis en el caso de BANPRO en el 2013 no realizo emisión de bonos y en el 2015, la deuda subordinada se clasifico a corto plazo por su fecha de vencimiento en marzo del 2016.

En los tres años todos los bancos presenta deuda a largo plazo por obligaciones con el público por depósitos de plazo fijo mayores a dos años y obligaciones con instituciones financiera y otro financiamiento.

### **7.2.2 Costo Promedio Ponderado de Capital Comparativo.**

Cumpliendo con el objetivo de la investigación de realizar un análisis comparativo en relación al flujo de caja, es necesario empezar en presentar los niveles de costo de capital que presenta cada banco a como se muestra a continuación.

### 7.2.2.1. Costo de la Deuda.

Tabla 49

Tabla número 49, Costo de la Deuda por banco y por año.

Costo de la Deuda Comparativo	BANPRO	BDF	BAC
2013	3.62%	6.41%	7.06%
2014	8.22%	7.47%	7.01%
2015	8.37%	7.58%	5.99%

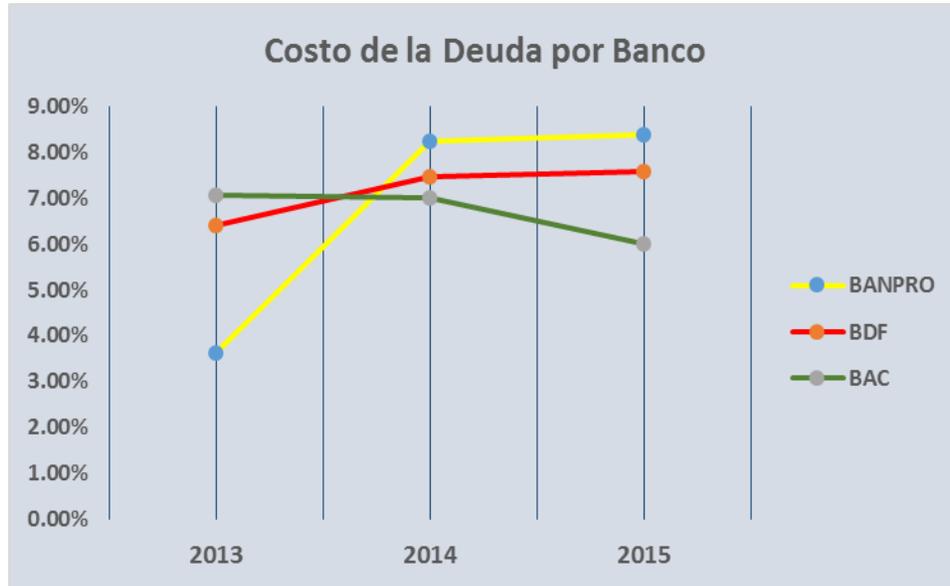
**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.**

En el caso del costo de la deuda, el BANPRO para el 2013, presenta el menor costo con 3,62% y el BAC el mayor costo con 7,06% en relación al banco analizado que presenta 6,41%. En este año el tipo de deuda que provoco este comportamiento fue la deuda por emisión de bonos, ya que el BANPRO no realizo emisión como se mencionó anteriormente.

En el caso del 2014 el mayor costo lo represento el BANPRO con 8,22%, seguido por el BDF con 7,47% y con un menor costo el BAC con 7,01%, para el 2015 el menor costo lo represento el BAC con 5,99%, seguido por el BDF con 7,58% y el BANPRO con 8,37%. A como se muestra en la gráfica siguiente.

Ilustración 311

Figura número 41, Costo de la Deuda por Banco.



**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.**

Es necesario describir que la deuda por emisión de bono representa la deuda más costosa en relación a las demás tipo de deuda, por esta razón el BANPRO tiene el menor costo en el 2013, por no presentar emisión como se mencionó en párrafo anteriores, sin embargo en el 2014 y 2015 este banco tiene el mayor costo en relación al BDF porque su valor de mercado es similar al valor en libro o valor nominal, en el caso del BDF el valor de mercado o razonable de estos instrumentos es mayor que el valor nominal lo que da seguridad al inversionista y su costo sea menor y en el caso del BAC el plazo de vencimiento es menor que el vencimiento de los bonos del BANPRO y del BDF por lo que esta variable le permite a su instrumento tener el menor costo para el 2014 y 2015, como lo muestra el grafico 41 .

### 7.2.2.2. Costo del Patrimonio.

El costo del patrimonio está representado por tres variables importante como son en primer lugar el porcentaje de retención de dividendo en relación a las utilidades (b), la rentabilidad de los fondos propios(ROE) y la tasa de crecimiento (g) sobre los dividendos, que se analizó a detalle para el banco en estudio. En esta parte del trabajo se presentara el comportamiento de estos rendimientos y tasa de crecimiento en relación al BAC y BANPRO.

Tabla 340

**Tabla número 50, Rendimientos y Crecimientos por Banco 2013.**

2013			
Variable	BANPRO	BDF	BAC
B	16.00%	26.21%	62.45%
ROE	19.84%	21.01%	23.89%
g	3.17%	5.51%	14.92%

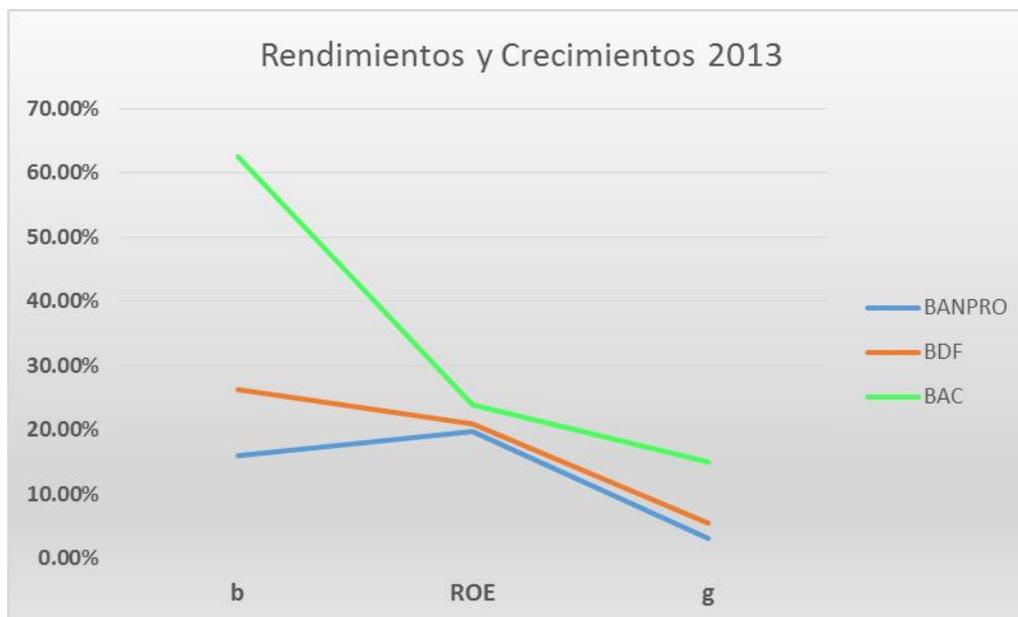
**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.**

En la tabla anterior se describe los comparativos de las variables que determina el costo de capital, para el 2013 el mayor crecimiento sobre los dividendos lo obtuvo BAC con una tasa de 14,92%, donde el porcentaje de dividendo en relación a las utilidades fue de 62.45% un nivel alto de pago de dividendos a sus accionista, esto compensado con el rendimiento de sus fondos propios con un 23,89% a diferencia del BANPRO que presenta un rendimiento del 19,84% y del BDF un rendimiento del 21,01%, aunque el BDF, presenta mayor crecimiento de su tasa de dividendo con 5,51% en relación al BANPRO con 3,17% para ese año, esto debido directamente al rendimiento sobre su capital y claramente a la

representación de sus dividendos en relación a las utilidades netas del BANPRO. A como se describe también en el siguiente gráfico.

Ilustración 322

Figura número 42, Rendimientos y Crecimientos 2013.



**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.**

Se ha realizado un análisis por año para identificar a detalle las variables que influye directamente en la determinación del costo promedio ponderado. En el caso del 2014, se presenta los datos comparativos de los tres bancos en la tabla siguiente.

Tabla 351

**Tabla número 51, Rendimientos y Crecimientos por Banco 2014.**

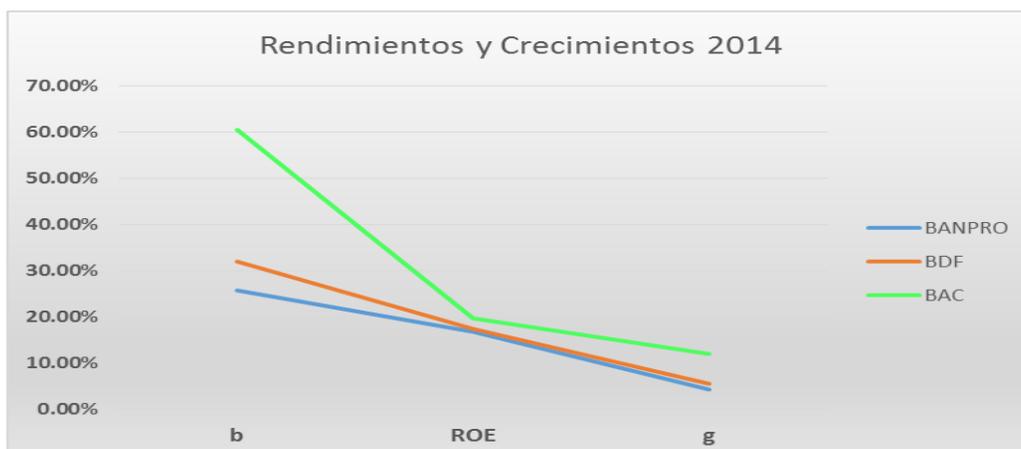
2014			
Variable	BANPRO	BDF	BAC
B	25.76%	32.01%	60.53%
ROE	16.86%	17.37%	19.77%
g	4.34%	5.56%	11.97%

**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.**

Para el 2014, los resultados son similares en relación a la posición que tienen los bancos en crecimiento de dividendos donde el BAC siempre posee el mayor crecimiento con el 11,97%, el BDF con el 5.56% y el BANPRO con el 4,34%, sigue siendo evidente la influencia tanto de la representación del pago de dividendo en relación a las utilidades donde el BDF tiene la mayor representación con 32,01% y el BANPRO 25,76%, así como el rendimiento de las utilidades sobre el capital donde el BAC posee el mayor rendimiento con el 11,97% el BDF con el 17,37% y el BANPRO con el 16,86%, todo lo anterior indicado en el siguiente gráfico.

Ilustración 333

Figura número 43, Rendimientos y Crecimientos 2014.



Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.

Se describe el último año analizado, antes de presentar el Costo Promedio

Ponderado de Capital de los bancos en comparación, en la tabla siguiente se observa los datos correspondientes al año 2015.

Tabla 362

Tabla número 52, Rendimientos y Crecimientos por Banco 2015.

2015			
Variable	BANPRO	BDF	BAC
B	24.75%	23.40%	52.98%
ROE	25.07%	19.02%	18.43%
g	6.20%	4.45%	9.77%

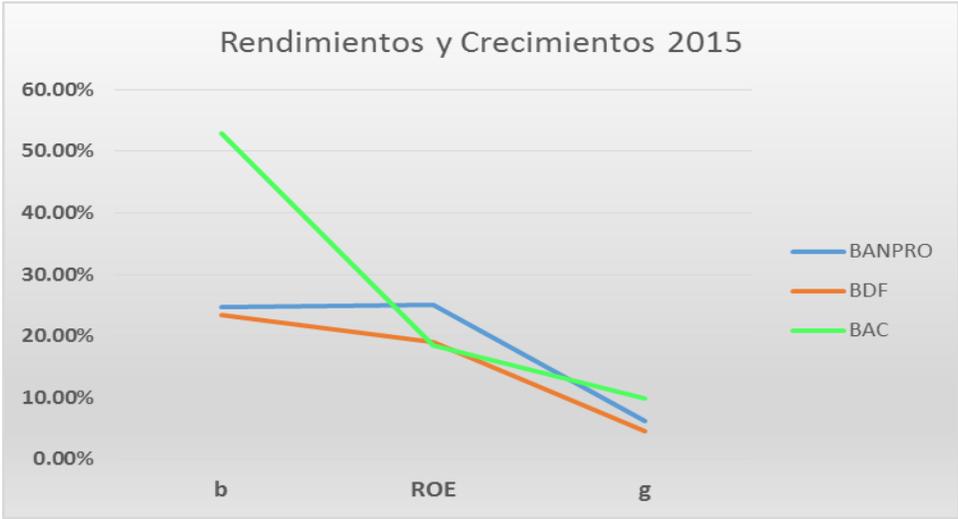
Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.

Es en el año 2015, donde cambia la tendencia que se había apreciado en los años anteriores en relación a los resultados del BANPRO y del BDF, en este año el crecimiento de los dividendos es mayor para el BANPRO con el 6,20% que el del BDF con el 4,45%, aunque la mayor tasa le corresponde siempre al BAC con 9,77%, en el caso de los rendimientos de los fondos propios el cambio significativo para el BANPRO con un 25,07% el BDF con el 19.02% y el BAC con el 18,43%, en este año la variable que influencio en el mayor crecimiento en la tasa de los dividendos fue la representación del pago de estos que en este caso el BAC obtuvo el 52,98%, el BANPRO el 24.75% y el BDF el 23,40%.

En el grafico siguiente se muestra el cambio de estas variables en la línea verde para el BAC, y el mayor rendimiento en la línea azul para el BANPRO.

**Ilustración 344**

**Figura número 44, Rendimientos y Crecimientos 2015.**

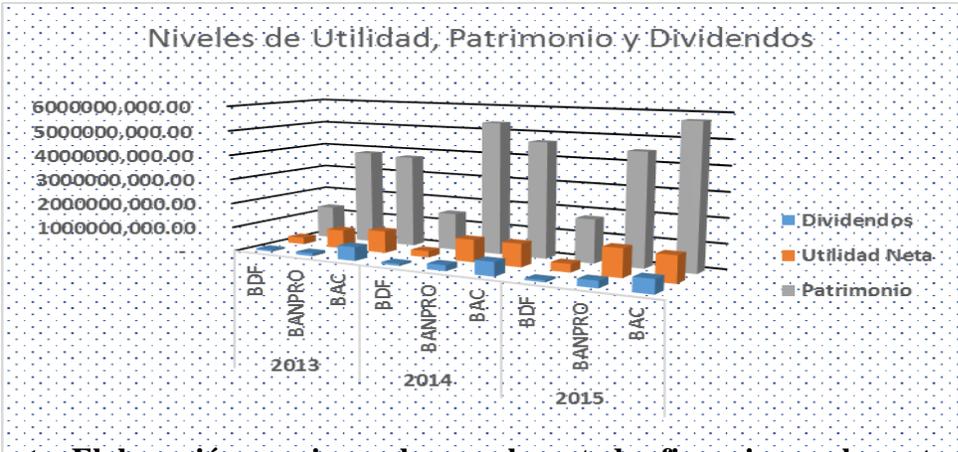


**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.**

Lo rendimientos sobre el capital y el porcentaje de dividendo determinado, permite el cálculo de la tasa de crecimiento, esto bajo la base de pago de dividendos y las utilidades obtenidas e y el saldo sobre el patrimonio. A continuación se presenta los niveles de estas bases de cálculo.

**Ilustración 355**

**Figura número 45, Niveles de Utilidad, Patrimonio y Dividendos por Banco.**



**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.**

En la figura 45, se identifican los niveles de crecimiento en pago de dividendos, utilidades netas y Patrimonio donde el BAC en los tres años analizado tiene el mayor monto en pago de dividendos, como se pudo observar en las variables analizadas anteriormente en relación al porcentaje de dividendos sobre las utilidades netas.

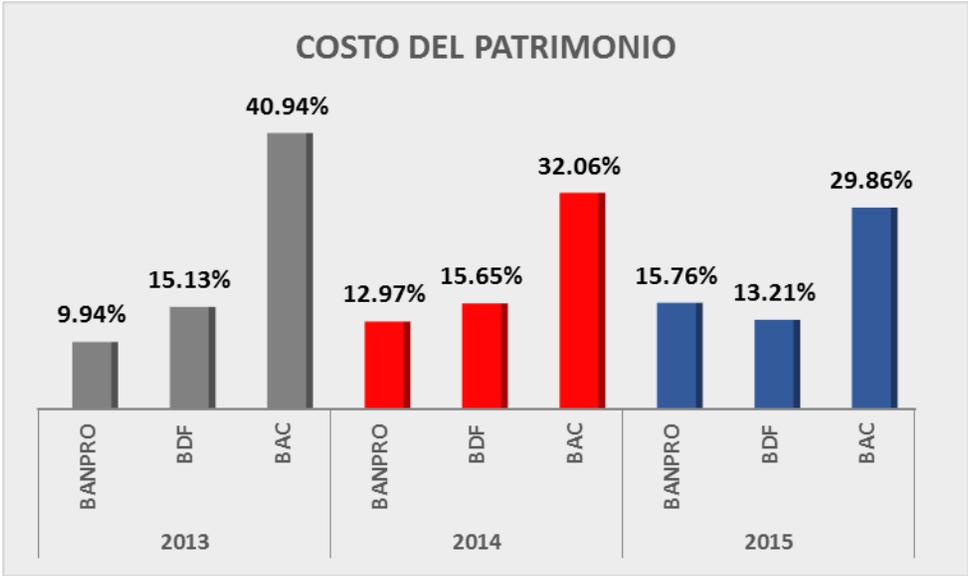
En el caso de las utilidades los dos bancos superan al BDF en los tres diferentes años, razón por la cual dio como resultado los mayores rendimientos principalmente en el 2015 para el BANPRO.

Es evidente los saldos del patrimonio mayores para el BANPRO y el BAC, aunque sus capitales sociales están compuesto por menos cantidad de acciones comunes que el

BDF, su valor nominal es mayor para el BANPRO su valor es de C\$100,00 Córdobas, para el BAC de C\$1,000.00 Córdobas y para el BDF de C\$5,00 la acción. En los tres diferentes años hubo aumento de patrimonio en el caso del BDF por procesos de capitalización y en el caso de los otros bancos emisión de nuevas acciones, lo que aumenta el costo de su capital.

Ilustración 366

Figura número 46, Costo del Patrimonio por Banco.



**Fuente:** Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.

Una vez analizada las variables anteriores, se presenta en la figura 45, el costo del patrimonio de los tres años en estudio en comparación con el banco en investigación.

El costo del patrimonio mayor presentando corresponde al BAC con un 40.94% en el año 2013, situación presentada por el valor del precio de sus acciones y el valor del dividendo esperado, para este banco la relación Dividendo entre el precio de la acción para

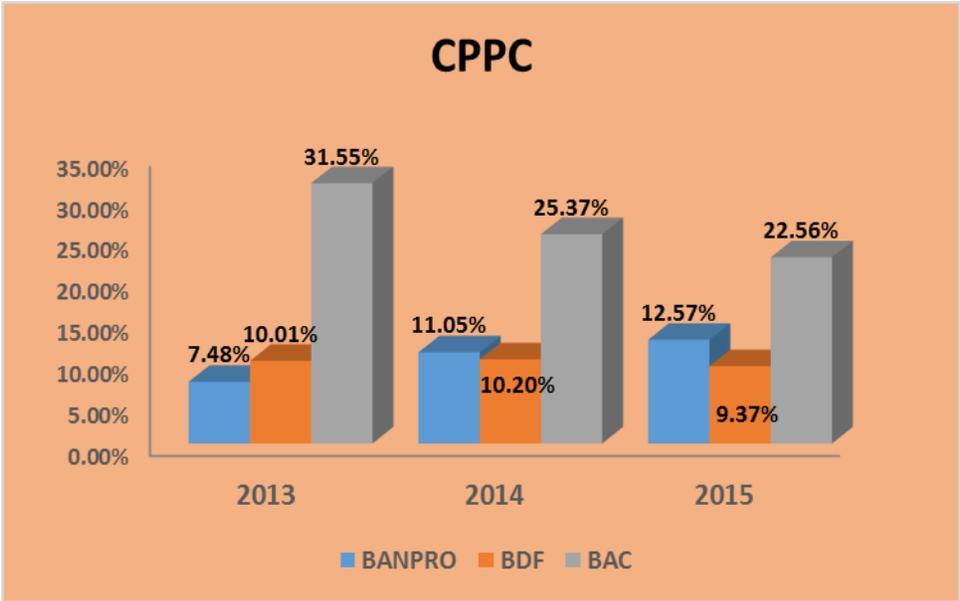
fue del 26,02%, para el BDF con un costo de capital del 15,13%, fue de 9,62% y para el BANPRO con un costo del 9,94% fue del 6,77%.

Para el 2014, la posición corresponde igual que al 2013, con las mismas condiciones de la relación dividendo entre el precio de la acción, en este año el costo de capital mayor representado por el BAC fue de 32,06%, del BDF 15,65% y del BANPRO del 12,97%.

En el 2015, se mantiene la posición para el BAC con un costo de capital del 29.86%, en este año cambia el nivel de costo para el BANPRO con el segundo lugar en 15,76%, donde la relación dividendo entre el precio de la acción fue de 9,55% , para el BDF fue de 8,76% al disminuir el dividendo de C\$0,50 Córdoba a C\$0,44 córdobas, para el BANPRO el pago de dividendo paso de 86,22 Córdoba a C\$95,55 Córdoba donde la relación dividendo entre el precio de la acción en 20,09% .

Ilustración 377

Figura número 47, Costo Promedio Ponderado de Capital por Banco.



Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.

La determinación de la estructura de capital, es decir la porción de cada fuente de financiamiento, así como su costo específico (Mirar anexo número 26, Calculo del costo de capital por año y por banco), determina el costo ponderado por deuda y por patrimonio, así como el promedio correspondiente a cada año, para identificar el comportamiento de los otros bancos en comparación con el banco en estudio.

En el grafico 47, se observa el comparativo por año y por banco del costo promedio ponderado de capital, se logra identificar que tanto para el año 2013 al año 2015 el BAC obtuvo el mayor costo representado por 31,55%, 25,37% y 22,56% esto se debió a que la mayor porción en su estructura de capital lo compone el patrimonio donde el pago de dividendo para este banco es mayor en relación al BDF al igual que el costo de sus acciones.

La condición mencionada anteriormente se cumple para el BANPRO en relación al BDF para el 2014 y 2015 con costos de 11,05% y 12,57% para el BANPRO y de 10,20% y 9,37% para el BDF, a diferencia del 2013 que el BDF obtuvo un costo de 10,01% y el BANPRO del 7,48% donde la porción de la estructura no fue la variable que afecto el comportamiento del Costo Ponderado, sino el costo específico de cada fuente, tanto para la deuda como para el patrimonio, que en el caso del BANPRO como se mencionó anteriormente en este año no realizo emisión de bonos, por lo que su costo específico fue de 1,41% y para el BDF del 3,76%.

Para el patrimonio los costos específicos se encuentra casi en un mismo nivel con 6,07% para el BANPRO y del 6,25% para el BDF, esto en ponderación.

### 7.2.3 Flujo de Caja comparativo.

El Flujo de caja operativo, permite determinar la estructura óptima de capital, obteniendo la Utilidad antes de intereses e impuesto y descontándola con el costo de capital promedio ponderado, para determinar lo que indica esta teoría sobre la optimización, donde se minimiza el costo y maximiza las utilidades confirmado también con el mayor valor de la utilidad por acción. En las tablas siguientes se muestran las utilidades netas o los flujos de caja operativa por año y por banco.

Tabla 373

Tabla número 53, Flujo Operativo 2013 por Banco en Córdoba.

Cuentas de Resultados	2013		
	BANPRO	BDF	BAC
Ingresos Financieros	2779881,430	1127416,810	2245870,654
Gastos Financieros	4243,415.00	2985,678.00	1321,834.00
<b>Margen Bruto</b>	<b>2775638,015</b>	<b>1124431,132</b>	<b>2244548,820</b>
Ingresos netos ajuste monetarios	182355,259.00	77539,288.00	228812,546.00
Ingresos Operativos Diversos	755703,706.00	172863,277	708000,710.00
Otros ingresos	9531,399.00	1226,509.00	4422,729.00
Gastos Operativos	1826946,868	632841,509	1368079,733
<b>Resultado Operativo Bruto</b>	<b>1896281,511</b>	<b>743218,697</b>	<b>1817705,072</b>
Depreciaciones	114564,368.	30011,448.00	72089,354.00
Amortizaciones	47722,298.00	25848,412.00	1566,060.00
<b>Beneficio antes de intereses e impuestos</b>	<b>1733994,845</b>	<b>687358,837</b>	<b>1744049,658</b>
Intereses	547536,122.	258472,907	369508,416.00
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>1186458,723</b>	<b>428885,930</b>	<b>1374541,242</b>
Impuesto	301546,039	115525,312	401093,543
Contribuciones de Ley	122424,539	34293,866	75647,845.00
<b>Beneficio después de Impuesto</b>	<b>762488,145</b>	<b>279066,752</b>	<b>897799,854</b>

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC

Tabla 384

Tabla número 54, Flujo Operativo 2014 por Banco en Córdoba.

2014		
BANPRO	BDF	BAC
3193572,824.00	1349673,239.00	2678379,987.00
10738,145.00	4683,270.00	1053,204.00
<b>3182834,679.00</b>	<b>1344989,969.00</b>	<b>2677326,783.00</b>
231421,105.00	98759,297.00	257755,142.00
902162,319.00	206133,937.00	838437,630.00
18728,904.00	1817,828.00	3622,174.00
2104067,373.00	830840,805.00	1807041,597.00
<b>2231079,634.00</b>	<b>820860,226.00</b>	<b>1970100,132.00</b>
117916,258.00	35855,945.00	73327,914.00
61020,399.00	35881,361.00	589,205.00
<b>2052142,977.00</b>	<b>749122,920.00</b>	<b>1896183,013.00</b>
661937,804.00	339271,099.00	464775,253.00
<b>1390205,173.00</b>	<b>409851,821.00</b>	<b>1431407,760.00</b>
362281,042.00	110441,654.00	418684,011.00
123534,564.00	37881,519.00	86441,363.00
<b>904389,567.00</b>	<b>261528,648.00</b>	<b>926282,386.00</b>

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC

Tabla 395

Tabla número 55, Flujo Operativo 2015 por Banco en Córdoba.

2015		
BANPRO	BDF	BAC
3891513,752.00	1577029,626.00	3167848,022.00
4878,171.00	5672,837.00	11230,351.00
<b>3886635,581.00</b>	<b>1571356,789.00</b>	<b>3156617,671.00</b>
276903,621.00	101029,619.00	321969,160.00
1143923,337.00	238923,317.00	945391,193.00
15211,146.00	3232,561.00	4320,878.00
2494956,946.00	868501,392.00	2135549,923.00
<b>2827716,739.00</b>	<b>1046040,894.00</b>	<b>2292748,979.00</b>
141498,851.00	40572,522.00	84327,664.00
91197,146.00	42313,670.00	3698,646.00
<b>2595020,742.00</b>	<b>963154,702.00</b>	<b>2204722,669.00</b>
844330,761.00	442714,798.00	573497,673.00
<b>1750689,981.00</b>	<b>520439,904.00</b>	<b>1631224,996.00</b>
469181,643.00	142460,236.00	473674,174.00
150332,338.00	42745,650.00	99264,427.00
<b>1131176,000.00</b>	<b>335234,018.00</b>	<b>1058286,395.00</b>

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC

Se presentó en las tablas números 53 ,54 y 55 los flujos operativos por banco de los años 2013, 2014 y 2015, base comparativo del Banco en estudio, se puede observar a detalle las cuentas de ingresos y gastos operativos, así como las depreciaciones amortizaciones y pagos de intereses anuales.

En estas tablas se indican los resultados operativos brutos, los beneficios antes de intereses e impuestos, los impuestos que oscilan una tasa entre el 25%ny el 29% por el nivel de utilidades, contribuciones especiales y claramente los beneficios después de impuesto.

El objetivo principal era determinar el nivel de las Utilidades antes de intereses e impuestos (UAI) en relación a la utilidad por acción (UPA) e identificar la estructura optima de capital, como se muestran en las tablas siguientes.

Tabla 406

Tabla número 56, Estructura Optima de Capital Comparativa 2013 en Córdoba.

	2013		
	BANPRO	BDF	BAC
<b>UAII</b>	<b>1733994,845.0</b>	<b>687358,837.00</b>	<b>1744049,658.00</b>
Intereses	547536,122.00	258472,907.00	369508,416.00
<b>Utilidades Neta antes de impuestos</b>	<b>1186458,723.0</b>	<b>428885,930.00</b>	<b>1374541,242.00</b>
Impuestos	301546,039.00	115525,312.00	401093,543.00
<b>Utilidades Neta después de impuestos</b>	<b>884912,684.00</b>	<b>313360,618.00</b>	<b>973447,699.00</b>
UDI	884912,684.00	313360,618.00	973447,699.00
Número de acciones	1802500	152000000	21547848
<b>UPA</b>	<b>490.94</b>	<b>2.06</b>	<b>45.18</b>

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC

Tabla 417

Tabla número 57, Estructura Optima de Capital Comparativa 2014 en Córdoba.

	2014		
	BANPRO	BDF	BAC
<b>UAII</b>	<b>2052142,977.00</b>	<b>749122,920.00</b>	<b>1896183,013.00</b>
Intereses	661937,804.00	339271,099.00	464775,253.00
<b>Utilidades Neta antes de impuestos</b>	<b>1390205,173.00</b>	<b>409851,821.00</b>	<b>1431407,760.00</b>
Impuestos	362281,042.00	110441,654.00	418684,011.00
<b>Utilidades Neta después de impuestos</b>	<b>1027924,131.00</b>	<b>299410,167.00</b>	<b>1012723,749.00</b>
UDI	1027924,131.00	299410,167.00	1012723,749.00
Número de acciones	2702500	166000000	27903611
<b>UPA</b>	<b>380.36</b>	<b>1.80</b>	<b>36.29</b>

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC

Tabla 428

Tabla número 58, Estructura Optima de Capital Comparativa 2015 en Córdoba.

	2015		
	BANPRO	BDF	BAC
<b>UAI</b>	<b>2595020,742.00</b>	<b>963154,702.00</b>	<b>2204722,669.00</b>
Intereses	844330,761.00	442714,798.00	573497,673.00
<b>Utilidades Neta antes de impuestos</b>	<b>1750689,981.00</b>	<b>520439,904.00</b>	<b>1631224,996.00</b>
Impuestos	469181,643.00	142460,236.00	473674,174.00
<b>Utilidades Neta después de impuestos</b>	<b>1281508,338.00</b>	<b>377979,668.00</b>	<b>1157550,822.00</b>
UDI	1281508,338.00	377979,668.00	1157550,822.00
Número de acciones	2930500	179100000	27903611
<b>UPA</b>	<b>437.30</b>	<b>2.11</b>	<b>41.48</b>

**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.**

En las tablas anteriores se presenta el resultado obtenido sobre la estructura optima de capital, se puede observar que en los tres diferentes años el BANPRO, obtuvo la utilidad por acción más alta en el 2013 de C\$490,94 Córdoba, 2014 de C\$380,36 Córdoba y en el 2015 de C\$437,30 Córdoba.

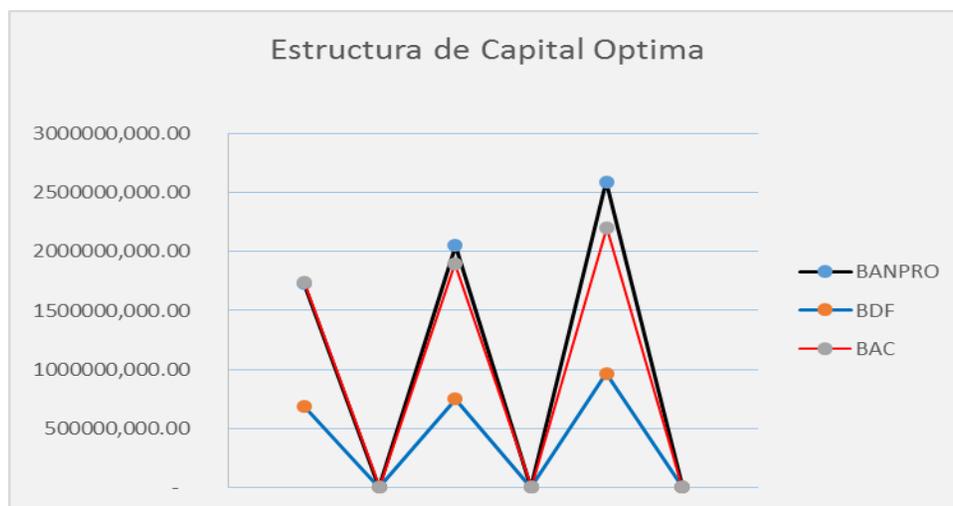
El segundo lugar lo tiene BAC con C\$45,18 córdobas en el 2013, C\$36,29 córdobas en el 2014, y C\$41,48 Córdoba en el 2015.

En comparación con estos dos bancos la UPA para el BDF en relación a la UPA del BANPRO apenas representa en el 2013 el 0,42% en el 2014 el 0,47% y en el 2015 0,48%. Relacionado con el BAC en el 2013 representa el 4,56%, en el 2014 el 4,97% y en el 2015 el 5,09%.

Los resultados anteriores nos muestran que BDF se encuentra por debajo en obtener una estructura que maximice sus utilidades relacionado con su competencia, como se demostró anteriormente. En el grafico siguiente se presenta estos niveles con mayor precisión de observación

**Ilustración 388**

**Figura número 48, Estructura Optima Comparativa.**



**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.**

Según el grafico anterior, presenta que la optimización de la estructura de capital se logró gracias a los niveles de utilidad antes de intereses e impuesto que genero el BANPRO y el BAC, superior a las del BDF, sin embargo las estructuras de capital se relacionan de acuerdo a la porción de deuda, en este caso estas porciones varían para cada banco, razón por la cual la comparación se logró hacer por los resultados del flujo de caja de tesorería.

El indicar la óptima estructura de capital, se cumple en el 2013 la teoría, donde BANPRO obtuvo el menor costo promedio ponderado (7,48%) y las mayores utilidades

con un Valor Presente Neto mayor en C\$813.012.407,92 córdobas, representando el 156,41 % mayor que el Valor Presente Neto del BDF y de 30,56% mayor que el del BAC.

Para el 2014 y 2015, aunque el BDF obtuvo el menor costo promedio ponderado con 10,20% y 9,37%, no logro la optimización de la estructura de capital en comparación con la de su competencia para estos años, aquí no se da el cumplimiento de la teoría en primer lugar porque el costo promedio ponderado de BANPRO no es tan alto en relación al del BDF en el 2014 solo lo supero en 0,85 puntos porcentuales y el 2015 en 3,20 puntos porcentuales, influenciada la estructura por el nivel de utilidades.

Pero si se compara los resultados con BAC y BANPRO, entonces si se cumple la teoría, ya que el costo promedio ponderado para el BAC es demasiado alto y sus utilidades son menores, pero en el caso del BAC y BDF, aunque el BAC posee el mayor costo, supera en utilidades al BDF en C\$771.122.590,00 Córdobas para el 2013, en C\$648.340.097,00 córdobas en el 2014 y de C\$910.354.029,00 córdobas para el 2015.

Los datos anteriores se pueden confirmar de igual manera con los resultados de las razones financieras, para flujo de caja descontado, que se presenta en las tablas siguientes.

Tabla 59

Tabla número 59, Razones Financieras Comparativa para flujo de caja, 2013.

Nombre de la Razón	Formula	Resultado en Córdobas			
		2013			
		BANPRO	BDF	BAC	
<b>Precio de las acciones.</b>	Valor Contable	1,000.00	5.00	100.00	
<b>Rentabilidad empresarial.</b>	Utilidad Neta /Ingresos	27.43%	24.75%	39.98%	
<b>Utilidad por Acción.</b>	Utilidad Neta/Número de acciones	423.02	1.84	41.67	
<b>Flujo de Caja por acción.</b>	Utilidad Neta +Depreciaciones/ Número de acciones	486.58	2.03	45.01	
<b>Rentabilidad del activo (ROI).</b>	Utilidad antes de Intereses e impuesto/Activo	4.17%	5.10%	5.86%	
	ACTIVOS	41558355,955.00	13466243,333.00	29736675,701.00	

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC

Tabla 430

Tabla número 60, Razones Financieras Comparativa para flujo de caja, 2014.

Nombre de la Razón	Formula	Resultado en Córdoba		
		2014		
		BANPRO	BDF	BAC
<b>Precio de las acciones.</b>	Valor Contable	1,000.00	5.00	100.00
<b>Rentabilidad empresarial.</b>	Utilidad Neta /Ingresos	28.32%	19.38%	34.58%
<b>Utilidad por acción.</b>	Utilidad Neta/Número de acciones	334.65	1.58	33.20
<b>Flujo de Caja por acción.</b>	Utilidad Neta +Depreciaciones /Número de acciones	378.28	1.79	35.82
<b>Rentabilidad del activo (ROI).</b>	Utilidad antes de Intereses e impuesto/Activo	3.92%	4.57%	5.16%
	ACTIVOS	52310470,765.00	16375139,150.00	36720175,425.00

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC

Tabla 441

Tabla número 61, Razones Financieras Comparativa para flujo de caja, 2015.

Nombre de la Razón	Formula	Resultado en Córdobas		
		2015		
		BANPRO	BDF	BAC
<b>Precio de las acciones.</b>	Valor Contable	1,000.00	5.00	100.00
<b>Rentabilidad empresarial.</b>	Utilidad Neta /Ingresos	29.07%	21.26%	33.41%
<b>Utilidad por acción.</b>	Utilidad Neta/Número de acciones	386.00	1.87	37.93
<b>Flujo de Caja por acción.</b>	Utilidad Neta +Depreciaciones/ Número de acciones	434.29	2.10	40.95
<b>Rentabilidad del activo (ROI).</b>	Utilidad antes de Intereses e impuesto/Activo	4.78%	4.99%	4.98%
	ACTIVOS	54248782,654.00	19290054,640.00	44293268,395.00

**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC**

Las razones financieras son herramientas que nos permiten hacer comparaciones tanto internas como externas como es el caso. Las tablas anteriores muestra el

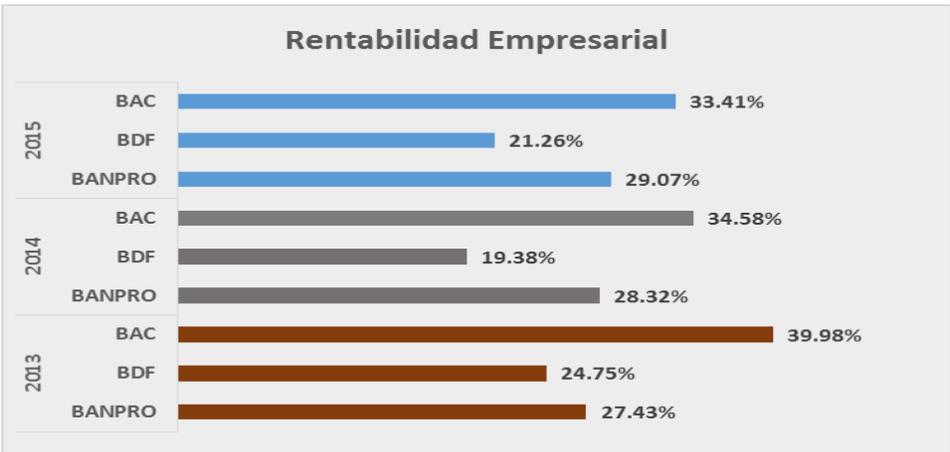
comportamiento del banco en análisis con los otros dos bancos en cuanto al cumplimiento de maximizar las utilidades por medio de estructuras óptimas de capital.

El precio de la acción se comparó a través de su valor contable, ya que estas empresas o estos bancos son emisores en bolsa de valores de solo deuda a largo plazo por emisión de Instrumento Financiero, por lo que el precio de mercado es muy difícil de obtener, ya que no hay datos estadístico para determinar la tendencia que ha tenido en el mercado. Se puede observar que el mayor precio es presentado por BANPRO, en resultados anteriores se ha demostrado la probabilidad de un mayor precio debido a los altos niveles de utilidades que presenta el banco en relación al BDF y BAC, estos precios se mantiene en los tres años de estudio.

La rentabilidad empresarial esta medida bajo las bases de la utilidad neta entre los ingresos totales, es decir el porcentaje de representación de las utilidades en relación a lo que genera el banco anualmente, como se indica en la siguiente gráfica.

Ilustración 49

Figura número 49, Rentabilidad Empresarial.



Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.

En la gráfica 49, se muestra que la mayor rentabilidad empresarial es presentada por el BAC, para el 2013 su rentabilidad fue del 39,98%, seguido por el BAPRO con 27,43% y el BDF con 24,75%.

Para el 2014 de igual manera el BAC tiene la mayor rentabilidad con 34,58%, el BANPRO con 28,32% y el BDF con 19,38%, esta misma tendencia se presenta para el 2015 con 33,41% de rentabilidad para el BAC, 29,07% para el BANPRO y del 21,26% para el BDF. Cabe aclarar que aunque el BAC presenta el mayor rendimiento empresarial recordemos que la estructura óptima de capital, la obtuvo BANPRO y que esta se mide en base a las utilidades antes de intereses e impuestos donde sus niveles eran mayores en relación al BAC y BDF, mientras que estas rentabilidad se mide en base a las utilidades netas, restando lo intereses e impuesto donde BAC, es el banco que tiene menos porción de deuda y pago de intereses anuales menores en 32,51% en el 2013, 29,79% en el 2014 y de 32,08% en el 2015, lo que aumenta sus utilidades netas.

**Ilustración 390**

**Figura número 50, Utilidad por acción.**



**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.**

La utilidad por acción, mide el nivel de utilidad que obtiene al accionista, por cada acción que posee, en este caso confirma los resultados en cuanto a la optimización de la estructura de capital donde BANPRO presenta las mayores utilidades con C\$423,02 córdobas en el 2013, C\$334,65 córdobas en el 2014 y de C\$386 córdobas en el 2015.

En el caso del BAC, presenta el segundo lugar y BDF siempre en menor nivel con los bancos en comparación. Estos mismos resultados los podemos observar en el flujo de caja por acción como se muestra en la siguiente gráfica.

Ilustración 401

Figura número 51, Flujo de Caja por acción.



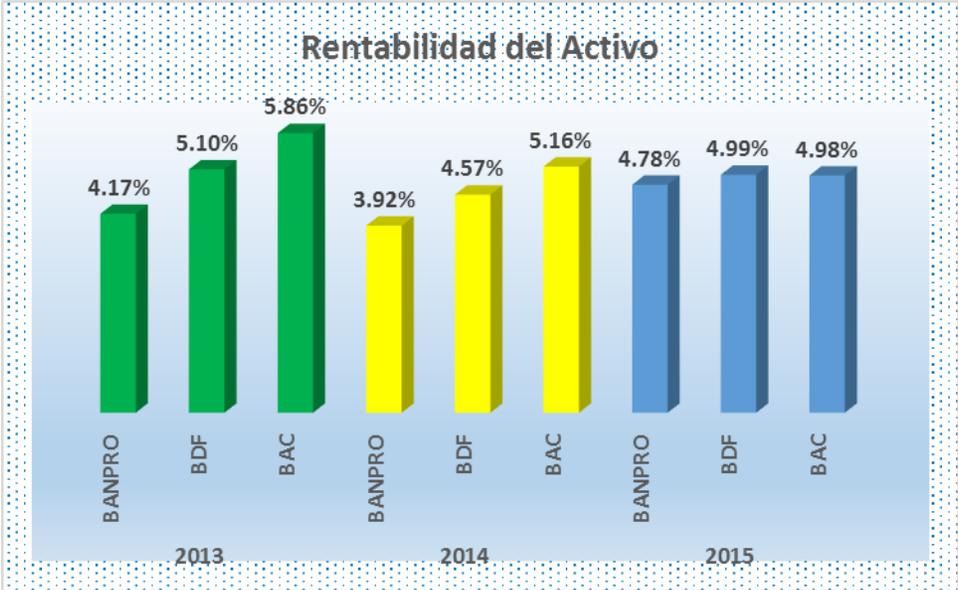
**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.**

Para finalizar este punto se presenta el resultado del ROI, como parte del grupo de razones que integran el análisis del flujo de caja y comparativo para los tres bancos y los tres años en estudio.

El ROI se mide en base a la UAII (Utilidad antes de intereses e impuestos) y los activos totales, mide que tan rentable son los activos de los bancos para generar utilidades, como una porción o representación de estas utilidades en relación a los activos totales de cada banco. El resultado se presenta a continuación.

Ilustración 412

Figura número 52, ROI.



**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del BDF, BANPRO y BAC.**

Observamos que en relación a la rentabilidad del activo en los tres años la mayor representación la tiene BAC y BDF, aunque los niveles son casi similares, cabe aclarar que BANPRO presenta mayores activos, lo que disminuye su rentabilidad en relación a las utilidades como se mostró en las tablas de resultado de razones financieras.

Para el 2013, la mayor rentabilidad con un 5,86% es presentada por BAC, con 5,10% BDF y con 4,71% el BANPRO. En el 2014 siempre BAC con 5,16%, con 4,57%

BDF y con 3,92% BANPRO. Es el 2015 que el BDF obtiene el mayor rendimiento con 4,99% un punto porcentual mayor que el BAC con 4,98% y BANPRO con 4,78%.

### **7.3. Toma de decisión para proyectos de inversión**

La meta de cualquier empresa es buscar elevar el valor de la empresa a través de maximizar las utilidades para los accionista, equilibrar el pasivo y el patrimonio a fin de minimizar los niveles de riesgo y tener liquidez adecuada para afrontar los compromisos de corto y largo plazo.

Actualmente las empresas se valorizan no solo por sus activos sino también por prestigio, desarrollo de nuevas tecnologías, su porción en el mercado y la creatividad para tener mayores clientes.

Por lo anterior se cumple con el último objetivo propuesto en este trabajo de investigación, el de facilitar una herramienta para la toma de decisión en proyectos de inversión mediante la valoración de los flujos de caja operativo descontado al costo promedio ponderado de capital anual, determinando el VPN de los flujos y el VPN menos las inversión anual y la tasa interna de retorno esperada.

Esta valoración con las técnicas mencionada nos dará las pautas, si el banco ha tomado las mejores decisiones o que recomendaciones se le puede indicar.

En el caso de las instituciones bancarias las inversiones están ligadas directamente a dos tipos inversión en capital de trabajo e inversión en compra de activos fijos, como se presenta en la siguiente tabla.

Tabla 452

Tabla número 62, Capital Invertido BDF en Córdoba

<b>CAPITAL INVERTIDO</b>			
<b>Capital de Trabajo</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Crédito Neto otorgados en el año	1862192,286.00	2068077,093.00	3267458,137.00
Compra de cartera Hipotecaria	-	125498,467.00	-
Variación neta de Inversiones en valores	390686,397.00	208656,989.00	138811,938.00
Variación neta en operaciones con reportos y derivados	22266,451.00	140011,835.00	108652,476.00
<b>Total Capital de Trabajo</b>	<b>1493772,340.00</b>	<b>2542244,384.00</b>	<b>3019993,723.00</b>
<b>Adquisiciones de bienes de uso</b>			
Terrenos	-	-	2951,355.00
Edificio e instalaciones	12578,982.00	6055,427.00	217,882.00
Equipo Rodante	1929,062.00	4973,531.00	-
Mobiliario y equipo	26036,786.00	33072,265.00	14671,321.00
Equipo de Computación	14494,161.00	16303,007.00	11848,845.00
Construcciones en proceso	15652,565.00	13896,793.00	4615,378.00
Biblioteca y obra de arte	486,899.00	24,089.00	77,582.00
<b>Total Bienes de uso</b>	<b>71178,455.00</b>	<b>74325,112.00</b>	<b>34382,363.00</b>
<b>Total Capital Invertido</b>	<b>1564950,795.00</b>	<b>2616569,496.00</b>	<b>3054376,086.00</b>

**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas.**

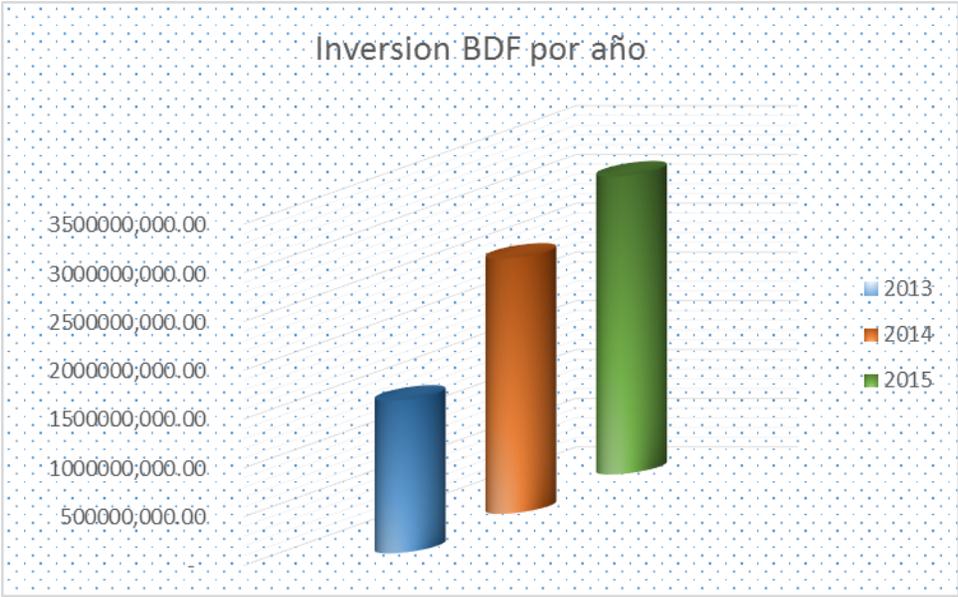
La tabla anterior presenta el capital neto invertido por año, compuesto por el total capital de trabajo, el cual lo integra lo créditos otorgados, compra de cartera hipotecaria, las variaciones neta de inversiones en valores y las variaciones neta en operaciones con reportos y derivados.

Así mismo presenta las inversiones en activos fijos o bienes de usos en la compra de terrenos, remodelaciones, compra de equipo rodante, mobiliario de oficina y obras de artes.

Se puede observar el aumento de la inversión en los tres diferentes años a como se muestra en el grafico siguiente.

Ilustración 423

Figura 53, Inversión por año en córdobas.

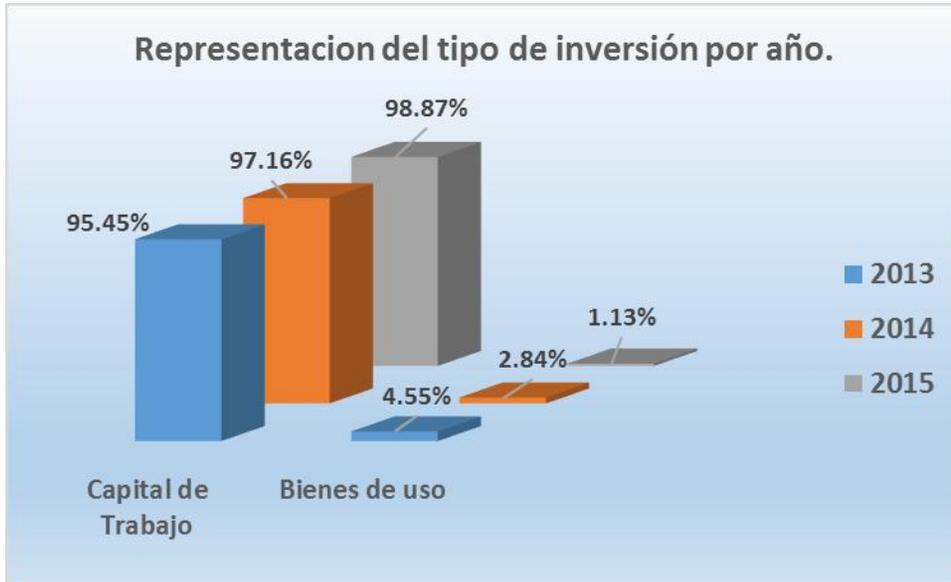


**Fuente:** Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas 2013, 2014 y 2015.

El grafico anterior muestra lo indicado en la tabla número 62, el aumento del 2013 al 2014 del capital invertido en 67,20% y para el 2015 un aumento del 16,73%, esto debidamente provocado por mayor otorgamiento de crédito, que representa la mayor inversión del total de capital de trabajo en los tres diferentes años.

Es importante mencionar que las inversiones se han desarrollado en mayor porción en capital de trabajo que en compra de activos fijos. Como se indica en el siguiente gráfico.

**Figura 54, Tipo de Inversión y representación.**



**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas 2013, 2014 y 2015.**

En este gráfico, se aprecia la distribución de la inversión y como el capital de trabajo del banco ha aumentado en cada año. En el 2013 represento el 95,45% de la inversión total y la compra de activos fijos el 4,55%, en el 2014 aumento el capital de trabajo en 1,71 puntos porcentuales pasando a una representación del 97,16% y la inversión en activos fijos disminuyo en 1,71 puntos porcentuales pasando al 2,84% de representación del total inversión. En 2015, sigue la secuencia que demostró en el 2014 aumentando la inversión en capital de trabajo a 98,87% y disminuyendo la inversión en activo fijo a 1,13% sus representaciones en relación a la inversión total. A continuación se presenta los flujos de caja de tesorería generados para el accionista y el flujo de caja libre, base para el cálculo del valor actual neto y tasa interna de retorno como técnicas de valoración para toma de decisiones.

Tabla 463

**Tabla número 63, Flujo de Caja para el Accionista en Moneda Córdoba.**

<b>Flujo de caja para el accionista</b>	<b>Año 2013</b>	<b>Año 2014</b>	<b>Año 2015</b>
Beneficio después de impuesto	279066,752.00	261528,648.00	335234,018.00
Depreciaciones	30011,448.00	35855,945.00	40572,522.00
Amortizaciones	25848,412.00	35881,361.00	42313,670.00
<b>Flujo Neto</b>	<b>334926,612.00</b>	<b>333265,954.00</b>	<b>418120,210.00</b>

**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas.**

Tabla 474

**Tabla número 64, Flujo de Caja Libre en Moneda Córdoba.**

<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>Año 2013</b>	<b>Año 2014</b>	<b>Año 2015</b>
Beneficio antes de intereses e impuestos	687358,837.00	749122,920.00	963154,702.00
Impuesto	115525,312.00	110441,654.00	142460,236.00
Depreciaciones	30011,448.00	35855,945.00	40572,522.00
Amortizaciones	25848,412.00	35881,361.00	42313,670.00
<b>Flujo Neto</b>	<b>627693,385.00</b>	<b>710418,572.00</b>	<b>903580,658.00</b>

**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas.**

Las tablas anteriores muestra en primer lugar el flujo de caja para el accionista formado por el beneficio después impuesto una vez restado los intereses e impuesto, se sabe que el accionista asume todos los riesgo de las operaciones de la empresa, a estos beneficio se le suma las depreciaciones y las amortizaciones, resultado para ser descontado con el costo promedio ponderado de capital del banco.

La segunda tabla muestra el flujo de caja libre formado por el beneficio antes de intereses e impuesto, ya que es el flujo presentado al inversionista que no asume todos los riesgo de la empresa solamente lo de su inversión, beneficio que se restan los impuestos y se sumas las depreciaciones y amortizaciones y de igual manera es el resultado para ser descontado con costo promedio ponderado de capital del banco.

### **7.3.1 Técnica de Evaluación.**

Para este trabajo de investigación se utilizaron técnica de evaluación, para evaluar el flujo de caja de tesorería operativo anual como son el Costo de Promedio Ponderado de Capital, el Valor Actual Neto y la Tasa Interna de Retorno. Con el objetivo de determinar si las decisiones de inversión que ha realizado el Banco fueron las más acertada en relación a los resultados de estas técnica.

Tabla 485

Tabla número 65, Resultados de las Técnica de Evaluación por año.

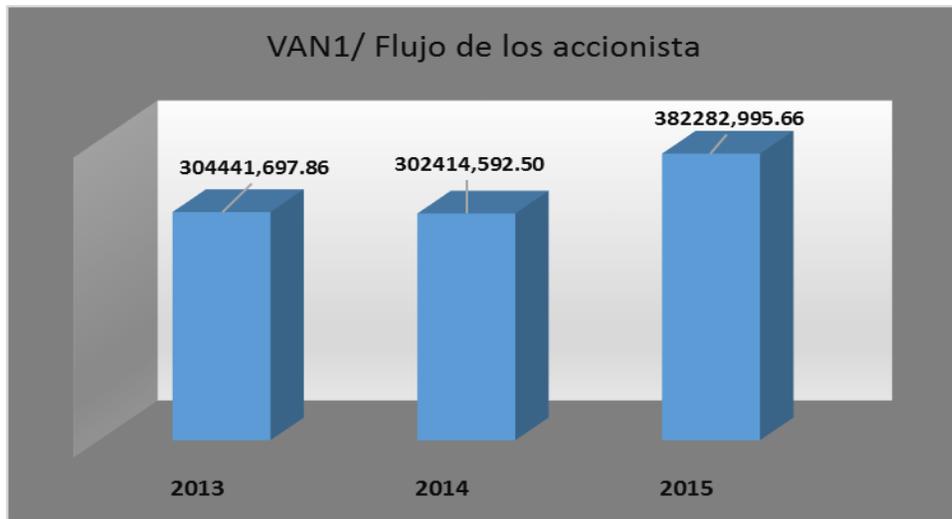
Técnicas de Evaluación	2013	2014	2015
Flujo de los accionista	334926,612.00	333265,954.00	418120,210.00
Flujo de Caja Libre	627693,385.00	710418,572.00	903580,658.00
CPPC	10.01%	10.20%	9.37%
VAN1/ Flujo de los accionista	C\$304441,697.86	C\$302414,592.50	C\$382282,995.66
VAN2/ Flujo de Caja Libre	C\$570560,931.91	C\$644653,137.76	C\$826134,476.40
	-	-	-
VAN1 – INVERSION	1260509,097.14	2314154,903.50	2672093,090.34
	-	-	-
VAN2 – INVERSION	994389,863.09	1971916,358.24	2228241,609.60
FINANCIAMIENTO RECIBIDO	1784480,156.00	2709424,125.00	3131554,782.00
Diferencia para el Flujo de los accionista	523971,058.86	395269,221.50	459461,691.66
Diferencia para el Flujo de Caja libre	790090,292.91	737507,766.76	903313,172.40
TIR Flujo de los accionista	-36.08%	-15.69%	-9.00%
TIR Flujo de Caja Libre	-20.55%	-3.67%	0.03%

**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas.**

La tabla número 65, muestra los resultados de las técnicas de evaluación, aplicada al flujo de tesorería para los accionistas y al flujo de tesorería de caja libre. Donde el valor actual neto es positivo para cada año descontado al CPPC anual determinado, como también se puede apreciar en la graficas siguientes.

Ilustración 445

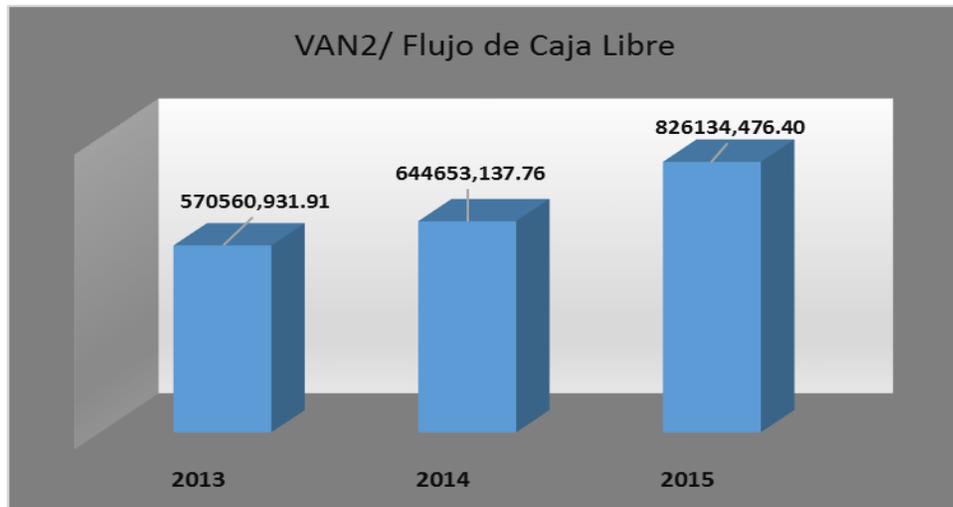
**Figura 55 VAN operativo para el accionista en moneda córdobas.**



**Fuente:** Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas 2013, 2014 y 2015.

Ilustración 456

**Figura 56 VAN operativo para el accionista en moneda córdobas.**



**Fuente:** Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas 2013, 2014 y 2015.

Los gráficos expuesto anteriormente, muestra los valores actuales netos de los flujos operativos por año los cuales son positivos, pero al restar las inversiones que se describieron en la tabla 62, los valores actuales netos son negativos, para ambos flujos. Como se puede apreciar en la tabla número 65.

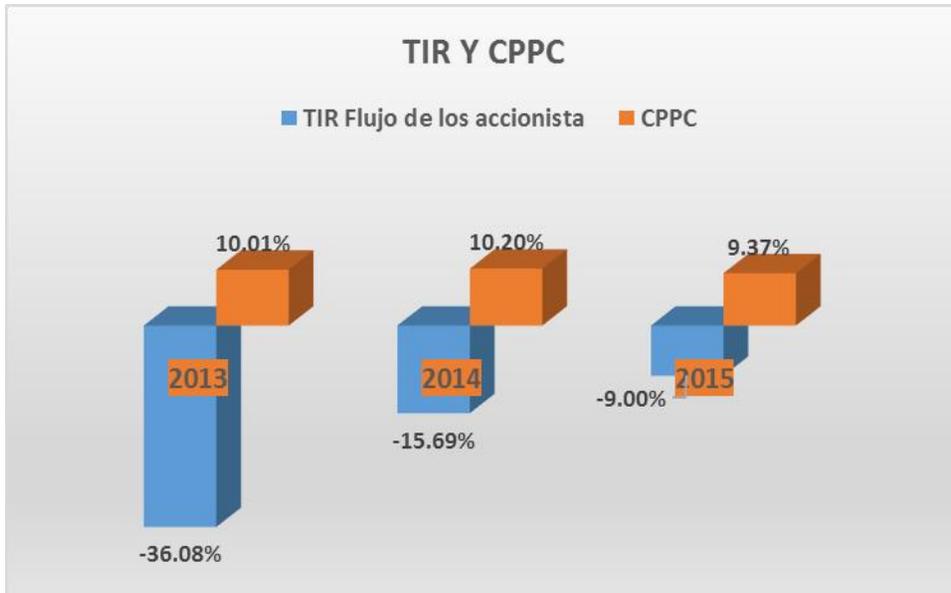
Para solventar el alto monto de la inversión para cada año analizado el banco tuvo que recurrir a financiamiento externo por los montos de C\$1.784.480.156,00 córdobas en el año 2013, C\$2.709.424.125,00 córdobas para el año 2014 y de C\$3.131.554.782,00 córdobas para el año 2015, lo que le permite también un flujo de disponibilidad positivo y tener una estructura óptima para el año 2015, con el aumento del monto recibido por financiamiento.

Los resultados podrían apreciarse desfavorable, sin embargo por el propio giro de negocio el de asumir riesgo es un factor normal para este tipo de empresa, el apalancamiento financiero es muy evidente como estrategia para obtener el capital de trabajo necesario y los rendimientos esperado sobre la inversión, que se confirmara con los resultados de los indicadores de valor en el siguiente punto analizar.

Se presenta los resultados de la última técnica de evaluación como es la tasa interna de retorno, donde se puede apreciar el rendimiento esperado sobre la inversión en relación a los flujos operativos obtenidos

Ilustración 467

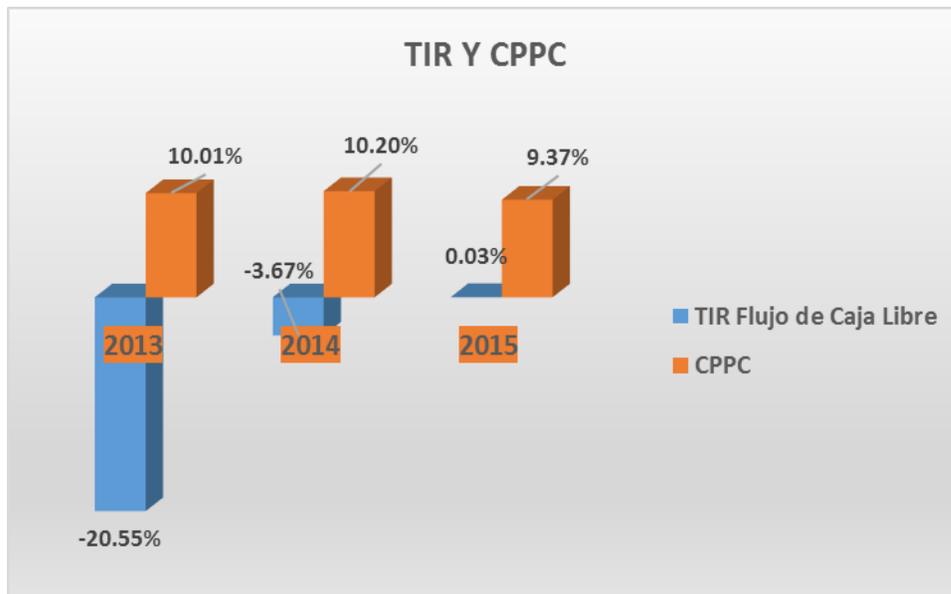
Figura 57, TIR Y CPPC Flujo para el accionista



Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas 2013, 2014 y 2015.

Ilustración 478

Figura 58, TIR Y CPPC Flujo de caja libre



Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas 2013, 2014 y 2015.

Las figuras 57 y 58 muestran el comportamiento anual de la TIR, tanto del Flujo para el accionista como para el flujo de caja libre en comparación con el costo de capital, se puede apreciar que en este caso el retorno es negativo, ya que los flujos operativos no han sido mayor respecto al monto de la inversión anual.

Sin embargo el resultado negativo, va disminuyendo proporcionalmente ya que el 2013 la TIR era del -36,08% en el flujo de caja para el accionista, en el 2014 aumento a -15,69% y en el 2015 el aumento es más significativo a -9%.

En el caso del flujo para el inversionista en el 2013 la TIR era de -20,55% en el 2014 del 3,67% y en el 2015 es del 0.03% positivo. Estos aumentos o disminución del resultado negativo de este técnica es debido que el banco tiene mayor ingresos con un aumento del 19,71% del 2013 al 2014 y otro aumento de sus ingresos del 16,85% del 2014 al 2015 y menos compras en activos fijos. La recuperación de la inversión es a largo plazo, sin embargo en los indicadores de valor se apreciara si hubo retorno a corto plazo.

### **7.3.2 Indicadores de Valor.**

Las razones financieras es un planteamiento tradicional utilizado, para medir el comportamiento financiero de la empresa y fáciles de calcular, pero reducen su efectividad como instrumento de medición de riqueza, es por eso que en este punto se agregan los resultados de los indicadores de valor, para toma de decisión en proyectos de inversión tales como el ROIC (Rendimiento sobre el capital invertido) y el EVA (Valor económico agregado), los cuales son herramientas que trata de contrarrestar las limitaciones de estas razones financieras y evaluar el desempeño a través de la creación de valor.

Tabla 496

**Tabla Numero 66, Resultados de los Indicadores de Valor por año.**

<b>INDICADORES DE VALOR</b>			
<b>Concepto</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
ROIC	43,92%	28,63%	31,53%
CPPC	10,01%	10,20%	9,37%
ROI - CPPC	33,91%	18,43%	22,16%
Capital Invertido	1.564.950.795,00	2.616.569.496,00	3.054.376.086,00
<b>EVA</b>	<b>530.654.315,39</b>	<b>482.188.937,91</b>	<b>676.821.457,49</b>
Incremento de EVA		-9,13%	40,36%
Rr (Tasa de reinversión).	2,28	3,49	3,17

**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas.**

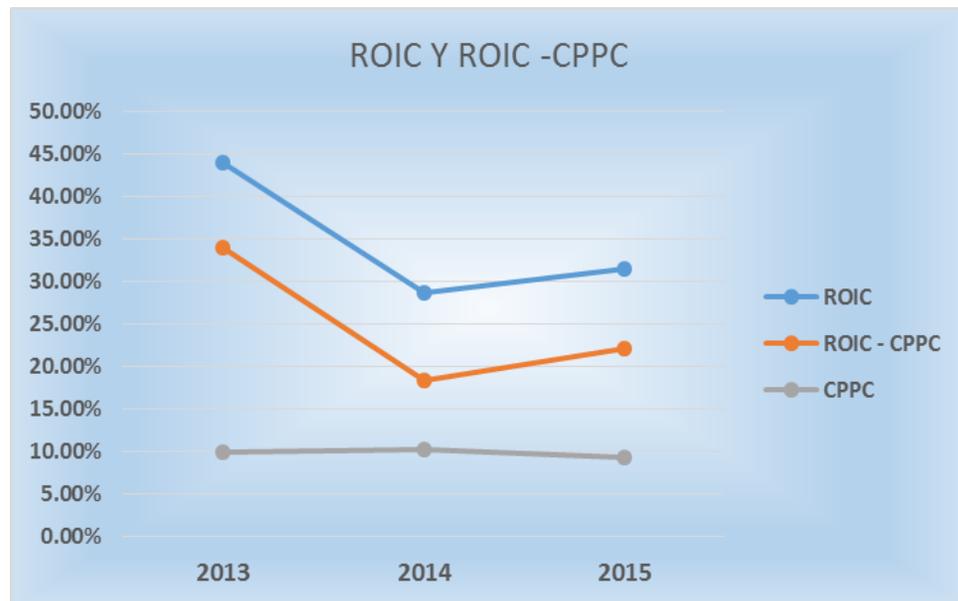
El indicador ROIC, presenta el rendimiento de las utilidades antes de intereses e impuesto obtenido en relación al capital total invertido (Capital de trabajo más activos fijos), en el año 2013 se obtuvo el mayor rendimiento con un 43,92%, en el 2014 disminuyó a 28,63% y en el 2015 aumento a 31,53%.

En el caso del 2014 el aumento de la inversión en 67,20% provoco la reducción en este rendimiento, sin embargo en el 2015 este indicador sube en 2,90 puntos porcentuales ya que el aumento de la inversión fue en menor porción con 16,73% respaldado también por un aumentando el nivel de ingreso del banco.

La Diferencia entre el ROIC y el CPPC, es la base de representación de la eficiencia en el manejo del capital invertido donde claramente el ROIC tiene que ser mayor que el costo promedio ponderado de capital a como se indica en el siguiente gráfico.

Ilustración 59

**Figura número 59, Rendimiento versus Costo**



**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas 2013, 2014 y 2015.**

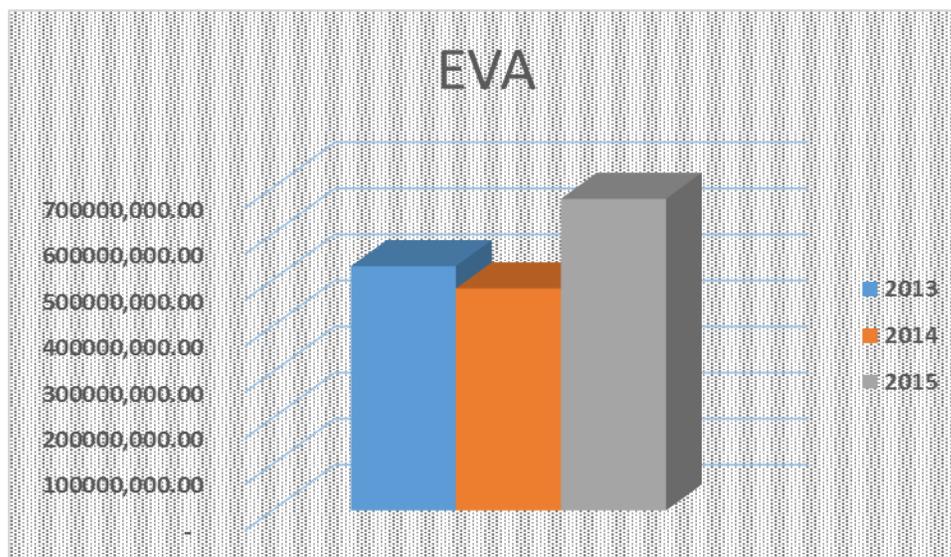
El grafico anterior muestra la diferencia entre el ROIC Y EL CPPC, siendo esta mayor que el costo de capital en el 2013 con una diferencia de 33,91%, en el 2014 del 18,43% y en el 2015 del 22,16%.

Del valor que se ha determinado en relación al indicador EVA, se puede mencionar que se ha generado valor para los accionistas del 2014 al 2015, notándose que este valor se incrementó en 40,36%, mientras que del 2013 al 2014 disminuyó en 9,13%.

Si bien no se ha obtenido un retorno positivo sobre la inversión en relación al valor actual neto de los flujos operativos, esto ha sido compensando en un incremento de los ingresos y reducción de los gastos operativos en el 2015 pasando de una representación del 62% en el 2014 a una representación del 55% en el 2015 en relación a los ingresos netos, apreciación mas comprensible en la gráfica siguiente.

Ilustración 480

Figura número 60, Valor Económico Agregado por año.

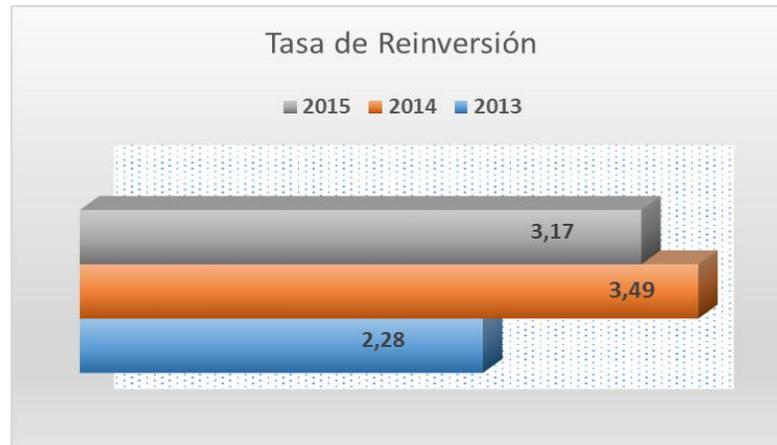


**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas 2013, 2014 y 2015.**

Es evidente el valor económico del banco, principalmente el generado en el 2015 con EVA de C\$ **676.821.457,49** córdobas, aunque los niveles de inversión superan a sus flujos operativos. Como lo indica el último indicador de valor, como es la tasa de reinversión.

Ilustración 491

**Figura número 61 Tasa de Reversión del BDF**



**Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros y las notas a los estados financieros del Banco de Finanzas 2013, 2014 y 2015.**

La alta inversión sostenida por el Banco de Finanzas actualmente, principalmente en capital de trabajo, pasando del 2013 de 2.28 puntos al 2014 a 3,49 puntos por encima de sus flujo operativo, le ha permitido mantener un rendimiento mayor que el costo de capital, sin embargo el retorno esperado es recuperado a largo plazo.

En el 2015 esta tasa baja en 0,32 puntos porcentuales, por lo que el nivel de inversión se mantiene para este año por encima de 3 veces más de su capacidad de flujo operativo.

El Banco a cubierto estos niveles alto de inversión con su financiamiento tanto a corto como a largo plazo con diferencia sobre su valor actual neto de C\$ 523.971.058,86 Córdobas, para el 2013, de C\$395.269.221,50 en el 2014 y de C\$459.461.691,66 córdobas, siempre refiriéndose a los resultados del flujo para accionista.

Los resultados de la tasa de reinversión nos da la respuesta a los resultados de los retornos negativos por año, el banco para recuperar la inversión tendrá que garantizar para flujos futuros retornos mayores que su costo de capital.

## VIII. Conclusiones

Aunque desde la década de los sesenta hasta nuestros días se ha adelantado una importante producción teórica con respecto a la búsqueda de una estructura de capital óptima, aún no existe la suficiente evidencia empírica que permita entender cómo las empresas eligen su estructura financiera.

Sin embargo conforme a la evaluación realizada a la información financiera relacionada con el tema de investigación de la Empresa Banco de Finanzas, S.A, por los períodos 2013 a 2015 se obtienen las siguientes conclusiones:

En cuanto al marco conceptual en que se basó la evaluación se puede indicar que el mercado de capital Nicaragüense, como una fuente de financiamiento de capital tiene características imperfectas, primeramente porque es un mercado limitado de ofertantes, la información financiera es limitada para la toma de decisiones y para emitir deuda a largo plazo los costos de transacción y emisión son altos.

Esta situación se observó en los tipos de deudas que conforman la estructura de capital del Banco, la emisión de bono, el cual es el único instrumento utilizado como deuda a largo plazo por el BDF desde el 2013, es la deuda que tiene el costo de capital más alto el cual oscilan entre el 3,55% y 4,36% de este componente.

Con respecto a la descripción o el comportamiento de la estructura de capital en los tres años analizado, estuvo compuesta en mayor porción por la deuda a largo plazo, que fue incrementando anualmente en el 2015 tuvo la mayor representación con 68,19% en relación al total de la estructura de capital y una disminución del patrimonio hasta el 31,81% para este año.

La deuda más significativa o la fuente de financiamiento más utilizada en los tres diferentes años de estudio fueron las obligaciones con instituciones financieras y otro financiamiento, con préstamos recibido en su mayoría con tasas fijas y ponderadas garantizado con cartera de crédito y BPI, donde el mayor compromiso lo tiene con el Instituto Nacional de seguridad Social con un nivel de deuda hasta el 51,79%.

El porcentaje de representación mayor de esta deuda fue en el 2013 con un 60,86% del total financiamiento a Largo Plazo, no se puede obviar la segunda fuente de financiamiento más utilizada, como son las obligaciones con el público que también en este año tuvieron una representación alta del 29,58% y la tendencia fue la misma para los próximos años en casi esos mismo niveles.

En lo relacionado al Análisis comparativo a través de razones financieras del flujo de caja de tesorería entre el BANPRO y el BAC, cabe mencionar que la fuente de financiamiento más utilizada por estos bancos es su patrimonio, representando más del 50% del total de la Estructura de Capital tanto en el año 2013 como el 2014 y el 2015.

El costo de capital promedio ponderado juega un importantísimo papel en la identificación de la estructura óptima de capital, por lo que se determinó el comportamiento de esta herramienta con los resultados del BDF y los otros dos bancos. El BAC con el mayor costo de capital en los tres diferentes años que es reflejado por su alto financiamiento con capital propio, logra utilidad por acción más alta en relación al BDF, por su capacidad de generar mayores ingresos.

En el caso del BANPRO, no solo sus utilidades más alta le permite tener una mejor estructura de capital en relación al BAC Y BDF, sino también su minimización de su costo promedio ponderado de capital indicado en su costo específico de deuda menor hasta el

1,41%, y su costo específico de capital bajo hasta el 6,07%, esto debido al valor de sus acciones, su tasa de crecimiento y el rendimiento de su patrimonio.

Lo indicado anteriormente, es confirmado en los resultados de las razones financieras, expresado en las utilidades por acción, el flujo de caja por acción donde obtiene el mayor valor en cada año analizado.

Sin embargo en la rentabilidad empresarial y en la rentabilidad del activo, los tres bancos se encuentran casi en los mismos niveles, superando el BAC, para estas razones financieras.

Como parte de la evaluación de la estructura óptima de capital, el análisis interno al BDF de los tres años en estudio, permitió indicar, el año donde obtuvo una mejor estructura, de acuerdo a los resultados, fue en el 2015, donde cumplió a lo establecido con esta teoría con una UPA de C\$2,11 por acción bajo una razón de deuda del 68,19% y un costo de capital del 9,37% aumentando así sus utilidades antes de intereses e impuesto y minimizando el costo específico del patrimonio en 4,20%.

Los indicadores de valor confirman este resultado con el aumento del valor económico agregado en el 2015 de un -9,13% a un 40.36%, con tasa de reinversión alta sobre las utilidades de 3,17 puntos y un rendimiento mayor sobre el capital invertido del 22,16% en relación al costo promedio ponderado de capital (ROIC – CPPC).

Por su parte la toma de decisión de inversión es respaldada por las técnicas de valoración como las aplicadas al flujo de caja de tesorería VAN y TIR, descontando el flujo al costo de capital determinado, donde los flujos operativos presenta valores actuales netos positivos, pero una vez restando las inversiones este valor se hace negativo, ya se observó el resultado de la tasa de reinversión, el BDF en los últimos tres años ha aumentado sus

inversiones principalmente en capital de trabajo pasando de 2013 al 2014 a un aumento del 67% y del 2014 al 2015 en un 17%.

Los objetivos estratégicos contemplan mantener el equilibrio actual de la cartera, con la posibilidad de presentar pequeñas variaciones naturales año con año. No obstante, la administración prevé que el banco incremente gradualmente su participación de mercado en el sector comercial hasta alcanzar 8% en el mediano plazo. La empresa también planea desarrollar más su oferta de medios de pago y apalancarse de sus nexos en el sector empresarial para poder ofrecer sus productos a empleados de las corporaciones que ya atiende. Sin embargo el resultado de la tasa interna de Retorno nos indica, la recuperación a largo plazo con una TIR negativa en relación al flujo de caja de los accionista y una TIR que logra ser positiva en el 2015 del 0.03%, para el flujo de caja libre, pero mucho menor que el costo promedio ponderado de capital, el cual es la tasa mínima esperada de rendimiento.

## **IX. Recomendaciones**

El entorno del sistema financiero Nicaraguense, sigue siendo incierto, la economía nicaraguense es una de las más pequeñas del continente americano, y el marco regulatorio con muchas debilidades estructurales que puede afectar el desempeño de un banco, por lo que manejar eficientes controles internos dentro del Banco disminuirá el riesgo al que se enfrenta este tipo de empresa.

En relación a cómo está conformada la estructura de capital actualmente, se identificó y se confirmó que las políticas de inversiones están orientadas a preservar la liquidez de la empresa, por lo que se le recomienda al Banco realizar un análisis de equilibrio sobre apalancamiento financiero, ya que la representación de la deuda a largo plazo, es alta en relación al total de la estructura financiera, principalmente en la deuda más importante del banco como son las obligaciones con instituciones y otro financiamiento que representa el 60,86% tanto de la deuda a corto plazo y a largo plazo.

Este tipo de análisis le permitirá a la empresa definir el uso potencial de los costos financieros fijos para acrecentar los efectos de los cambios en las ganancias antes de intereses e impuestos sobre la ganancia por acción, como se pudo apreciar el valor de la UPA internamente tiene crecimiento por año pero es insignificante en relación a su competencia. Recordemos que los costos de pagos de intereses y pagos de dividendos deben realizarse independientemente del nivel de las utilidades.

De acuerdo a la identificación de la estructura óptima de capital, es recomendable realizar una reestructuración de su actual estructura de capital, se

determino que el banco a disminuido su costo de capital con un aumento de la deuda a largo plazo anual, pero en relacion a su competencia, principalmente con BANPRO, no ha logrado esa optimizacion, este banco a diferencia ha manejado una estructura casi en el mismo porcentaje de deuda y de patrimonio, aunque su mayor porcion es dirigida al uso de recursos propio y le ha permito mantener niveles optimos de utilidades y reduccion del costo de capital, por lo que, para este tipo de negocio mantener porcentaje alto de deuda no optimiza su estructura, sino la generacion de ingresos financieros.

BDF tiene que tener el sumo cuidado en el manejo de la deuda, ya que la segunda cuenta con mayor participacion como son los depositos con el publico. En este caso el riesgo operativo asumido es alto, aunque la adminstracion destaca eficiente controles, lo anterior cobra relevancia al considerar que la plaza nicaraguense es la mas propensa al riesgo de volatilidad de depositos.

Otro punto importante dentro de esta recomendación en cuanto a la reestructuración, es que el monto de inversión es alto a como lo indico la tasa de reinversión y es necesario la generación interna de capital, ya que esto puede afectar su adecuación de capital, por lo que esa tendencia de inversión tiene que reducirse gradualmente hasta lograr el equilibrio entre la tasa interna de retorno y el costo de capital.

Por ultimo se recomienda tomar en cuenta la valoración del flujo de caja realizado, en cuanto a los resultados del valor actual neto, una vez restada el monto total de la inversión y los resultados de la tasa interna de retorno, ya sea en la reducción de la inversión o mejoramiento de la estructura de capital, es decir el

equilibrio entre la rentabilidad y el riesgo, se indica este punto por lo descrito en los índice de rentabilidad empresarial y el flujo de caja por acción que es menor que el de su competencia, así también el uso del método EBIT, para ir evaluando su estructura óptima de capital en cuanto a las utilidades por acción.

## X. Bibliografía

- adrformacion. (17 de Noviembre de 2015). *adrformacion.com*. Obtenido de *adrformacion.com*:  
<http://www.adrformacion.com/cursos/finproserv/leccion1/tutorial3.html>
- Altair. (2007). Flujo de Caja Descontado. *Altair*, 1-64.
- Arruñada, b. (1998). *arrunada.org*. Obtenido de *arrunada.org*:  
<http://www.arrunada.org/es/Publicaciones/z86/Teoria-contractual-de-la-empresa.axd>
- Asociación de Bancos de México ABM, A. (2014). *Asociación de Bancos de México ABM, A.C.* Obtenido de Asociación de Bancos de México ABM, A.C.:  
<https://www.abm.org.mx/la-banca-en-mexico/>
- Asofra y Fernandez. (1999). *eumed.net*. Obtenido de *eumed.net*:  
<http://www.eumed.net/eve/resum/06-10/agl.htm>
- Banco Central, N. (27 de Octubre de 2005). *Superintendencia.gob.ni*. Obtenido de  
[http://www.superintendencia.gob.ni/documentos/marco\\_legal/generales/ley561.pdf](http://www.superintendencia.gob.ni/documentos/marco_legal/generales/ley561.pdf):  
[http://www.superintendencia.gob.ni/documentos/marco\\_legal/generales/ley561.pdf](http://www.superintendencia.gob.ni/documentos/marco_legal/generales/ley561.pdf)
- Baron, J. (16 de Marzo de 2013). *jeniferbaron2327*. Obtenido de *jeniferbaron2327*:  
<http://jeniferbaron2327.blogspot.com/>
- Brealey, Myers y Allen. (2010). *Principio de Finanzas Corporativa*. Mexico: McGRAW-HILL/INTERAMERICANA EDITORES, S.A. DE C.V.
- Dacio, V. J. (2008). *Administracion Financiera II*. Mexico.
- Dillon, M. (2013). *Slide Player*. Obtenido de Slide Player:  
<http://slideplayer.es/slide/1641117/>
- Fernandez, M. (2015). *Expansion.com*. Obtenido de *Expansion.com*:  
<http://www.expansion.com/diccionario-economico/teoria-del-mercado-eficiente.html>
- Financiamiento.us. (2009). *Latinos.us*. Obtenido de *Latinos.us*:  
[http://www.financiamiento.us/casas/hipotecas/bienes/acciones\\_para\\_financiar/](http://www.financiamiento.us/casas/hipotecas/bienes/acciones_para_financiar/)
- Franco, F. (2008). *gacetafinanciera.com*. Obtenido de *gacetafinanciera.com*:  
[http://www.gacetafinanciera.com/PROY\\_EXCEL/MEDICION\\_FFC.pdf](http://www.gacetafinanciera.com/PROY_EXCEL/MEDICION_FFC.pdf)

- Garcia. (Enero de 2013). *slideshare*. Obtenido de slideshare:  
<http://es.slideshare.net/luisgu/unidad-n1409-costo-de-capital>
- Gitman, L. (2007). *Principio de Administracion Financiera*. Mexico: Pearson education.
- Gutierrez, A. (2004). *ulpgc.es*. Obtenido de ulpgc.es:  
[http://www2.ulpgc.es/descargadirecta.php?codigo\\_archivo=4400](http://www2.ulpgc.es/descargadirecta.php?codigo_archivo=4400)
- Higuerey, A. (22 de Febrero de 2007). <http://webdelprofesor.ula.ve>. Obtenido de  
<http://webdelprofesor.ula.ve>:  
[http://webdelprofesor.ula.ve/nucleotrujillo/anhigo/guias\\_finanzas1\\_pdf/tema8.pdf](http://webdelprofesor.ula.ve/nucleotrujillo/anhigo/guias_finanzas1_pdf/tema8.pdf)
- Petroff, J. (2007). *peoi.org*. Obtenido de peoi.org:  
<http://www.peoi.org/Courses/Coursessp/finanal/ch/ch11e1.html>
- polilibros. (2011). *sites.upiicsa.ipn.mx*. Obtenido de sites.upiicsa.ipn.mx:  
[http://www.sites.upiicsa.ipn.mx/polilibros/portal/polilibros/p\\_terminados/Admon-Finan-II/UMD/unidad%203/ADMINISTRACION%20FINANCIERA-64.htm](http://www.sites.upiicsa.ipn.mx/polilibros/portal/polilibros/p_terminados/Admon-Finan-II/UMD/unidad%203/ADMINISTRACION%20FINANCIERA-64.htm)
- Rivera, J. (Septiembre de 2002). *icesi.edu.co*. Obtenido de icesi.edu.co:  
[http://www.icesi.edu.co/revistas/index.php/estudios\\_gerenciales/article/view/93/html](http://www.icesi.edu.co/revistas/index.php/estudios_gerenciales/article/view/93/html)
- Rodriguez, V. (Abril de 2014). <http://www.rodriquezvelarde.com.pe>. Obtenido de  
<http://www.rodriquezvelarde.com.pe>:  
[http://www.rodriquezvelarde.com.pe/pdf/libro1\\_parte2\\_cap2.pdf](http://www.rodriquezvelarde.com.pe/pdf/libro1_parte2_cap2.pdf)
- SIBOIF. (2005). *superintendencia.gob.ni*. Obtenido de superintendencia.gob.ni:  
<http://www.superintendencia.gob.ni/index.php?web=contenido&idd=1&idw=9>
- Turmero. (2000). *monografias.com*. Obtenido de monografias.com:  
<http://www.monografias.com/trabajos99/decisiones-financiamiento-i/decisiones-financiamiento-i.shtml>
- Van Horne y Wachowicz. (2010). *Fundamentos de Administracion Financiera*. Mexico: Pearson Educacion Mexico.
- Verigu, Bendezu. (2007). Indicadores financieros y el Valor Economico Agregado. *Gestion y Produccion*, 1-6.
- Westerfield, Ross. (2010). *Finanzas Corporativa*. Mexico: Mc Graw Hill/ Interamericana Editores; S.A.

Zurdo, P. (2016). *expansion.com*. Obtenido de expansion.com:  
<http://www.expansion.com/diccionario-economico/estructura-optima-de-capital.html>

# **ANEXOS**

# Anexo 1

## Balance General del BDF Auditado 2013

BANCO DE FINANZAS, S. A.  
(Managua, Nicaragua)

Balance de situación separado

Al 31 de diciembre de 2013

(Expresado en córdobas)

	Notas	2013	2012
<b>Activos</b>			
<b>Disponibilidades</b>			
<b>Moneda nacional</b>			
Caja		177,063,063	145,315,352
Banco Central de Nicaragua		47,577,448	260,094,581
Depósitos en instituciones financieras del país		984,549	3,831,656
Otras disponibilidades		307,015,452	322,625,950
<b>Moneda extranjera</b>			
Caja		153,334,191	132,321,285
Banco Central de Nicaragua		51,308,400	23,885,431
Depósitos en instituciones financieras del país		17,995,376	13,469,274
Depósitos en instituciones financieras del exterior		488,852,679	337,608,361
Otras disponibilidades		1,171,934,997	978,593,317
	9	<u>2,416,066,155</u>	<u>2,217,745,207</u>
<b>Inversiones en valores, neto</b>			
Inversiones mantenidas hasta el vencimiento		1,233,019,833	1,312,402,533
	10	<u>1,233,019,833</u>	<u>1,312,402,533</u>
<b>Operaciones con reportos y valores derivados</b>	11	-	22,266,451
<b>Cartera de créditos, neto</b>			
Créditos vigentes		9,432,591,601	7,727,836,654
Créditos prorrogados		1,755,453	-
Créditos reestructurados		150,767,215	149,145,659
Créditos vencidos		53,611,242	39,120,642
Créditos en cobro judicial		58,671,064	58,851,973
Intereses y comisiones por cobrar sobre créditos		97,611,261	83,342,661
Provisiones por incobrabilidad de cartera de créditos		(209,932,588)	(204,453,127)
	12	<u>9,585,075,248</u>	<u>7,853,844,462</u>
<b>Otras cuentas por cobrar, neto</b>	13	25,835,448	21,942,426
<b>Bienes de uso, neto</b>	14	111,051,090	91,243,828
<b>Bienes recibidos en recuperación de créditos, neto</b>	15	5,732,049	6,165,126
<b>Inversiones permanentes en acciones</b>	16	5,462,506	4,490,766
<b>Otros activos, neto</b>	17	84,001,004	83,050,658
<b>Total activos</b>		<u>13,466,243,333</u>	<u>11,613,151,457</u>
<b>Pasivos</b>			
<b>Obligaciones con el público</b>			
<b>Moneda nacional</b>			
Depósitos a la vista		596,593,382	806,377,706
Depósitos de ahorro		1,152,541,481	1,239,690,427
Depósitos a plazo		117,532,712	124,870,639
<b>Moneda extranjera</b>			
Depósitos a la vista		509,086,246	456,780,226
Depósitos de ahorro		3,916,644,289	3,546,702,387
Depósitos a plazo		3,170,615,582	2,403,685,824
	18	<u>9,463,013,692</u>	<u>8,578,107,209</u>
<b>Otras obligaciones con el público</b>	19	179,876,765	120,424,726
<b>Obligaciones con instituciones financieras y por otros financiamientos</b>	20	1,762,290,456	1,275,856,959
<b>Obligaciones con el Banco Central de Nicaragua</b>		168,254,935	206,953,574
<b>Operaciones con valores y derivados</b>	11	266,944,892	-
<b>Otras cuentas por pagar</b>	22	40,287,386	37,099,059
<b>Otros pasivos y provisiones</b>	23	115,446,221	103,407,485
<b>Obligaciones subordinadas</b>	21	142,005,639	169,101,050
<b>Total pasivos</b>		<u>12,138,119,986</u>	<u>10,490,950,062</u>
<b>Patrimonio</b>			
Capital social suscrito y pagado	31	760,000,000	700,000,000
Reservas patrimoniales		241,162,031	199,302,018
Resultados acumulados		326,961,316	222,899,377
<b>Total patrimonio</b>		<u>1,328,123,347</u>	<u>1,122,201,395</u>
<b>Total pasivos y patrimonio</b>		<u>13,466,243,333</u>	<u>11,613,151,457</u>
<b>Cuentas contingentes</b>	4 (a) (ii)	592,446,735	563,860,045
<b>Cuentas de orden</b>	1(a)	25,075,297,085	21,564,338,406

  
Ing. Juan Carlos Argüello  
Gerente General

  
Lic. Leonel José Quant  
Director de Finanzas

  
Lic. Carlos Mejía  
Contador General

Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros separados. El presente balance de situación separado fue aprobado por la Administración bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo han suscrito.

**Anexo 2**  
**Estado de Resultado del BDF Auditado 2013**

**BANCO DE FINANZAS, S. A.**  
(Managua, Nicaragua)

Estado de resultados separado

Por el año terminado el 31 de diciembre de 2013

(Expresado en córdobas)

	Notas	2013	2012
<b>Ingresos financieros</b>			
Ingresos financieros por disponibilidades		2,423,823	2,376,255
Ingresos financieros por inversiones en valores		98,365,466	132,097,297
Ingresos financieros por cartera de créditos	12	1,020,255,599	845,430,481
Ingresos financieros por operaciones con reportos y valores derivados		248,351	1,233,529
Otros ingresos financieros		6,123,571	5,291,735
<b>Total ingresos financieros</b>		<u>1,127,416,810</u>	<u>986,429,297</u>
<b>Gastos financieros</b>			
Gastos financieros por obligaciones con el público		(188,537,864)	(153,838,999)
Gastos financieros por obligaciones con instituciones financieras y por otros financiamientos		(62,333,528)	(46,414,775)
Gastos financieros por obligaciones subordinadas y obligaciones convertibles en capital		(7,601,515)	(8,202,410)
Gastos financieros por operaciones con reportos y valores derivados		(1,140,965)	-
Otros gastos financieros		(1,844,713)	(1,577,287)
<b>Total gastos financieros</b>		<u>(261,458,585)</u>	<u>(210,033,471)</u>
<b>Margen financiero antes de ajustes monetarios</b>		865,958,225	776,395,826
Ingresos netos por ajustes monetarios	25	77,539,288	67,542,814
<b>Margen financiero bruto</b>		943,497,513	843,938,640
Gastos netos por estimación preventiva para riesgos crediticios	26	(63,105,602)	(61,679,857)
<b>Margen financiero, neto</b>		880,391,911	782,258,783
Ingresos operativos diversos, neto	27	172,863,277	160,369,889
<b>Resultado operativo bruto</b>		1,053,255,188	942,628,672
Participación en resultado de subsidiarias y asociadas	28	1,226,509	591,024
Gastos de administración	29	(625,595,767)	(581,212,529)
<b>Resultado antes del impuesto sobre la renta y contribuciones por leyes especiales</b>		428,885,930	362,007,167
Contribuciones por leyes especiales (564 y 563)	30	(34,293,866)	(30,877,791)
Gasto por impuesto sobre la renta	7	(115,525,312)	(95,404,964)
<b>Resultado del período</b>		<u>279,066,752</u>	<u>235,724,412</u>



Ing. Juan Carlos Argüello  
Gerente General



Lic. Leonel José Quant  
Director de Finanzas



Lic. Carlos Mejía  
Contador General

**Anexo 3**  
**Estado de Cambio en el Patrimonio del BDF Auditado 2013**

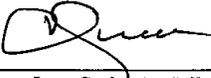
**BANCO DE FINANZAS, S. A.**  
(Managua, Nicaragua)

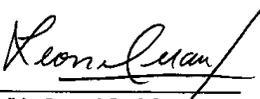
Estado de cambios en el patrimonio separado

Por el año terminado el 31 de diciembre de 2013

(Expresado en córdobas)

	Nota	Capital social suscrito y pagado	Reservas patrimoniales	Resultados acumulados	Total patrimonio de los accionistas
<b>Saldo previamente informado al 31 de diciembre de 2011</b>		600,000,000	163,943,356	200,026,294	963,969,650
Movimientos inherentes a las decisiones de los accionistas:					
Dividendos pagados	31	-	-	(77,492,667)	(77,492,667)
Resultados del período		-	-	235,724,412	235,724,412
Traspaso de los resultados acumulados a reserva legal		-	35,358,662	(35,358,662)	-
Capitalización de utilidades		100,000,000	-	(100,000,000)	-
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2012</b>		700,000,000	199,302,018	222,899,377	1,122,201,395
Movimientos inherentes a las decisiones de los accionistas:					
Dividendos pagados	31	-	-	(73,144,800)	(73,144,800)
Resultados del período		-	-	279,066,752	279,066,752
Traspaso de los resultados acumulados a reserva legal	37	-	41,860,013	(41,860,013)	-
Capitalización de utilidades		60,000,000	-	(60,000,000)	-
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2013</b>		760,000,000	241,162,031	326,961,316	1,328,123,347

  
Ing. Juan Carlos Argüello  
Gerente General

  
Lic. Leonel José Quast  
Director de Finanzas

  
Lic. Carlos Mejía  
Contador General

*Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros separados. El presente estado de cambios en el patrimonio separado fue aprobado por la Administración bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo han suscrito.*

## Anexo 4

### Estado de Flujo de Efectivo BDF Auditado 2013

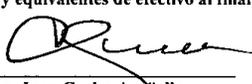
BANCO DE FINANZAS, S. A.  
(Managua, Nicaragua)

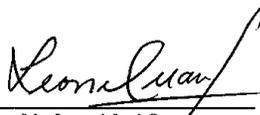
Estado de flujos de efectivo separado

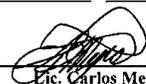
Por el año terminado el 31 de diciembre de 2013

(Expresado en córdobas)

	Nota	2013	2012
<b>Flujo de efectivo de las actividades de operación:</b>			
Resultado del periodo		279,066,752	235,724,412
Ajustes para conciliar los resultados del periodo con el efectivo provisto por las actividades de operación:			
Provisiones para la cartera de créditos	12	145,230,099	134,469,984
Provisiones para otras cuentas por cobrar	13	919,294	1,239,427
Provisiones para bienes adjudicados	15	4,518,665	6,124,956
Diferencial cambiario de obligaciones subordinadas		7,760,830	8,041,600
Diferencial cambiario de obligaciones con instituciones financieras		66,755,868	83,337,248
Depreciaciones y amortizaciones	29	55,859,860	52,792,132
Baja de bienes de uso	14	18,763,724	1,591,532
Traslado de bienes de uso	14	2,596,021	-
Gasto de intereses por obligaciones con instituciones financieras		55,296,940	42,463,786
Gasto de impuesto sobre la renta	7	115,525,312	95,404,964
<b>Variación neta en:</b>			
Otras cuentas por cobrar		(4,014,668)	1,118,751
Intereses y comisiones por cobrar sobre créditos		(14,268,600)	(7,787,995)
Bienes recibidos en recuperación de créditos		4,363,736	15,163,175
Rendimientos por cobrar sobre inversiones		(225,903)	636,638
Otros activos		(36,617,470)	13,837,328
Otras cuentas por pagar		(1,258,634)	(35,321,759)
Otras obligaciones con el público		37,693,956	(6,654,678)
Beneficio a empleados		16,477,415	13,023,171
Otros pasivos		(38,146,606)	(571,899)
Intereses pagados	8	(61,319,640)	(39,177,657)
Impuestos pagados		(79,108,532)	(96,910,120)
Intereses y otros cargos financieros por pagar		21,758,082	12,544,534
Ingresos diferidos		1,738,109	4,564,803
<b>Efectivo neto provisto por las actividades de operación</b>		<b>599,364,610</b>	<b>535,654,333</b>
<b>Flujo de efectivo de las actividades de inversión:</b>			
Créditos netos otorgados en el año		(1,862,192,286)	(1,873,741,497)
Variación neta de inversiones en valores		390,686,397	226,798,642
Variación neta en operaciones con reportos y derivados		(22,266,451)	-
Adquisiciones de bienes de uso	14	(71,178,455)	(43,029,847)
<b>Efectivo neto usado en las actividades de inversión</b>		<b>(1,564,950,795)</b>	<b>(1,689,972,702)</b>
<b>Flujo de efectivo de actividades de financiamiento:</b>			
<b>Variación neta en:</b>			
Obligaciones con el público		884,906,483	444,468,705
Obligaciones con el Banco Central de Nicaragua		(38,698,639)	127,048,790
Obligaciones con instituciones financieras y por otros financiamientos:			
Financiamientos recibidos		1,784,480,156	1,258,154,604
Pago de financiamientos recibidos		(1,366,502,985)	(950,035,052)
Dividendos pagados		(73,144,800)	(121,704,667)
Obligaciones subordinadas		(27,133,082)	-
<b>Efectivo neto provisto por las actividades de financiamiento</b>		<b>1,163,907,133</b>	<b>757,932,380</b>
<b>Variación neta del efectivo y equivalentes de efectivo</b>		<b>198,320,948</b>	<b>(396,385,989)</b>
Efectivo y equivalentes de efectivo al inicio del año		2,217,745,207	2,614,131,196
Efectivo y equivalentes de efectivo al final del año	9	<b>2,416,066,155</b>	<b>2,217,745,207</b>

  
Ing. Juan Carlos Argüello  
Gerente General

  
Lic. Leonel José Quant  
Director de Finanzas

  
Lic. Carlos Mejía  
Contador General

Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros separados. El presente estado de flujos de efectivo separado fue aprobado por la Administración bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo han suscrito.

## Anexo 5

### Balance General del BDF Auditado 2014 y 2015

BANCO DE FINANZAS, S. A.  
(Managua, Nicaragua)

Balance de situación separado

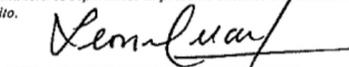
Al 31 de diciembre de 2015

(Expresado en córdobas)

	Nota	2015	2014
<b>Activos</b>			
<b>Disponibilidades</b>			
<b>Moneda nacional</b>			
Caja		194.995.252	144.031.577
Banco Central de Nicaragua		420.054.355	485.830.657
Depósitos en instituciones financieras del país		14.029.828	22.425.908
Otras disponibilidades		4.258	-
<b>Moneda extranjera</b>			
Caja		179.220.287	155.306.838
Banco Central de Nicaragua		1.894.196.475	1.478.794.664
Depósitos en instituciones financieras del país		176.138.449	166.161.606
Depósitos en instituciones financieras del exterior		435.408.901	711.400.750
Otras disponibilidades		38.402.476	45.955.462
	9	<u>3.352.450.281</u>	<u>3.209.907.462</u>
<b>Inversiones en valores, neto</b>			
Inversiones disponibles para la venta	10 (a)	-	132.271.584
Inversiones mantenidas hasta el vencimiento	10 (b)	953.299.091	986.445.831
		<u>953.299.091</u>	<u>1.118.717.415</u>
<b>Operaciones con reportos y valores derivados</b>	11	31.359.358	140.011.835
<b>Cartera de créditos, neto</b>			
Créditos vigentes		14.387.216.320	11.423.353.891
Créditos prorrogados		5.461.099	412.472
Créditos reestructurados		234.151.513	143.289.226
Créditos vencidos		77.525.290	91.347.079
Créditos en cobro judicial		78.806.525	69.132.097
Intereses y comisiones por cobrar sobre créditos		145.642.962	119.317.467
Provisiones por incobrabilidad de cartera de créditos	12	<u>(317.293.641)</u>	<u>(261.577.132)</u>
		<u>14.611.510.068</u>	<u>11.585.275.100</u>
<b>Otras cuentas por cobrar, neto</b>	13	47.197.262	32.716.942
Bienes de uso, neto	14	128.064.818	141.842.080
Bienes recibidos en recuperación de créditos, neto	15	16.621.701	12.009.513
Inversiones permanentes en acciones	16	16.562.073	7.035.760
Otros activos, neto	17	132.989.988	127.623.043
<b>Total activos</b>		<u>19.290.054.640</u>	<u>16.375.139.150</u>
<b>Pasivos</b>			
<b>Obligaciones con el público</b>			
<b>Moneda nacional</b>			
Depósitos a la vista		411.183.698	624.258.142
Depósitos de ahorro		1.341.601.849	1.260.876.079
Depósitos a plazo		226.685.942	168.701.514
<b>Moneda extranjera</b>			
Depósitos a la vista		685.824.154	531.287.586
Depósitos de ahorro		5.407.759.898	4.553.058.828
Depósitos a plazo	18	<u>4.793.276.163</u>	<u>3.644.431.495</u>
		<u>12.866.331.704</u>	<u>10.782.613.644</u>
<b>Otras obligaciones con el público</b>	19	582.715.471	461.680.735
<b>Obligaciones con instituciones financieras y por otros financiamientos</b>	20	3.262.427.949	2.811.261.274
<b>Obligaciones con el Banco Central de Nicaragua</b>		110.599.696	106.142.601
Otras cuentas por pagar	22	49.421.221	54.675.404
Otros pasivos y provisiones	23	152.099.709	135.978.261
Obligaciones subordinadas	21	503.751.497	516.855.262
<b>Total pasivos</b>		<u>17.527.347.247</u>	<u>14.869.207.181</u>
<b>Patrimonio</b>			
Capital social suscrito y pagado		895.500.000	830.000.000
Reservas patrimoniales		330.676.431	280.391.328
Resultados acumulados		536.530.962	395.540.641
<b>Total patrimonio</b>		<u>1.762.707.393</u>	<u>1.505.931.969</u>
<b>Total pasivos y patrimonio</b>		<u>19.290.054.640</u>	<u>16.375.139.150</u>
<b>Cuentas contingentes</b>	4 (a) (ii)	<u>1.088.281.292</u>	<u>828.528.949</u>
<b>Cuentas de orden</b>	24	<u>37.328.010.071</u>	<u>30.867.987.626</u>

Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros separados. El presente balance de situación separado fue aprobado por la Administración bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo han suscrito.

  
Ing. Juan Carlo Argüello  
Gerente general

  
Lic. Leonel José Quant  
Director de Finanzas

  
Lic. Carlos Mejía  
Contador general

## Anexo 6

### Estado de Resultado del BDF Auditado 2014 y 2015

BANCO DE FINANZAS, S. A.  
(Managua, Nicaragua)

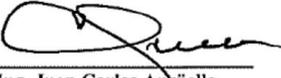
Estado de resultados separado

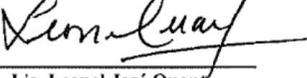
Por el año terminado el 31 de diciembre de 2015

(Expresado en córdobas)

	Nota	2015	2014
<b>Ingresos financieros</b>			
Ingresos financieros por disponibilidades		2,366,658	2,268,993
Ingresos financieros por inversiones en valores		73,022,106	84,121,036
Ingresos financieros por cartera de créditos	12	1,492,991,845	1,256,274,981
Ingresos financieros por operaciones con reportos y valores derivados		1,479,857	262,919
Otros ingresos financieros		7,169,160	6,745,310
<b>Total ingresos financieros</b>		<u>1,577,029,626</u>	<u>1,349,673,239</u>
<b>Gastos financieros</b>			
Gastos financieros por obligaciones con el público		(291,040,512)	(245,717,630)
Gastos financieros por obligaciones con instituciones financieras y por otros financiamientos		(117,212,930)	(72,788,602)
Gastos financieros por obligaciones subordinadas y obligaciones convertibles en capital		(34,461,356)	(20,764,867)
Gastos financieros por operaciones con reportos y valores derivados		(783,228)	(1,366,924)
Otros gastos financieros		(4,889,609)	(3,316,346)
<b>Total gastos financieros</b>		<u>(448,387,635)</u>	<u>(343,954,369)</u>
<b>Margen financiero antes de ajustes monetarios</b>			
Ingresos netos por ajustes monetarios	25	1,128,641,991	1,005,718,870
		<u>101,029,619</u>	<u>98,759,297</u>
<b>Margen financiero bruto</b>		1,229,671,610	1,104,478,167
Gastos netos por estimación preventiva para riesgos crediticios	26	(164,119,863)	(162,619,564)
<b>Margen financiero, neto</b>		1,065,551,747	941,858,603
Ingresos operativos diversos, neto	27	238,923,317	206,133,937
<b>Resultado operativo bruto</b>		1,304,475,064	1,147,992,540
Participación en resultados de subsidiarias y asociadas	28	3,232,561	1,817,828
Gastos de administración	29	(787,267,721)	(739,958,547)
<b>Resultado antes del impuesto sobre la renta y contribuciones por leyes especiales</b>		520,439,904	409,851,821
Contribuciones por leyes especiales (Ley 316 y 551)	30	(42,745,650)	(37,881,519)
Gasto de impuesto sobre la renta	7	(142,460,236)	(110,441,654)
<b>Resultados del período</b>		<u>335,234,018</u>	<u>261,528,648</u>

*Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros separados. El presente estado de resultados separado fue aprobado por la Administración bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo han suscrito.*

  
Ing. Juan Carlos Argüello  
Gerente general

  
Lic. Leonel José Quant  
Director de Finanzas

  
Lic. Carlos Mejía  
Contador general

**Anexo 7**  
**Estado de Cambio en el Patrimonio del BDF Auditado 2014-2015**

BANCO DE FINANZAS, S. A.  
 (Managua, Nicaragua)

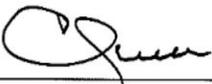
Estado de cambios en el patrimonio separado

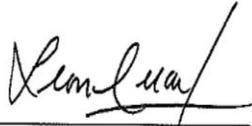
Por el año terminado el 31 de diciembre de 2015

(Expresado en córdobas)

	Nota	Capital social suscrito y pagado	Reservas patrimoniales	Resultados acumulados	Total patrimonio de los accionistas
<b>Saldo previamente informado al 31 de diciembre de 2013</b>		760,000,000	241,162,031	326,961,316	1,328,123,347
Movimientos inherentes a las decisiones de los accionistas:					
Dividendos pagados	31	-	-	(83,720,026)	(83,720,026)
Resultados del período		-	-	261,528,648	261,528,648
Traspaso de los resultados acumulados a reserva legal		-	39,229,297	(39,229,297)	-
Capitalización de utilidades	8	70,000,000	-	(70,000,000)	-
<b>Saldo previamente informado al 31 de diciembre de 2014</b>		830,000,000	280,391,328	395,540,641	1,505,931,969
Movimientos inherentes a las decisiones de los accionistas:					
Dividendos pagados	31	-	-	(78,458,594)	(78,458,594)
Resultados del período		-	-	335,234,018	335,234,018
Traspaso de los resultados acumulados a reserva legal		-	50,285,103	(50,285,103)	-
Capitalización de utilidades	8	65,500,000	-	(65,500,000)	-
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2015</b>		<u>895,500,000</u>	<u>330,676,431</u>	<u>536,530,962</u>	<u>1,762,707,393</u>

*Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros separados. El presente estado de cambios en el patrimonio separado fue aprobado por la Administración bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo han suscrito.*

  
 \_\_\_\_\_  
 Ing. Juan Carlos Argüello  
 Gerente general

  
 \_\_\_\_\_  
 Lic. Leonel José Quant  
 Director de Finanzas

  
 \_\_\_\_\_  
 Lic. Carlos Mejía  
 Contador general

## Anexo 8

### Estado de Flujo de Efectivo BDF Auditado 2014 y 2015

BANCO DE FINANZAS, S. A.  
(Managua, Nicaragua)

Estado de flujos de efectivo separado

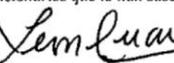
Por el año terminado el 31 de diciembre de 2015

(Expresado en córdobas)

	Nota	2015	2014
<b>Flujos de efectivo de las actividades de operación</b>			
Resultados del período		335,234,018	261,528,648
Ajustes para conciliar los resultados del período con el efectivo provisto por las actividades de operación:			
Provisiones para la cartera de créditos	12	267,548,663	215,081,915
Provisiones para otras cuentas por cobrar	13	509,608	1,045,550
Provisiones para bienes recibidos en recuperación de créditos	15	3,872,162	2,892,619
Descuento recibido por compra de cartera hipotecaria	8	-	8,699,602
Diferencial cambiario de obligaciones subordinadas		19,792,250	16,276,960
Diferencial cambiario de obligaciones con instituciones financieras		141,720,431	87,291,665
Depreciaciones y amortizaciones	29	82,886,192	71,737,306
Baja de bienes de uso	14	7,587,103	7,678,177
Gasto de intereses por obligaciones con instituciones financieras		112,089,513	67,699,466
Gasto de impuesto sobre la renta	7	142,460,236	110,441,654
<b>Variación neta en:</b>			
Otras cuentas por cobrar		(14,989,929)	(7,927,044)
Intereses y comisiones por cobrar sobre créditos		(26,325,494)	(21,706,206)
Bienes recibidos en recuperación de créditos		(7,797,560)	(4,634,700)
Rendimientos por cobrar sobre inversiones		17,080,074	53,869,521
Otros activos		(48,367,404)	(83,467,044)
Otras cuentas por pagar		(10,180,065)	15,584,514
Otras obligaciones con el público		104,609,164	258,608,090
Beneficios a empleados		18,913,949	19,037,155
Otros pasivos		(8,519,855)	(30,153,473)
Intereses pagados	8	(141,437,754)	(77,461,828)
Impuestos pagados	8	(131,500,435)	(96,559,554)
Intereses y otros cargos financieros por pagar		16,425,572	23,195,880
Ingresos diferidos		(306,565)	7,870,160
<b>Efectivo neto provisto por las actividades de operación</b>		<u>881,303,874</u>	<u>906,629,033</u>
<b>Flujos de efectivo de las actividades de inversión</b>			
Créditos netos otorgados en el año		(3,267,458,137)	(2,068,077,093)
Compra de cartera hipotecaria	8	-	(125,498,467)
Variación neta de inversiones en valores		138,811,938	(208,656,989)
Variación neta en operaciones con reportos y derivados		108,652,476	(140,011,835)
Adquisiciones de bienes de uso	14	(34,382,363)	(74,325,112)
<b>Efectivo neto usado en las actividades de inversión</b>		<u>(3,054,376,086)</u>	<u>(2,616,569,496)</u>
<b>Flujos de efectivo de actividades de financiamiento:</b>			
<b>Variación neta en:</b>			
Obligaciones con el público		2,083,718,061	1,319,599,952
Obligaciones con el Banco Central de Nicaragua		4,457,096	(62,112,334)
Obligaciones con instituciones financieras y por otros financiamientos:			
Financiamientos recibidos		3,131,554,782	2,709,424,125
Pago de financiamientos recibidos		(2,827,134,906)	(1,752,730,436)
Dividendos pagados		(78,458,594)	(83,720,026)
Obligaciones subordinadas		1,478,592	373,320,489
<b>Efectivo neto provisto por las actividades de financiamiento</b>		<u>2,315,615,031</u>	<u>2,503,781,770</u>
<b>Variación neta del efectivo y equivalentes de efectivo</b>		142,542,819	793,841,307
Efectivo y equivalentes de efectivo al inicio del año		3,209,907,462	2,416,066,155
<b>Efectivo y equivalentes de efectivo al final del año</b>	9	<u>3,352,450,281</u>	<u>3,209,907,462</u>

Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros separados. El presente estado de flujos de efectivo separado fue aprobado por la Administración bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo han suscrito.

  
Ing. Juan Carlos Argüello  
Gerente general

  
Lic. Leonel José Quant  
Director de Finanzas

  
Lic. Carlos Mejía  
Contador general

## Anexo 09

### Balance General del BAC Auditado 2013- 2014

BANCO DE AMÉRICA CENTRAL, S. A.  
(Managua, Nicaragua)

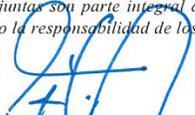
Balance de situación separado

31 de diciembre de 2014

(Expresado en córdobas)

	Notas	2014	2013
<b>Activos</b>			
<b>Disponibilidades</b>			
<b>Moneda nacional</b>			
Caja		1,480,806,414	1,116,008,310
Banco Central de Nicaragua		751,106,873	963,493,582
Otras disponibilidades		797,676,554	735,326,349
<b>Moneda extranjera</b>			
Caja		1,934,238,713	687,160,877
Banco Central de Nicaragua		1,297,589,309	521,105,202
Depósitos en instituciones financieras del exterior		2,064,341,978	1,378,459,323
Otras disponibilidades		2,553,212,943	2,122,324,960
	8	<u>10,878,972,784</u>	<u>7,523,878,603</u>
<b>Inversiones en valores, neto</b>			
Inversiones disponibles para la venta, neto	9	<u>17,218,518</u>	<u>20,329,197</u>
<b>Cartera de créditos, neto</b>			
Créditos vigentes		24,936,039,310	21,515,524,122
Créditos prorrogados		102,108,195	1,586,936
Créditos reestructurados		47,750,622	64,685,530
Créditos vencidos		189,088,093	130,851,175
Créditos en cobro judicial		143,535,383	105,290,912
Intereses y comisiones por cobrar sobre créditos		249,663,519	216,922,776
Provisiones por incobrabilidad de cartera de créditos		(637,590,504)	(507,762,465)
	10	<u>25,030,594,618</u>	<u>21,527,098,986</u>
<b>Otras cuentas por cobrar, neto</b>			
	11	<u>84,800,304</u>	<u>71,540,963</u>
<b>Bienes de uso, neto</b>			
	12	<u>597,836,076</u>	<u>498,807,226</u>
<b>Bienes recibidos en recuperación de créditos, neto</b>			
	13	<u>5,727,323</u>	<u>9,813,642</u>
<b>Inversiones permanentes en acciones</b>			
	14	<u>56,150,747</u>	<u>52,785,417</u>
<b>Otros activos, neto</b>			
	15	<u>48,875,055</u>	<u>32,421,667</u>
<b>Total activos</b>		<u><u>36,720,175,425</u></u>	<u><u>29,736,675,701</u></u>
<b>Pasivos</b>			
<b>Obligaciones con el público</b>			
<b>Moneda nacional</b>			
Depósitos a la vista		4,076,149,650	3,914,803,004
Depósitos de ahorro		1,999,522,861	1,619,071,585
Depósitos a plazo		658,498,679	788,808,911
<b>Moneda extranjera</b>			
Depósitos a la vista		7,180,918,032	5,162,904,729
Depósitos de ahorro		9,360,330,609	7,166,245,479
Depósitos a plazo		5,726,781,076	4,634,554,079
	16	<u>29,002,200,907</u>	<u>23,286,387,787</u>
<b>Otras obligaciones con el público</b>			
	17	<u>735,758,539</u>	<u>657,815,482</u>
<b>Obligaciones con instituciones financieras y por otros financiamientos</b>			
	18	<u>1,676,135,217</u>	<u>1,489,925,408</u>
<b>Otras cuentas por pagar</b>			
	19	<u>199,260,207</u>	<u>166,072,403</u>
<b>Otros pasivos y provisiones</b>			
	20	<u>422,588,996</u>	<u>378,525,448</u>
<b>Total pasivos</b>		<u><u>32,035,943,866</u></u>	<u><u>25,978,726,528</u></u>
<b>Patrimonio</b>			
Capital social suscrito y pagado	28	2,790,361,100	2,154,784,800
Ajustes al patrimonio		800,000	800,000
Reservas patrimoniales		914,234,009	775,291,651
Resultados acumulados		978,836,450	827,072,722
<b>Total patrimonio</b>		<u>4,684,231,559</u>	<u>3,757,949,173</u>
<b>Total pasivos y patrimonio</b>		<u><u>36,720,175,425</u></u>	<u><u>29,736,675,701</u></u>
<b>Cuentas contingentes</b>			
	4	<u>7,781,374,201</u>	<u>7,069,775,473</u>
<b>Cuentas de orden</b>			
	27	<u>208,583,056,354</u>	<u>103,899,565,062</u>

Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros separados. El presente balance de situación separado fue aprobado por la Junta Directiva bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo han suscrita.

  
Juan Carlos Sansón  
Gerente General

  
Edgar Robleto  
Gerente de Operaciones

  
Celia Rosa Montenegro  
Vice Gerente de Contraloría

**Anexo 10**  
**Estado de Resultado del BAC Auditado 2013- 2014**

BANCO DE AMÉRICA CENTRAL, S. A.  
(Managua, Nicaragua)

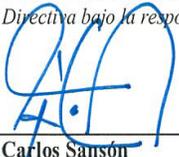
Estado de resultados separado

Por el año terminado el 31 de diciembre de 2014

(Expresado en córdobas)

	Nota	2014	2013
<b>Ingresos financieros</b>			
Ingresos financieros por disponibilidades		509,503	837,144
Ingresos por inversiones en valores		1,723,851	33,121,942
Ingresos financieros por cartera de créditos	10	2,664,176,697	2,200,178,369
Otros ingresos financieros		11,969,936	11,733,199
Total ingresos financieros		<u>2,678,379,987</u>	<u>2,245,870,654</u>
<b>Gastos financieros</b>			
Gastos financieros por obligaciones con el público		408,041,147	314,982,488
Gastos financieros por obligaciones con instituciones financieras y por otros financiamientos		56,734,106	54,525,928
Otros gastos financieros		1,053,204	1,321,834
Total gastos financieros		<u>465,828,457</u>	<u>370,830,250</u>
<b>Margen financiero antes de ajuste monetario</b>		2,212,551,530	1,875,040,404
Ingresos netos por ajuste monetario	21	257,755,142	228,812,546
<b>Margen financiero bruto</b>		<u>2,470,306,672</u>	<u>2,103,852,950</u>
Gastos netos por estimación preventiva para riesgos crediticios	22	<u>(228,034,388)</u>	<u>(17,954,213)</u>
<b>Margen financiero, neto</b>		2,242,272,284	2,085,898,737
Ingresos operativos diversos, neto	23	838,437,630	708,000,710
<b>Resultado operativo bruto</b>		3,080,709,914	2,793,899,447
Participación en resultados de subsidiarias y asociadas		3,622,174	4,422,729
Gastos de administración	24	<u>(1,652,924,328)</u>	<u>(1,423,780,934)</u>
<b>Resultado antes del impuesto sobre la renta y contribuciones por leyes especiales</b>		1,431,407,760	1,374,541,242
Contribuciones por leyes especiales (564 y 563)	25	(86,441,363)	(75,647,845)
Gasto por impuesto sobre la renta (Ley 822)	26	<u>(418,684,011)</u>	<u>(401,093,543)</u>
<b>Resultados del período</b>		<u>926,282,386</u>	<u>897,799,854</u>

*Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros separados. El presente estado de resultados separado fue aprobado por la Junta Directiva bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo han suscrito.*

  
Juan Carlos Sansón  
Gerente General

  
Edgar Robleto  
Gerente de Operaciones

  
Celia Rosa Montenegro  
Vice Gerente de Contraloría

**Anexo 11**  
**Estado de Cambio en el Patrimonio del BAC Auditado 2013 -2014**

**BANCO DE AMÉRICA CENTRAL, S. A.**  
(Managua, Nicaragua)

Estado de cambios en el patrimonio separado

Por el año terminado el 31 de diciembre de 2014

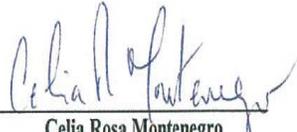
(Expresado en córdobas)

	Capital social suscrito y pagado	Ajustes al patrimonio	Reservas patrimoniales	Resultados acumulados	Total
Nota					
<b>Saldo previamente informado al 31 de diciembre de 2012</b>	1,555,000,000	800,000	640,621,672	1,224,429,116	3,420,850,788
Movimientos inherentes a las decisiones de los accionistas:					
Emisión de acciones	28 599,784,800	-	-	(599,784,800)	-
Resultados del período	-	-	-	897,799,854	897,799,854
Traspaso de los resultados acumulados a reserva legal	-	-	134,669,979	(134,669,979)	-
Pago de dividendos en efectivo	-	-	-	(560,701,469)	(560,701,469)
<b>Saldo previamente informado al 31 de diciembre de 2013</b>	<u>2,154,784,800</u>	<u>800,000</u>	<u>775,291,651</u>	<u>827,072,722</u>	<u>3,757,949,173</u>
Movimientos inherentes a las decisiones de los accionistas:					
Emisión de acciones	28 635,576,300	-	-	(635,576,300)	-
Resultados del período	-	-	-	926,282,386	926,282,386
Traspaso de los resultados acumulados a reserva legal	-	-	138,942,358	(138,942,358)	-
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2014</b>	<u><u>2,790,361,100</u></u>	<u><u>800,000</u></u>	<u><u>914,234,009</u></u>	<u><u>978,836,450</u></u>	<u><u>4,684,231,559</u></u>

*Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros separados. El presente estado de cambios en el patrimonio separado fue aprobado por la Junta Directiva bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo han suscrito.*

  
\_\_\_\_\_  
**Juan Carlos Sansón**  
Gerente General

  
\_\_\_\_\_  
**Edgar Robleto**  
Gerente de Operaciones

  
\_\_\_\_\_  
**Celia Rosa Montenegro**  
Vice Gerente de Contraloría

**Anexo 12**  
**Estado de Flujo de Efectivo del BAC Auditado 2013 -2014**

BANCO DE AMÉRICA CENTRAL, S. A.  
(Managua, Nicaragua)

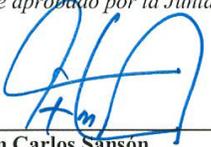
Estado de flujos de efectivo separado

Por el año terminado el 31 de diciembre de 2014

(Expresado en córdobas)

	Nota	2014	2013
<b>Flujos de efectivo de las actividades de operación</b>			
Resultados del período		926,282,386	897,799,854
Ajustes para conciliar el resultado del período con el efectivo provisto por las actividades de operación:			
Provisiones para la cartera de créditos	10	280,485,755	188,351,360
Participación en subsidiarias y asociadas	14	(3,279,530)	(3,729,996)
Provisiones para cuentas por cobrar	11	4,395,773	2,664,290
Reversión de provisión para cuentas por cobrar	11	(257,772)	(4,300,549)
Provisiones para bienes adjudicados	13	3,724,724	5,387,058
Depreciaciones y amortizaciones	24	73,917,119	73,655,414
Pérdida en bajas de bienes de uso	12	17,774,744	2,367,966
Variación neta en:			
Otras cuentas por cobrar		(17,397,342)	(12,091,195)
Intereses por cobrar sobre la cartera de créditos		(32,740,743)	(38,286,795)
Otros activos		(17,042,593)	(6,081,294)
Otras cuentas por pagar		33,187,804	(3,529,774)
Otras obligaciones con el público		43,474,089	428,218,580
Otros pasivos		44,063,548	44,514,574
Intereses y otros cargos financieros por pagar		33,616,175	35,481,144
<b>Efectivo neto provisto por las actividades de operación</b>		<u>1,390,204,137</u>	<u>1,610,420,637</u>
<b>Flujos de efectivo de las actividades de inversión</b>			
Créditos netos otorgados en el año		(3,750,879,049)	(4,025,956,434)
Variación neta de inversiones en valores		3,024,879	1,080,953,017
Adquisiciones de bienes de uso	12	(190,131,508)	(112,942,019)
<b>Efectivo neto usado en las actividades de inversión</b>		<u>(3,937,985,678)</u>	<u>(3,057,945,436)</u>
<b>Flujos de efectivo de actividades de financiamiento</b>			
Variación neta en:			
Obligaciones con el público		5,715,813,120	3,216,289,671
Obligaciones con instituciones financieras y por otros financiamientos		187,062,602	90,820,678
Pago de dividendos	28	-	(560,701,469)
<b>Efectivo neto provisto por las actividades de financiamiento</b>		<u>5,902,875,722</u>	<u>2,746,408,880</u>
Variación neta del efectivo y equivalentes de efectivo		3,355,094,181	1,298,884,081
Efectivo y equivalentes de efectivo al inicio del año		<u>7,523,878,603</u>	<u>6,224,994,522</u>
<b>Efectivo y equivalentes de efectivo al final del año</b>	8	<u><u>10,878,972,784</u></u>	<u><u>7,523,878,603</u></u>

Las notas adjuntas son parte integral de los estados financieros separados. El presente estado de flujos de efectivo separado fue aprobado por la Junta Directiva bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo han suscrito.

  
Juan Carlos Sansón  
Gerente General

  
Edgar Robleto  
Gerente de Operaciones

  
Celia Rosa Montenegro  
Vice Gerente de Contraloría

## Anexo 13

### Balance General del BAC Auditado 2015

BANCO DE AMÉRICA CENTRAL, S. A.  
(Managua, Nicaragua)

Balance de situación separado

31 de diciembre de 2015

(Expresado en córdobas)

	Nota	2015	2014
<b>Activos</b>			
<b>Disponibilidades</b>			
<b>Moneda nacional</b>			
Caja		1,624,686,588	1,480,806,414
Banco Central de Nicaragua		2,033,843,497	751,106,873
Otras disponibilidades		206,053	797,676,554
<b>Moneda extranjera</b>			
Caja		1,634,995,532	1,934,238,713
Banco Central de Nicaragua		4,941,402,613	1,297,589,309
Depósitos en instituciones financieras del exterior		1,196,146,716	2,064,341,978
Otras disponibilidades		17,187,018	2,553,212,943
	8	<u>11,448,468,017</u>	<u>10,878,972,784</u>
<b>Inversiones en valores, neto</b>			
Inversiones disponibles para la venta, neto	9	<u>1,144,495,800</u>	<u>17,218,518</u>
<b>Cartera de créditos, neto</b>			
Créditos vigentes		30,811,012,375	24,936,039,310
Créditos prorrogados		610,899	102,108,195
Créditos reestructurados		93,287,932	47,750,622
Créditos vencidos		158,658,472	189,088,093
Créditos en cobro judicial		158,800,516	143,535,383
Intereses y comisiones por cobrar sobre créditos		294,421,624	249,663,519
Provisiones por incobrabilidad de cartera de créditos		(763,464,741)	(637,590,504)
	10	<u>30,753,327,077</u>	<u>25,030,594,618</u>
<b>Otras cuentas por cobrar, neto</b>	11	<u>96,638,080</u>	<u>84,800,304</u>
<b>Bienes de uso, neto</b>	12	<u>659,805,961</u>	<u>597,836,076</u>
<b>Bienes recibidos en recuperación de créditos, neto</b>	13	<u>7,865,721</u>	<u>5,727,323</u>
<b>Inversiones permanentes en acciones</b>	14	<u>66,741,132</u>	<u>56,150,747</u>
<b>Otros activos, neto</b>	15	<u>115,926,607</u>	<u>48,875,055</u>
<b>Total activos</b>		<u>44,293,268,395</u>	<u>36,720,175,425</u>
<b>Pasivos</b>			
<b>Obligaciones con el público</b>			
<b>Moneda nacional</b>			
Depósitos a la vista		5,400,669,230	4,076,149,650
Depósitos de ahorro		2,741,188,214	1,999,522,861
Depósitos a plazo		329,645,712	658,498,679
<b>Moneda extranjera</b>			
Depósitos a la vista		7,370,406,774	7,180,918,032
Depósitos de ahorro		10,285,602,091	9,360,330,609
Depósitos a plazo		7,321,154,956	5,726,781,076
	16	<u>33,448,666,977</u>	<u>29,002,200,907</u>
<b>Otras obligaciones con el público</b>	17	<u>897,609,560</u>	<u>735,758,539</u>
<b>Obligaciones con instituciones financieras y por otros financiamientos</b>	18	<u>3,465,660,261</u>	<u>1,676,135,217</u>
<b>Otras cuentas por pagar</b>	19	<u>241,920,941</u>	<u>199,260,207</u>
<b>Otros pasivos y provisiones</b>	20	<u>498,037,287</u>	<u>422,588,996</u>
<b>Total pasivos</b>		<u>38,551,895,026</u>	<u>32,035,943,866</u>
<b>Patrimonio</b>			
Capital social suscrito y pagado	28	2,790,361,100	2,790,361,100
Ajustes al patrimonio		(344,585)	800,000
Reservas patrimoniales		1,072,976,968	914,234,009
Resultados acumulados		1,878,379,886	978,836,450
<b>Total patrimonio</b>		<u>5,741,373,369</u>	<u>4,684,231,559</u>
<b>Total pasivos y patrimonio</b>		<u>44,293,268,395</u>	<u>36,720,175,425</u>
<b>Cuentas contingentes</b>	4	<u>9,185,789,350</u>	<u>7,781,374,201</u>
<b>Cuentas de orden</b>	27	<u>286,509,299,698</u>	<u>208,583,056,354</u>

*Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros separados. El presente balance de situación separado fue aprobado por la Junta Directiva bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo han suscrito.*

  
Juan Carlos Sansón  
Gerente General

  
Edgar Robleto  
Gerente de Operaciones

  
Celia Rosa Montenegro  
Vicegerente de Contraloría

## Anexo 14

### Estado de Resultado del BAC Auditado 2015

BANCO DE AMÉRICA CENTRAL, S. A.  
(Managua, Nicaragua)

Estado de resultados separado

Por el año terminado el 31 de diciembre de 2015

(Expresado en córdobas)

	Nota	2015	2014
<b>Ingresos financieros</b>			
Ingresos financieros por disponibilidades		456,720	509,503
Ingresos por inversiones en valores		30,101,428	1,723,851
Ingresos financieros por cartera de créditos	10	3,121,473,093	2,664,176,697
Ingresos financieros por operaciones de valores		455,791	-
Otros ingresos financieros		15,360,990	11,969,936
<b>Total ingresos financieros</b>		<u>3,167,848,022</u>	<u>2,678,379,987</u>
<b>Gastos financieros</b>			
Gastos financieros por obligaciones con el público		510,540,163	408,041,147
Gastos financieros por obligaciones con instituciones financieras y por otros financiamientos		62,957,510	56,734,106
Gastos financieros por operaciones de valores		4,336,993	-
Otros gastos financieros		6,893,358	1,053,204
<b>Total gastos financieros</b>		<u>584,728,024</u>	<u>465,828,457</u>
<b>Margen financiero antes de ajuste monetario</b>		2,583,119,998	2,212,551,530
Ingresos netos por ajuste monetario	21	321,969,160	257,755,142
<b>Margen financiero bruto</b>		2,905,089,158	2,470,306,672
Gastos netos por estimación preventiva para riesgos crediticios	22	<u>(270,375,122)</u>	<u>(228,034,388)</u>
<b>Margen financiero, neto</b>		2,634,714,036	2,242,272,284
Ingresos operativos diversos, neto	23	945,391,193	838,437,630
<b>Resultado operativo bruto</b>		3,580,105,229	3,080,709,914
Participación en resultados de subsidiarias y asociadas		4,320,878	3,622,174
Gastos de administración	24	<u>(1,953,201,111)</u>	<u>(1,652,924,328)</u>
<b>Resultado antes del impuesto sobre la renta y contribuciones por leyes especiales</b>		1,631,224,996	1,431,407,760
Contribuciones por leyes especiales (564 y 563)	25	(99,264,427)	(86,441,363)
Gasto por impuesto sobre la renta (Ley 822)	26	<u>(473,674,174)</u>	<u>(418,684,011)</u>
<b>Resultados del período</b>		<u>1,058,286,395</u>	<u>926,282,386</u>

*Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros separados. El presente estado de resultados separado fue aprobado por la Junta Directiva bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo han suscrito.*

  
\_\_\_\_\_  
Juan Carlos Sansón  
Gerente General

  
\_\_\_\_\_  
Edgar Robleto  
Gerente de Operaciones

  
\_\_\_\_\_  
Celia Rosa Montenegro  
Vicegerente de Contraloría

**Anexo 15**  
**Estado de Cambio en el Patrimonio del BAC Auditado 2015**

BANCO DE AMÉRICA CENTRAL, S. A.  
(Managua, Nicaragua)

Estado de cambios en el patrimonio separado  
Por el año terminado el 31 de diciembre de 2015  
(Expresado en córdobas)

Nota	Capital social suscrito y pagado	Ajustes al patrimonio	Reservas patrimoniales	Resultados acumulados	Total
<b>Saldo previamente informado al 31 de diciembre de 2013</b>	2,154,784,800	800,000	775,291,651	827,072,722	3,757,949,173
Movimientos inherentes a las decisiones de los accionistas:					
Emisión de acciones 28	635,576,300	-	-	(635,576,300)	-
Resultados del período	-	-	-	926,282,386	926,282,386
Traspaso de los resultados acumulados a reserva legal	-	-	138,942,358	(138,942,358)	-
<b>Saldo previamente informado al 31 de diciembre de 2014</b>	<u>2,790,361,100</u>	<u>800,000</u>	<u>914,234,009</u>	<u>978,836,450</u>	<u>4,684,231,559</u>
Movimientos inherentes a las decisiones de los accionistas:					
Resultados del período	-	-	-	1,058,286,395	1,058,286,395
Traspaso de los resultados acumulados a reserva legal	-	-	158,742,959	(158,742,959)	-
Pérdida no realizada sobre inversiones disponibles para la venta 9	-	(1,144,585)	-	-	(1,144,585)
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2015</b>	<u><u>2,790,361,100</u></u>	<u><u>(344,585)</u></u>	<u><u>1,072,976,968</u></u>	<u><u>1,878,379,886</u></u>	<u><u>5,741,373,369</u></u>

Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros separados. El presente estado de cambios en el patrimonio separado fue aprobado por la Junta Directiva bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo han suscrito.

  
\_\_\_\_\_  
Juan Carlos Sansón  
Gerente General

  
\_\_\_\_\_  
Edgar Robleto  
Gerente de Operaciones

  
\_\_\_\_\_  
Celia Rosa Montenegro  
Vicegerente de Contraloría

## Anexo 16

### Estado de Flujo de Efectivo del BAC Auditado 2015

BANCO DE AMÉRICA CENTRAL, S. A.  
(Managua, Nicaragua)

Estado de flujos de efectivo separado

Por el año terminado el 31 de diciembre de 2015

(Expresado en córdobas)

	Nota	2015	2014
<b>Flujos de efectivo de las actividades de operación</b>			
Resultados del período		1,058,286,395	926,282,386
Ajustes para conciliar el resultado del período con el efectivo provisto por las actividades de operación:			
Provisiones para la cartera de créditos	10	357,926,942	280,485,755
Participación en subsidiarias y asociadas		(3,840,385)	(3,279,530)
Provisiones para otras cuentas por cobrar	11	8,420,725	4,395,773
Reversión de provisión para otras cuentas por cobrar		(6,960,642)	(257,772)
Provisiones para bienes recibidos en recuperación de créditos	13	3,773,744	3,724,724
Pérdida en bajas de bienes recibidos en recuperación de créditos		(159,754)	-
Depreciaciones y amortizaciones	24	88,026,310	73,917,119
Pérdida en bajas de bienes de uso	12	21,069,800	17,774,744
Variación neta en:			
Otras cuentas por cobrar		(13,297,859)	(17,397,342)
Intereses por cobrar sobre la cartera de créditos		(44,758,105)	(32,740,743)
Otros activos		(70,750,198)	(17,042,593)
Otras cuentas por pagar		42,660,734	33,187,804
Otras obligaciones con el público		138,165,265	43,474,089
Otros pasivos		75,448,291	44,063,548
Intereses y otros cargos financieros por pagar		42,658,534	33,616,175
<b>Efectivo neto provisto por las actividades de operación</b>		<u>1,696,669,797</u>	<u>1,390,204,137</u>
<b>Flujos de efectivo de las actividades de inversión</b>			
Créditos netos otorgados en el año		(6,041,653,684)	(3,750,879,049)
Variación neta de inversiones en valores		(1,135,171,867)	3,024,879
Adquisiciones de bienes de uso	12	(167,367,349)	(190,131,508)
<b>Efectivo neto usado en las actividades de inversión</b>		<u>(7,344,192,900)</u>	<u>(3,937,985,678)</u>
<b>Flujos de efectivo de actividades de financiamiento</b>			
Variación neta en:			
Obligaciones con el público		4,446,466,070	5,715,813,120
Obligaciones con instituciones financieras y por otros financiamientos		1,770,552,266	187,062,602
<b>Efectivo neto provisto por las actividades de financiamiento</b>		<u>6,217,018,336</u>	<u>5,902,875,722</u>
Variación neta del efectivo y equivalentes de efectivo		569,495,233	3,355,094,181
Efectivo y equivalentes de efectivo al inicio del año		10,878,972,784	7,523,878,603
<b>Efectivo y equivalentes de efectivo al final del año</b>	8	<u>11,448,468,017</u>	<u>10,878,972,784</u>

*Las notas adjuntas son parte integral de los estados financieros separados. El presente estado de flujos de efectivo separado fue aprobado por la Junta Directiva bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo han suscrito.*

  
Juan Carlos Sansón  
Gerente General

  
Edgar Roblero  
Gerente de Operaciones

  
Celia Rosa Montenegro  
Vicegerente de Contraloría

**Anexo 17**  
**Balance General BANPRO Auditado 2013**

**BANCO DE LA PRODUCCIÓN, S.A. (BANPRO)**

(Una Institución Nicaragüense, Subsidiaria de Tenedora Banpro, S.A. con Domicilio en la República de Panamá)

**BALANCES DE SITUACIÓN**  
**AL 31 DE DICIEMBRE DE 2013 Y 2012**  
(Expresados en Córdobas)

	Notas	2013	2012
<b>Activos</b>			
<b>Disponibilidades</b>			
<b>Moneda Nacional</b>			
Caja		877,427,538	790,910,808
Banco Central de Nicaragua		1,238,556,259	707,565,173
Depósitos en Instituciones Financieras del País		3,787,904	8,410,733
Otras disponibilidades		1,223,156,700	1,028,556,897
<b>Moneda Extranjera</b>			
Caja		456,100,134	458,041,724
Banco Central de Nicaragua		829,837,809	356,904,851
Depósitos en Instituciones Financieras del exterior		2,755,776,594	930,765,315
Otras disponibilidades		<u>2,672,661,469</u>	<u>2,943,324,500</u>
	14	10,057,304,407	7,224,480,001
<b>Inversiones en Valores, neto</b>			
Inversiones al valor Razonable con Cambios en Resultados		-	1,763,659,021
Inversiones Disponibles para la Venta		613,645,274	228,686,130
Inversiones Mantenido hasta el Vencimiento		<u>6,424,144,396</u>	<u>7,649,024,708</u>
	15	<u>7,037,789,670</u>	<u>9,641,369,859</u>
<b>Operaciones con Reportos y Valores Derivados</b>			
	15	975,612,163	66,103,676
<b>Cartera de Créditos</b>			
Créditos vigentes		21,878,326,772	17,568,037,576
Créditos prorrogados		156,763,909	-
Créditos reestructurados		345,140,033	522,437,379
Créditos vencidos		99,580,261	68,258,292
Créditos en cobro judicial		57,366,395	284,054,348
Intereses y Comisiones por Cobrar sobre Créditos		344,001,358	269,107,073
Provisiones por incobrabilidad de cartera de créditos	16.1, 16.10	<u>(474,034,929)</u>	<u>(532,546,679)</u>
	16.1	<u>22,407,143,799</u>	<u>18,179,347,989</u>
<b>Otras cuentas por cobrar, neto</b>			
	17	123,371,335	117,368,668
<b>Bienes de uso, neto</b>			
	18	761,184,584	685,293,928
<b>Bienes recibidos en recuperación de créditos, neto</b>			
	19	19,547,575	28,816,400
<b>Inversiones permanentes en acciones</b>			
	6	78,410,345	68,878,945
<b>Otros activos, neto</b>			
	20	97,992,077	84,217,622
<b>Total Activos</b>		<u><b>41,558,355,955</b></u>	<u><b>36,095,877,088</b></u>

(Continúa)

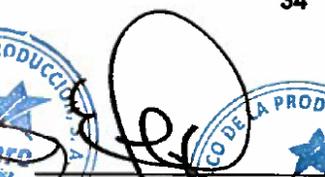
**BANCO DE LA PRODUCCIÓN, S.A. (BANPRO)**

(Una Institución Nicaragüense, Subsidiaria de Tenedora Banpro, S.A. con Domicilio en la República de Panamá)

**BALANCES DE SITUACIÓN  
AL 31 DE DICIEMBRE DE 2013 Y 2012  
(Expresados en Córdobas)**

	Notas	2013	2012
<b>Pasivo</b>			
<b>Obligaciones con el Público</b>			
<b>Moneda Nacional</b>			
Depósitos a la Vista		4,022,692,124	3,121,668,552
Depósitos de Ahorro		5,191,011,192	4,104,721,340
Depósitos a Plazo		850,265,057	861,182,703
<b>Moneda Extranjera</b>			
Depósitos a la Vista		6,637,700,819	4,942,311,090
Depósitos de Ahorro		10,302,837,154	9,924,613,494
Depósitos a Plazo		<u>5,703,279,831</u>	<u>4,713,656,308</u>
	21	<u>32,707,786,177</u>	<u>27,668,153,487</u>
<b>Otras obligaciones con el público</b>	21	509,507,919	856,827,256
<b>Obligaciones con instituciones financieras y por otros financiamientos</b>	22	3,806,044,811	3,499,236,195
<b>Obligaciones con el Banco Central de Nicaragua</b>	23	160,221,195	346,726,708
<b>Otras cuentas por pagar</b>	25	111,278,834	136,837,026
<b>Otros pasivos y provisiones</b>	26	344,762,410	289,275,163
<b>Obligaciones subordinadas</b>	24	<u>76,163,311</u>	<u>96,718,100</u>
<b>Total Pasivo</b>		<u>37,715,764,657</u>	<u>32,893,773,935</u>
<b>Patrimonio</b>			
Capital social pagado	7	1,802,500,000	1,642,500,000
Reservas patrimoniales	3.n	694,119,643	579,746,421
Resultados acumulados		<u>1,345,971,655</u>	<u>979,856,732</u>
<b>Total Patrimonio</b>		<u>3,842,591,298</u>	<u>3,202,103,153</u>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>		<u>41,558,355,955</u>	<u>36,095,877,088</u>
<b>Cuentas contingentes</b>		<u>9,201,127,288</u>	<u>8,536,287,549</u>
<b>Cuentas de orden</b>	34	<u>49,872,910,671</u>	<u>42,297,559,424</u>

(Concluye)


Dr. Luis Rivas Arriuray      Lic. Enrique Gutiérrez Quezada      Lic. César Martínez Lara  
 Gerente General      Vice Gerente General      Gerente de Contabilidad

El presente Balance de Situación fue aprobado por la Junta Directiva bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo suscriben.

Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros.

**Anexo 18**  
**Estado de Resultado BANPRO Auditado 2013**

**BANCO DE LA PRODUCCIÓN, S.A. (BANPRO)**

(Una Institución Nicaragüense, Subsidiaria de Tenedora Banpro, S.A. con Domicilio en la República de Panamá)

**ESTADOS DE RESULTADOS**  
**POR LOS AÑOS QUE TERMINARON EL 31 DE DICIEMBRE DE 2013 Y 2012**  
(Expresados en Córdobas)

	Notas	2013	2012
<b>Ingresos financieros</b>			
Ingresos financieros por disponibilidades		2,390,978	7,265,674
Ingresos por inversiones en valores		397,707,700	452,837,662
Ingresos financieros por cartera de créditos	16.7	2,335,679,773	1,905,639,608
Ingresos financieros por operaciones de reportos y valores derivados		5,972,221	1,515,519
Otros ingresos financieros		<u>38,130,758</u>	<u>64,383,513</u>
Total Ingresos Financieros		<u><b>2,779,881,430</b></u>	<u><b>2,431,641,976</b></u>
<b>Gastos financieros</b>			
Gastos financieros por obligaciones con el público		401,922,167	360,349,606
Gastos financieros por obligaciones con instituciones financieras y por otros financiamientos		141,393,406	96,884,280
Gastos financieros por obligaciones subordinadas y obligaciones convertibles en capital		4,220,549	5,361,048
Gastos financieros por operaciones de valores y derivados		1,221,816	4,612,203
Otros gastos financieros		<u>3,021,599</u>	<u>-</u>
Total Gastos Financieros		<u><b>551,779,537</b></u>	<u><b>467,207,137</b></u>
<b>Margen financiero antes de ajuste monetario</b>		<u><b>2,228,101,893</b></u>	<u><b>1,964,434,839</b></u>
Ingresos (Gastos) netos por ajustes monetarios	27	182,355,259	140,260,262
<b>Margen financiero bruto</b>		<u><b>2,410,457,152</b></u>	<u><b>2,104,695,101</b></u>
Ingresos (Gastos) netos por estimación preventiva para riesgos crediticios	28	(249,124,454)	(257,895,419)
<b>Margen financiero, neto</b>		<u><b>2,161,332,698</b></u>	<u><b>1,846,799,682</b></u>
Ingresos (Gastos) operativos diversos, neto	31	755,703,706	631,719,807
<b>Resultado operativo bruto</b>		<u><b>2,917,036,404</b></u>	<u><b>2,478,519,489</b></u>
Participación en resultado de subsidiarias y asociadas	6	9,531,399	7,861,853
Gastos de administración	30	1,740,109,080	1,470,823,977
<b>Resultado antes del impuesto sobre la renta y contribuciones por leyes especiales</b>		<u><b>1,186,458,723</b></u>	<u><b>1,015,557,365</b></u>

(Continúa)

**BANCO DE LA PRODUCCIÓN, S.A. (BANPRO)**

(Una Institución Nicaragüense, Subsidiaria de Tenedora Banpro, S.A. con Domicilio en la República de Panamá)

**ESTADOS DE RESULTADOS  
POR LOS AÑOS QUE TERMINARON EL 31 DE DICIEMBRE DE 2013 Y 2012  
(Expresados en Córdobas)**

	Notas	2013	2012
Contribuciones por leyes especiales (564 y 563)	29	122,424,539	129,314,615
Gasto por Impuesto sobre la renta	32	<u>301,546,039</u>	<u>248,551,881</u>
<b>Resultados del período</b>		<b><u>762,488,145</u></b>	<b><u>637,690,869</u></b>

(Concluye)

  
Dr. Luis Rivas Andaray  
Gerente General

  
Lic. Enrique Gutiérrez Coronado  
Vice Gerente General

  
Lic. César Martínez Barahona  
Gerente de Contabilidad


El presente Estado de Resultados fue aprobado por la Junta Directiva bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo suscriben.

Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros.

**Anexo 19**  
**Estado de Cambio en el Patrimonio BANPRO Auditado 2013**

**BANCO DE LA PRODUCCIÓN, S.A. (BANPRO)**

(Una institución Nicaragüense, Subsidiaria de Tenedora Banpro, S.A. con Domicilio en la República de Panamá)

**ESTADOS DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO**

**POR LOS AÑOS QUE TERMINARON EL 31 DE DICIEMBRE DE 2013 Y 2012**

(Expresados en Córdobas)

	Notas	Capital Social Suscrito	Capital No Suscrito	Capital Suscrito no Pagado	Capital Social Pagado	Capital Donado	Aportes Patrimoniales no Capitalizables	Ajuste al Patrimonio	Reservas Patrimoniales	Resultados Acumulados	Obligaciones Convertibles en Capital	Total
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2011</b>	7	1,320,500,000	-	-	1,320,500,000	-	200,000,000	-	484,092,791	762,619,927	-	2,767,212,718
Movimientos inherentes a las decisiones de los accionistas		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Capital social	7	322,000,000	-	-	322,000,000	-	(200,000,000)	-	-	(122,000,000)	-	-
Emisión de acciones		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado del período		-	-	-	-	-	-	-	-	637,690,869	-	637,690,869
Capital pagado adicional		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Traspaso de los resultados acumulados a reserva legal		-	-	-	-	-	-	-	95,653,630	(95,653,630)	-	-
Ganancias no realizadas sobre inversiones disponibles para la venta		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Superávit por revaluación de bienes de uso		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pago de dividendos en efectivo		-	-	-	-	-	-	-	-	(202,807,829)	-	(202,807,829)
Emisión de obligaciones subordinadas de conversión obligatoria		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Capitalización de utilidades acumuladas		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ajustes al patrimonio		-	-	-	-	-	-	-	-	7,395	-	7,395
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2012</b>		1,642,500,000	-	-	1,642,500,000	-	-	-	579,746,421	979,856,732	-	3,202,103,153
Movimientos inherentes a las decisiones de los accionistas		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Capital social	7	160,000,000	-	-	160,000,000	-	-	-	-	(160,000,000)	-	-
Emisión de acciones		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado del período		-	-	-	-	-	-	-	-	762,488,145	-	762,488,145
Capital pagado adicional		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Traspaso de los resultados acumulados a reserva legal		-	-	-	-	-	-	-	114,373,222	(114,373,222)	-	-
Ganancias no realizadas sobre inversiones disponibles para la venta		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Superávit por revaluación de bienes de uso		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pago de dividendos en efectivo	8	-	-	-	-	-	-	-	-	(122,000,000)	-	(122,000,000)
Emisión de obligaciones subordinadas de conversión obligatoria		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Capitalización de utilidades acumuladas		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ajustes al patrimonio		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2013</b>		1,802,500,000	-	-	1,802,500,000	-	-	-	694,118,643	1,345,971,655	-	3,842,581,298

  
Dr. Luis Rivas Anduray  
Gerente General

  
Lic. Enrique Gutiérrez Quezada  
Vice Gerente General

  
Lic. César Martínez Lara  
Gerente de Contabilidad

El presente Estado de Cambios en el Patrimonio fue aprobado por la Junta Directiva bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo suscriben.

Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros.

**Anexo 20**  
**Estado de Flujo de Efectivo BANPRO Auditado 2013**

**BANCO DE LA PRODUCCIÓN, S.A. (BANPRO)**

(Una Institución Nicaragüense, Subsidiaria de Tenedora Banpro, S.A. con Domicilio en la República de Panamá)

**ESTADOS DE FLUJOS DE EFECTIVO**

**POR LOS AÑOS QUE TERMINARON EL 31 DE DICIEMBRE DE 2013 Y 2012**

(Expresados en Córdobas)

	Notas	2013	2012
<b>Flujo de efectivo de las actividades de operación:</b>			
Resultado neto		762,488,145	637,690,869
Ajustes para conciliar el resultado del período con el efectivo provisto por las actividades de operación:			
Provisiones para la cartera de créditos	16.10	158,115,270	168,082,493
Provisiones para bienes adjudicados	16.10	(19,974,330)	(42,390,824)
Provisiones para créditos contingentes	16.10	(5,300,759)	(6,293,957)
Depreciaciones y amortizaciones		145,354,167	135,961,663
Variación neta en:			
Otras cuentas por cobrar		(6,002,667)	42,653,147
Intereses por cobrar sobre la cartera de créditos		(74,894,285)	(38,027,534)
Rendimiento por cobrar sobre inversiones		(108,878,295)	(134,771,379)
Otros activos		(46,755,465)	(12,733,039)
Otras cuentas por pagar y provisiones		(25,558,191)	55,095,933
Otros pasivos		55,487,247	26,209,118
Intereses y otros cargos financieros por pagar		49,040,838	(2,846,606)
<b>Efectivo neto provisto (usado) por las operaciones</b>		<b>883,121,675</b>	<b>828,629,884</b>
<b>Flujo de efectivo de las actividades de inversión:</b>			
Créditos netos otorgado en el año		(4,285,741,708)	(4,668,146,735)
Variación neta de inversiones en valores		2,619,747,118	345,698,361
Adquisiciones de bienes de uso	18	(178,994,988)	(181,722,749)
<b>Efectivo neto provisto (usado) en actividades de inversión</b>		<b>(1,844,989,578)</b>	<b>(4,504,171,123)</b>
<b>Flujo de efectivo de actividades de financiamiento:</b>			
<b>Variación neta:</b>			
Obligaciones con el público		4,665,036,216	(1,127,426,083)
Obligaciones con el Banco Central de Nicaragua		(184,555,741)	51,784,858
Obligaciones con Instituciones financieras y por otros financiamientos		283,046,954	597,530,058
Obligaciones subordinadas		(20,506,600)	(18,381,500)
Pago de dividendos		(122,000,000)	(202,807,829)
<b>Efectivo neto provisto (usado) en actividades de financiamiento</b>		<b>4,621,020,829</b>	<b>(699,300,496)</b>
<b>Variación neta del efectivo y equivalentes de efectivo</b>		<b>3,659,152,926</b>	<b>(4,374,841,735)</b>
<b>Efectivo y equivalentes de efectivo al inicio del año</b>		<b>7,224,480,001</b>	<b>11,599,321,736</b>
<b>Efectivo y equivalentes de efectivo al final del año</b>	14	<b>10,883,632,927</b>	<b>7,224,480,001</b>

Dr. Luis Rivas Anduray  
Gerente General

Lic. Enrique Gutiérrez Caspada  
Vice Gerente General

Lic. César Martínez Lara  
Gerente de Contabilidad

El presente Estado de Flujos de Efectivo fue aprobado por la Junta Directiva bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo suscriben.

Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros.

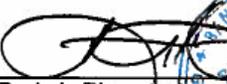
**BANCO DE LA PRODUCCIÓN, S.A. (BANPRO)**

(Una Institución Nicaragüense, Subsidiaria de Tenedora Banpro, S.A. con Domicilio en la República de Panamá)

**ESTADOS DE FLUJOS DE EFECTIVO****POR LOS AÑOS QUE TERMINARON EL 31 DE DICIEMBRE DE 2013 Y 2012**

(Expresados en Córdobas)

	Notas	2013	2012
<b>Flujo de efectivo de las actividades de operación:</b>			
Resultado neto		762,488,145	637,690,869
Ajustes para conciliar el resultado del período con el efectivo provisto por las actividades de operación:			
Provisiones para la cartera de créditos	16.10	158,115,270	168,082,493
Provisiones para bienes adjudicados	16.10	(19,974,330)	(42,390,824)
Provisiones para créditos contingentes	16.10	(5,300,759)	(6,293,957)
Depreciaciones y amortizaciones		145,354,167	135,961,663
Variación neta en:			
Otras cuentas por cobrar		(6,002,667)	42,653,147
Intereses por cobrar sobre la cartera de créditos		(74,894,285)	(38,027,534)
Rendimiento por cobrar sobre inversiones		(108,878,295)	(134,771,379)
Otros activos		(46,755,465)	(12,733,039)
Otras cuentas por pagar y provisiones		(25,558,191)	55,095,933
Otros pasivos		55,487,247	26,209,118
Intereses y otros cargos financieros por pagar		49,040,838	(2,846,606)
<b>Efectivo neto provisto (usado) por las operaciones</b>		<b>883,121,675</b>	<b>828,629,884</b>
<b>Flujo de efectivo de las actividades de inversión:</b>			
Créditos netos otorgado en el año		(4,285,741,708)	(4,668,146,735)
Variación neta de inversiones en valores		2,619,747,118	345,698,361
Adquisiciones de bienes de uso	18	(178,994,988)	(181,722,749)
<b>Efectivo neto provisto (usado) en actividades de inversión</b>		<b>(1,844,989,578)</b>	<b>(4,504,171,123)</b>
<b>Flujo de efectivo de actividades de financiamiento:</b>			
<b>Variación neta:</b>			
Obligaciones con el público		4,665,036,216	(1,127,426,083)
Obligaciones con el Banco Central de Nicaragua		(184,555,741)	51,784,858
Obligaciones con Instituciones financieras y por otros financiamientos		283,046,954	597,530,058
Obligaciones subordinadas		(20,506,600)	(18,381,500)
Pago de dividendos		(122,000,000)	(202,807,829)
<b>Efectivo neto provisto (usado) en actividades de financiamiento</b>		<b>4,621,020,829</b>	<b>(699,300,496)</b>
<b>Variación neta del efectivo y equivalentes de efectivo</b>		<b>3,659,152,926</b>	<b>(4,374,841,735)</b>
<b>Efectivo y equivalentes de efectivo al inicio del año</b>		<b>7,224,480,001</b>	<b>11,599,321,736</b>
<b>Efectivo y equivalentes de efectivo al final del año</b>	14	<b>10,883,632,927</b>	<b>7,224,480,001</b>



Dr. Luis Rivas Anduray  
Gerente General



Lic. Enrique Gutiérrez Gossada  
Vice Gerente General



Lic. César Martínez Lara  
Gerente de Contabilidad

El presente Estado de Flujos de Efectivo fue aprobado por la Junta Directiva bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo suscriben.

Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros.

**Anexo 21**  
**Balance General BANPRO Auditado 2014-2015**

**BANCO DE LA PRODUCCIÓN, S.A. (BANPRO)**

(Una Institución Nicaragüense, Subsidiaria de Tenedora BANPRO, S.A. con domicilio en la República de Panamá)

**BALANCES DE SITUACIÓN**

**AL 31 DE DICIEMBRE DE 2015 Y 2014**

(Expresados en córdobas)

	Notas	2015	2014
<b>Activos</b>			
<b>Disponibilidades</b>			
<b>Moneda Nacional</b>			
Caja		1,267,115,531	1,065,626,608
Banco Central de Nicaragua		3,647,211,157	1,738,897,798
Depósitos en Instituciones Financieras del País		3,357,901	1,851,884
Otras disponibilidades		4,231,917	1,428,431,078
<b>Moneda Extranjera</b>			
Caja		766,355,972	645,629,720
Banco Central de Nicaragua		5,233,326,226	4,129,943,921
Depósitos en Instituciones Financieras del exterior		1,761,326,248	3,332,829,532
Otras disponibilidades		<u>41,286,640</u>	<u>3,803,856,357</u>
<b>3.a, 14</b>		<b>12,724,211,592</b>	<b>16,147,066,898</b>
<b>Inversiones en Valores, neto</b>			
Inversiones al Valor Razonable con Cambios en resultados		108,479,163	-
Inversiones Disponibles para la Venta		959,028,206	1,854,892,397
Inversiones Mantenido hasta el Vencimiento		<u>6,485,057,582</u>	<u>6,602,567,219</u>
<b>3.b, 15</b>		<b>7,552,564,951</b>	<b>8,457,459,616</b>
<b>Operaciones con Reportos y Valores Derivados</b>	<b>15</b>	641,336,930	179,790,829
<b>Cartera de Créditos</b>			
Créditos vigentes		31,443,448,310	25,904,811,880
Créditos prorrogados		7,116,971	37,710,562
Créditos reestructurados		396,023,256	405,222,311
Créditos vencidos		185,479,105	113,373,923
Créditos en cobro judicial		66,599,609	47,113,203
Intereses y Comisiones por Cobrar sobre Créditos		474,537,514	404,192,525
Provisiones por incobrabilidad de cartera de créditos	<b>3.d,</b>		
	<b>16.10</b>	<u>(673,814,440)</u>	<u>(583,411,621)</u>
	<b>3.d,</b>		
	<b>16.1</b>	<u>31,899,390,325</u>	<u>26,329,012,783</u>
<b>Otras cuentas por cobrar, neto</b>	<b>3.e, 17</b>	173,385,093	76,016,221
<b>Bienes de uso, neto</b>	<b>3.g, 18</b>	818,858,906	756,788,510
<b>Bienes recibidos en recuperación de créditos, neto</b>	<b>3.f, 19</b>	17,864,483	23,860,612
<b>Inversiones permanentes en acciones</b>	<b>6</b>	182,413,395	180,452,249
<b>Otros activos, neto</b>	<b>20</b>	<u>238,756,979</u>	<u>180,023,047</u>
<b>Total Activos</b>		<b><u>54,248,782,654</u></b>	<b><u>52,310,470,765</u></b>

(Continúa)

**BANCO DE LA PRODUCCIÓN, S.A. (BANPRO)**

(Una Institución Nicaragüense, Subsidiaria de Tenedora BANPRO, S.A. con domicilio en la República de Panamá)

**BALANCES DE SITUACIÓN****AL 31 DE DICIEMBRE DE 2015 Y 2014**

(Expresados en córdobas)

	Notas	2015	2014
<b>Pasivo</b>			
<b>Obligaciones con el Público</b>			
<b>Moneda Nacional</b>			
Depósitos a la Vista		5,944,347,205	5,580,475,041
Depósitos de Ahorro		5,747,729,239	5,318,153,101
Depósitos a Plazo		789,605,420	627,939,646
<b>Moneda Extranjera</b>			
Depósitos a la Vista		7,890,274,757	12,519,711,430
Depósitos de Ahorro		12,857,087,714	11,593,556,704
Depósitos a Plazo		<u>9,036,494,779</u>	<u>7,404,686,848</u>
	21	<u>42,265,539,114</u>	<u>43,044,522,770</u>
<b>Otras obligaciones con el público</b>	21	532,268,251	633,246,470
<b>Obligaciones con Instituciones financieras y por otros financiamientos</b>	22	5,004,831,260	3,233,283,112
<b>Obligaciones con el Banco Central de Nicaragua</b>	23	448,857,920	305,370,410
<b>Otras cuentas por pagar</b>	25	176,701,642	129,665,755
<b>Otros pasivos y provisiones</b>	26	429,112,112	398,370,099
<b>Obligaciones subordinadas</b>	24	<u>27,993,673</u>	<u>53,314,142</u>
<b>Total Pasivo</b>		<b><u>48,885,303,972</u></b>	<b><u>47,797,772,758</u></b>
<b>Patrimonio</b>			
Capital social pagado	7	2,930,500,000	2,702,500,000
Ajustes al patrimonio		(400,923)	(5,598)
Reservas patrimoniales	3.n	999,454,478	829,778,078
Resultados acumulados		<u>1,433,925,127</u>	<u>980,425,527</u>
<b>Total Patrimonio</b>		<b><u>5,363,478,682</u></b>	<b><u>4,512,698,007</u></b>
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>		<b><u>54,248,782,654</u></b>	<b><u>52,310,470,765</u></b>
<b>Cuentas contingentes</b>	3.o	<b><u>18,345,108,239</u></b>	<b><u>13,540,128,232</u></b>
<b>Cuentas de orden</b>	3.o, 3.d	<b><u>82,875,546,724</u></b>	<b><u>68,567,412,086</u></b>





Dr. Luis Rivas Andújar, Director Ejecutivo y Gerente General  
 Lic. Enrique Gutiérrez Quezada, Vice Gerente General  
 Lic. César Martínez Lara, Gerente de Contabilidad





Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros.

El presente Balance de Situación fue aprobado por la Junta Directiva bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo suscriben.

**Anexo 22**  
**Estado de Resultado BANPRO Auditado 2014-2015**

**BANCO DE LA PRODUCCIÓN, S.A. (BANPRO)**

(Una Institución Nicaragüense, Subsidiaria de Tenedora BANPRO, S.A. con domicilio en la República de Panamá)

**ESTADOS DE RESULTADOS**

**POR LOS AÑOS QUE TERMINARON EL 31 DE DICIEMBRE DE 2015 Y 2014**

(Expresados en córdobas)

	Notas	2015	2014
<b>Ingresos financieros</b>			
Ingresos financieros por disponibilidades		2,094,555	3,773,156
Ingresos por inversiones en valores		422,225,060	388,394,152
Ingresos financieros por cartera de créditos	16.7	3,402,762,264	2,745,968,195
Ingresos financieros por operaciones de reportos y valores derivados		8,915,361	8,741,382
Otros ingresos financieros		<u>55,516,512</u>	<u>46,695,939</u>
<b>Total Ingresos Financieros</b>	<b>3.c</b>	<b><u>3,891,513,752</u></b>	<b><u>3,193,572,824</u></b>
<b>Gastos financieros</b>			
Gastos financieros por obligaciones con el público		617,184,544	494,301,445
Gastos financieros por obligaciones con instituciones financieras y por otros financiamientos		224,844,283	164,472,113
Gastos financieros por obligaciones subordinadas y obligaciones convertibles en capital		2,301,934	3,164,246
Gastos financieros por operaciones de valores y derivados		506,553	914,913
Otros gastos financieros		<u>4,371,618</u>	<u>9,823,232</u>
<b>Total Gastos Financieros</b>	<b>3.k</b>	<b><u>849,208,932</u></b>	<b><u>672,675,949</u></b>
<b>Margen financiero antes de ajuste monetario</b>		<b><u>3,042,304,820</u></b>	<b><u>2,520,896,875</u></b>
Ingresos (Gastos) netos por ajustes monetarios	27	276,903,621	231,421,105
<b>Margen financiero bruto</b>		<b><u>3,319,208,441</u></b>	<b><u>2,752,317,980</u></b>
Ingresos (Gastos) netos por estimación preventiva para riesgos crediticios	3.c, 28	(292,107,363)	(248,259,934)
<b>Margen financiero, neto</b>		<b><u>3,027,101,078</u></b>	<b><u>2,504,058,046</u></b>
Ingresos (Gastos) operativos diversos, neto	31	1,143,923,337	902,162,319
<b>Resultado operativo bruto</b>		<b><u>4,171,024,415</u></b>	<b><u>3,406,220,365</u></b>
Participación en resultado de subsidiarias y asociadas	6	15,211,146	18,728,904
Gastos de administración	30	2,435,545,580	2,034,744,096
<b>Resultado antes del impuesto sobre la renta y contribuciones por leyes especiales</b>		<b><u>1,750,689,981</u></b>	<b><u>1,390,205,173</u></b>

(Continúa)

**BANCO DE LA PRODUCCIÓN, S.A. (BANPRO)**

(Una Institución Nicaragüense, Subsidiaria de Tenedora BANPRO, S.A. con domicilio en la República de Panamá)

**ESTADOS DE RESULTADOS**

**POR LOS AÑOS QUE TERMINARON EL 31 DE DICIEMBRE DE 2015 Y 2014**

(Expresados en córdobas)

	Notas	2015	2014
Contribuciones por leyes especiales (564 y 563)	29	150,332,338	123,534,564
Gasto por Impuesto sobre la renta	3.1, 32	<u>469,181,643</u>	<u>362,281,042</u>
<b>Resultados del período</b>		<b><u>1,131,176,000</u></b>	<b><u>904,389,567</u></b>

  
Dr. Luis Rivas Anduray  
Director Ejecutivo y  
Gerente General

  
Lic. Enrique Gutiérrez Quezada  
Vice Gerente General

(Concluye)  
  
Lic. Carlos Martínez Lara  
Gerente de Contabilidad

Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros.

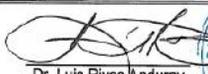
El presente Estado de Resultados fue aprobado por la Junta Directiva bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo suscriben.

**Anexo 23**  
**Estado de Cambio en el Patrimonio BANPRO Auditado 2014-2015**

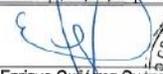
**BANCO DE LA PRODUCCIÓN, S.A. (BANPRO)**  
(Una Institución Nicaragüense, Subsidiaria de Tenedora BANPRO, S.A. con domicilio en la República de Panamá)

**ESTADOS DE CAMBIOS EN EL PATRIMONIO**  
**POR LOS AÑOS QUE TERMINARON EL 31 DE DICIEMBRE DE 2015 Y 2014**  
(Expresados en córdobas)

	Notas	Capital Social Suscrito	Capital No Suscrito	Capital Suscrito no Pagado	Capital Social Pagado	Capital Donado	Aportes Patrimoniales no Capitalizables	Ajuste al Patrimonio	Reservas Patrimoniales	Resultados Acumulados	Obligaciones Convertibles en Capital	Total
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2013</b>		<b>1,802,500,000</b>	-	-	<b>1,802,500,000</b>	-	-	-	<b>604,119,843</b>	<b>1,345,971,656</b>	-	<b>3,842,591,298</b>
Capital social	7	900,000,000	-	-	900,000,000	-	-	-	-	(900,000,000)	-	-
Emisión de acciones	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado del periodo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	904,380,567	-	904,380,567
Capital pagado adicional	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Traspaso de los resultados acumulados a la reserva legal	-	-	-	-	-	-	-	-	135,658,435	(135,658,435)	-	-
Pérdidas no realizadas sobre inversiones disponibles para la venta	-	-	-	-	-	-	-	(5,598)	-	-	-	(5,598)
Superávit por revaluación de bilanes de uso	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pago de dividendos en efectivo	8	-	-	-	-	-	-	-	-	(233,000,000)	-	(233,000,000)
Emisión de obligaciones subordinadas de conversión obligatoria	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Capitalización de utilidades acumuladas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ajustes al patrimonio	13	-	-	-	-	-	-	-	-	(1,277,260)	-	(1,277,260)
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2014</b>	<b>7</b>	<b>2,702,500,000</b>	-	-	<b>2,702,500,000</b>	-	-	<b>(5,598)</b>	<b>829,778,078</b>	<b>980,425,527</b>	-	<b>4,512,698,007</b>
Capital social	7	228,000,000	-	-	228,000,000	-	-	-	-	(228,000,000)	-	-
Emisión de acciones	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado del periodo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,131,176,000	-	1,131,176,000
Capital pagado adicional	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Traspaso de los resultados acumulados a la reserva legal	-	-	-	-	-	-	-	-	109,876,400	(109,876,400)	-	-
Pérdidas no realizadas sobre inversiones disponibles para la venta	-	-	-	-	-	-	-	(395,320)	-	-	-	(395,320)
Superávit por revaluación de bienes de uso	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pago de dividendos en efectivo	8	-	-	-	-	-	-	-	-	(280,000,000)	-	(280,000,000)
Emisión de obligaciones subordinadas de conversión obligatoria	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Capitalización de utilidades acumuladas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ajustes al patrimonio	13	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Saldo al 31 de diciembre de 2015</b>		<b>2,930,500,000</b>	-	-	<b>2,930,500,000</b>	-	-	<b>(400,023)</b>	<b>990,454,478</b>	<b>1,433,025,127</b>	-	<b>5,255,478,682</b>

  
Dr. Luis Rivas Anduray  
Director Ejecutivo y  
Gerente General



  
Lic. Enrique Gutiérrez Quezada  
Vice Gerente General



  
Lic. César Martínez Lara  
Gerente de Contabilidad



Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros.

El presente Estado de Cambios en el Patrimonio fue aprobado por la Junta Directiva bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo suscriben.

**Anexo 24**  
**Estado de Flujo de Efectivo BANPRO Auditado 2014-2015**

**BANCO DE LA PRODUCCIÓN, S.A. (BANPRO)**

(Una Institución Nicaragüense, Subsidiaria de Tenedora BANPRO, S.A. con domicilio en la República de Panamá)

**ESTADOS DE FLUJOS DE EFECTIVO**  
**POR LOS AÑOS QUE TERMINARON EL 31 DE DICIEMBRE DE 2015 Y 2014**  
(Expresados en córdobas)

	Notas	2015	2014
<b>Flujo de efectivo de las actividades de operación:</b>			
Resultado neto		1,131,176,000	904,389,567
Ajustes para conciliar el resultado del período con el efectivo neto provisto por las actividades de operación:			
Provisiones para la cartera de créditos	16.10.28	229,966,448	198,062,079
Provisiones para bienes adjudicados	19	7,189,718	8,166,151
Provisiones para créditos contingentes	16.10.28	4,893,931	8,565,284
Depreciaciones y amortizaciones	18.20.30	232,695,997	178,936,657
Variación neta en:			
Otras cuentas por cobrar		(97,368,872)	47,355,116
Intereses por cobrar sobre la cartera de créditos		(70,344,989)	(60,191,166)
Rendimiento por cobrar sobre inversiones		(146,908,422)	(140,701,333)
Otros activos		(151,124,667)	(116,131,748)
Otras cuentas por pagar		47,035,887	18,386,922
Otras obligaciones con el público		(139,755,740)	192,358
Otros pasivos		25,848,082	52,330,429
Intereses y otros cargos financieros por pagar		90,781,684	8,763,873
<b>Efectivo neto provisto por las operaciones</b>		<b><u>1,164,085,057</u></b>	<b><u>1,108,124,189</u></b>
<b>Flujo de efectivo de las actividades de inversión:</b>			
Créditos netos otorgado en el año		(5,729,999,001)	(4,045,016,957)
Variación neta de inversiones en valores		(181,645,475)	(48,139,395)
Adquisiciones de bienes de uso	18	(203,569,247)	(176,207,220)
<b>Efectivo neto (usado en) actividades de inversión</b>		<b><u>(6,115,213,723)</u></b>	<b><u>(4,269,363,572)</u></b>
<b>Flujo de efectivo de actividades de financiamiento:</b>			
Variación neta:			
Obligaciones con el público		(778,983,655)	10,435,151,280
Obligaciones con el Banco Central de Nicaragua		137,238,088	143,904,315

(Continúa)

**BANCO DE LA PRODUCCIÓN, S.A. (BANPRO)**

(Una Institución Nicaragüense, Subsidiaria de Tenedora BANPRO, S.A. con domicilio en la República de Panamá)

**ESTADOS DE FLUJOS DE EFECTIVO****POR LOS AÑOS QUE TERMINARON EL 31 DE DICIEMBRE DE 2015 Y 2014****(Expresados en córdobas)**

	Notas	2015	2014
Obligaciones con Instituciones financieras y por otros financiamientos		1,725,793,406	(555,199,734)
Obligaciones subordinadas		(25,320,469)	(22,798,600)
Pago de dividendos	8	<u>(280,000,000)</u>	<u>(233,000,000)</u>
<b>Efectivo neto provisto por actividades de financiamiento</b>		<b><u>778,727,370</u></b>	<b><u>9,768,057,261</u></b>
<b>Variación neta del efectivo y equivalentes de efectivo</b>		<b>(4,172,401,296)</b>	<b>6,606,817,878</b>
<b>Efectivo y equivalentes de efectivo al inicio del año</b>		<b><u>17,490,450,805</u></b>	<b><u>10,883,632,927</u></b>
<b>Efectivo y equivalentes de efectivo al final del año</b>	14	<b><u>13,318,049,509</u></b>	<b><u>17,490,450,805</u></b>





**Dr. Luis Rivas Anduray**  
 Director Ejecutivo y Gerente General

**Lic. Enrique Gutiérrez Quezada**  
 Vice Gerente General

**Lic. César Martínez Lara**  
 Gerente de Contabilidad

Las notas adjuntas son parte integral de estos estados financieros.

El presente Estado de Flujos de Efectivo fue aprobado por la Junta Directiva bajo la responsabilidad de los funcionarios que lo suscriben.

## Anexo 25

### Detalle para el cálculo del costo de la deudas 2013.

#### A. Otras Obligaciones con el público.

Plazo en días	Cantidad de bono emitidos	Cantidad de Bono colocados	Valor Nominal Total	Fecha de Vencimiento	Fecha de Emisión	Tasa	Total Percibido	Total Intereses
720	2500	130	25.331,80	16/12/2015	26/12/2013	5,25%	3.293.134,00	172.889,54
1080	2000	536	25.331,13	16/12/2016	01/01/2014	6,00%	13.577.485,00	814.649,10
1440	1000	351	25.327,61	16/12/2017	06/01/2014	6,50%	8.889.990,00	577.849,35
1800	500	500	25.331,80	16/12/2018	11/01/2014	7,00%	12.665.900,00	886.613,00
<b>Totales</b>	<b>6000</b>	<b>1517</b>				<b>6,19%</b>	<b>38.426.509,00</b>	2.452.000,99

#### B. Depósitos a Plazos Fijos.

Tipo de Deposito	Tasa	Ponderación	Tasa Anual
Moneda Extranjera	0,75- 8,35%	80%	4,0500
Moneda Nacional	0,50- 8,00%	20%	1,0125
		<b>TOTAL</b>	<b>5,0625</b>

#### C. Obligaciones con instituciones y por otro financiamiento.

Entidad	Tasa	Observación	Tipo de Garantía	Monto de la Garantía en C\$	Fecha De vencimiento
Banco Produzcamos	6,46%	Tasa Ponderada	BPI y Cartera de Crédito	152.328.853,00	2024
Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE)	3,34%	Tasa Ponderada	Cartera de Crédito	420.020.093,00	2026
Corporación Interamericana de Inversiones (CII)	4,60%	Tasa de interés Ponderada	Cartera de Crédito	166.467.620,00	2018

International Finance Corporation (IFC)	6,25%	Tasa Fija	Cartera de Crédito	123.024.715,00	2017
International Finance Corporation (IFC)	4,56%	Tasa Fija	Cartera de Crédito	156.026.018,00	2016
Instituto Nicaragüense de Seguridad (INSS)	4,00%	Tasa Fija	Cartera de Crédito	641.939.683,00	2022

#### D. deuda Obligaciones Subordinadas.

Entidad	Tasa	Observación	Garantía	Monto de la Garantía	Fecha De vencimiento
Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE)	5,09%	Tasa Libor 3M +4.50% Tasa Fija	Subordinada	Subordinada	2017

#### Detalle para el cálculo del costo de la deuda 2014.

#### A. Otras Obligaciones con el público.

Plazo en días	Cantidad de bonos emitidos	Cantidad de Bonos colocados	Valor Nominal Total	Fecha de Vencimiento	Fecha de Emisión	Tasa	Total Percibido	Total Intereses
1080	2000	2000	26.588,67	16/12/2016	01/01/2014	6,00%	53.177.330,00	3.190.639,80
1440	1000	1000	26.577,46	16/12/2017	06/01/2014	6,50%	26.577.461,00	1.727.534,97
1800	500	500	26.598,40	16/12/2018	11/01/2014	7,00%	13.299.200,00	930.944,00
1440	1500	1500	26.590,93	23/05/2018	13/06/2014	6,30%	39.886.401,00	2.512.843,26
1800	2500	2500	26.598,40	23/05/2019	18/06/2014	6,50%	66.496.000,00	4.322.240,00
1440	1000	330	26.596,63	28/10/2018	18/11/2014	6,30%	8.776.889,00	552.944,01
1800	1000	315	26.567,03	28/10/2019	23/11/2014	6,65%	8.368.615,00	556.512,90
<b>Totales</b>	<b>9500</b>	<b>8145</b>				<b>6,46%</b>	<b>216.581.896,00</b>	<b>13.793.658,93</b>

**B. Depósitos a Plazos Fijos.**

<b>Tipo de Deposito</b>	<b>Tasa</b>	<b>Ponderación</b>	<b>Tasa Anual</b>
Moneda Extranjera	0,75- 8,25%	80%	3,9500
Moneda Nacional	0,50- 7,85%	20%	0,9875
		<b>TOTAL</b>	<b>4,9375</b>

**C. Obligaciones con instituciones y por otro financiamiento.**

<b>Entidad</b>	<b>Tasa</b>	<b>Observación</b>	<b>Tipo de Garantía</b>	<b>Monto de la Garantía en U\$</b>	<b>Fecha De vencimiento</b>
Banco Produzcamos	6,47%	Tasa Ponderada	BPI y Cartera de Crédito	5.596.043,00	2024
Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE)	3,51%	Tasa Ponderada	Cartera de Crédito	24.379.112,00	2026
Corporación Interamericana de Inversiones (CII)	4,60%	Tasa de interés Ponderada	Cartera de Crédito	5.568.318,00	2018
International Finance Corporation (IFC)	6,25%	Tasa Fija	Cartera de Crédito	2.293.303,00	2017
International Finance Corporation (IFC)	4,56%	Tasa Fija	Cartera de Crédito	156.026.018,00	2016
Instituto Nicaragüense de Seguridad (INSS)	4,00%	Tasa Fija	Cartera de Crédito	28.446.379,00	2022
Financierings Maatschappij voor ontwikkelingslanden N.V. (FMO)	4,67%	Libor +4.40% Tasa Fija	BPI	13.008.371,00	2019
Banco Interamericano de Desarrollo (BID)	4,86%	Libor 6M +4.50%	Cartera de Crédito	13.757.721,00	2025

#### D. deuda Obligaciones Subordinadas.

Entidad	Tasa	Observación	Garantía	Monto de la Garantía	Fecha De vencimiento
Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE)	5,09%	Tasa Libor 3M +4.50% Tasa Fija	Subordinada	Subordinada	2017
International Finance Corporation (IFC)	6,75%	Tasa Libor 6M +Tasa Fija	Subordinada	Subordinada	2022
IFC Capitalization (subordinated debt) Fund, LP	6,75%	Tasa Libor 6M +Tasa Fija	Subordinada	Subordinada	2022

#### Detalle para el cálculo del costo de la deuda 2015.

##### A. Otras Obligaciones con el público.

Plazo en días	Cantidad de bono emitidos	Cantidad de Bono colocados	Valor Nominal Total	Fecha de Vencimiento	Fecha de Emisión	Tasa	Total Percibido	Intereses
1440	1000	1000	27.928,30	16/12/2017	06/01/2014	6,50%	27.928.300,00	1.815.339,50
1800	500	500	27.928,30	16/12/2018	11/01/2014	7,00%	13.964.150,00	977.490,50
1440	1500	1500	27.928,30	23/05/2018	13/06/2014	6,30%	41.892.450,00	2.639.224,35
1800	2500	2500	27.928,30	23/05/2019	18/06/2014	6,50%	69.820.750,00	4.538.348,75
1440	1000	1000	27.928,30	28/10/2018	18/11/2014	6,30%	27.928.300,00	1.759.482,90
1800	1000	1000	27.928,30	28/10/2019	23/11/2014	6,65%	27.928.300,00	1.857.231,95
1080	1000	585	27.928,30	30/06/2018	16/07/2015	6,00%	16.338.055,00	980.283,30
1440	1000	1000	27.928,30	30/06/2019	21/07/2015	6,30%	27.928.300,00	1.759.482,90
<b>Totales</b>	<b>9500</b>	<b>9085</b>				<b>6,44%</b>	<b>253.728.605,00</b>	<b>16.326.884,15</b>

**B. Depósitos a Plazos Fijos.**

<b>Tipo de Deposito</b>	<b>Tasa</b>	<b>Ponderación</b>	<b>Tasa Anual</b>
Moneda Extranjera	0,75- 8,25%	80%	4,1000
Moneda Nacional	0,50- 7,74%	20%	1,025
		<b>TOTAL</b>	<b>5,125</b>

**C. Obligaciones con instituciones y por otro financiamiento.**

<b>Entidad</b>	<b>Tasa</b>	<b>Observación</b>	<b>Tipo de Garantía</b>	<b>Monto de la Garantía en U\$</b>	<b>Fecha De vencimiento</b>
Banco Produzcamos	6,47%	Tasa Ponderada	BPI y Cartera de Crédito	4.377.057,00	2024
Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE)	4,46%	Tasa Ponderada	Cartera de Crédito	34.333.708,00	2026
Corporación Interamericana de Inversiones (CII)	4,91%	Tasa de interés Ponderada	Cartera de Crédito	3.904.793,00	2018
International Finance Corporation (IFC)	6,25%	Tasa Fija	Cartera de Crédito	1.433.950,00	2017
Instituto Nicaragüense de Seguridad (INSS)	4,00%	Tasa Fija	Cartera de Crédito	33.732.283,00	2022
Financierings Maatschappij voor ontwikkelingslanden N.V. (FMO)	4,93%	Libor +4.40% Tasa Fija	BPI y Cartera de Crédito	20.576.373,00	2019
Banco Interamericano de Desarrollo (BID)	5,10%	Libor 6M +4.50% Tasa Fija	Cartera de Crédito	11.926.807,00	2025
Financierings Maatschappij voor ontwikkelingslanden N.V. (FMO)	5,53%	Libor +55.00% Tasa Fija	BPI y Cartera de Crédito	20.576.373,00	2024

#### D. deuda Obligaciones Subordinadas.

Entidad	Tasa	Observación	Garantía	Monto de la Garantía	Fecha De vencimiento
Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE)	5,09%	Tasa Libor 3M +4.50% Tasa Fija	Subordinada	Subordinada	2017
International Finance Corporation (IFC)	7,28%	Tasa Libor 6M +Tasa Fija	Subordinada	Subordinada	2022
IFC Capitalization (subordinated debt) Fund, LP	7,28%	Tasa Libor 6M +Tasa Fija	Subordinada	Subordinada	2022

#### Anexo 26

#### Calculo del costo de la deuda y del Patrimonio.

##### A. BDF Deuda.

Tipo de Deuda	2013	2014	2015
<b>Obligaciones con el Publico (Depósito a Plazo fijo)</b>			
Intereses	11.125.253,36	16.327.932,10	18.812.852,99
Total deuda	558.394.068,00	716.504.483,00	831.679.429,00
Costo de la deuda antes de impuesto	1,99%	2,28%	2,26%
Impuesto	30%	30%	30%
<b>Costo de la deuda después de Impuesto</b>	<b>1,39%</b>	<b>1,60%</b>	<b>1,58%</b>
<b>Obligaciones con instituciones y por otro financiamiento.</b>			
Intereses	9.644.716,00	14.630.179,00	19.656.546,00
Total deuda	1.148.723.336,00	1.552.260.400,00	2.196.565.927,00
Costo de la deuda antes de impuesto	0,84%	0,94%	0,89%
Impuesto	30%	30%	30%
<b>Costo de la deuda después de Impuesto</b>	<b>0,59%</b>	<b>0,66%</b>	<b>0,63%</b>
<b>Obligaciones subordinadas</b>			

Intereses	147.559,00	6.165.982,00	6.627.757,00
Total deuda	142.005.639,00	510.689.280,00	497.123.740,00
Costo de la deuda antes de impuesto	0,10%	1,21%	1,33%
Impuesto	30%	30%	30%
<b>Costo de la deuda después de Impuesto</b>	<b>0,07%</b>	<b>0,85%</b>	<b>0,93%</b>
<b>Costo por bonos emitidos</b>			
Intereses	2.452.000,99	13.793.658,93	16.326.884,15
Valor Nominal	38.426.509,00	216.581.896,00	253.728.605,00
Valor de Mercado	40.351.128,00	225.801.243,00	260.915.590,00
Tiempo	5.040,00	10.800,00	12.240,00
Costo de la deuda antes de impuesto	6,22%	6,24%	6,34%
<b>Costo de la deuda después de Impuesto</b>	<b>4,36%</b>	<b>4,36%</b>	<b>4,44%</b>
<b>TOTAL COSTO DE LA DEUDA</b>	<b>6,41%</b>	<b>7,47%</b>	<b>7,58%</b>

## B. BAC Deuda.

Tipo de Deuda	2013	2014	2015
<b>Obligaciones con el Publico (Depósito a Plazo fijo)</b>			
Intereses	5.059.926,38	10.916.730,78	14.478.682,37
Total deuda	374.076.059,00	775.924.736,00	948.588.691,00
Costo de la deuda antes de impuesto	1,35%	1,41%	1,53%
Impuesto	30%	30%	30%
<b>Costo de la deuda después de Impuesto</b>	<b>0,95%</b>	<b>0,98%</b>	<b>1,07%</b>
<b>Obligaciones con Instituciones Financiera y Otro Financiamiento</b>			
Intereses	32.160.578,47	28.084.289,59	26.482.603,74
Total deuda	878.790.417,00	829.713.732,00	1.457.803.960,00
Costo de la deuda antes de impuesto	3,66%	3,38%	1,82%

Impuesto	30%	30%	30%
Costo de la deuda después de Impuesto	2,56%	2,37%	1,27%
<b>Deuda Subordinada</b>			
Intereses	-		
Total deuda	-		
Costo de la deuda antes de impuesto	0,00%	0,00%	0,00%
Impuesto	30%	30%	30%
Costo de la deuda después de Impuesto	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Costo por bonos emitidos</b>			
Intereses	9.516.017,33	5.217.409,14	6.378.544,43
Valor Nominal	187.581.979,00	100.089.779,00	122.242.169,00
Valor de Mercado	187.581.979,00	100.089.779,00	122.242.169,00
Tiempo	3.060,00	2.520,00	2.520,00
Costo de la deuda antes de impuesto	5,07%	5,22%	5,22%
Costo de la deuda después de Impuesto	3,55%	3,65%	3,65%
<b>TOTAL COSTO DE LA DEUDA</b>	<b>7,06%</b>	<b>7,01%</b>	<b>5,99%</b>

### C. BANPRO Deuda.

Tipo de Deuda	2013	2014	2015
<b>Obligaciones con el Publico (Depósito a Plazo fijo)</b>			
Intereses	12.463.609,68	14.748.217,98	24.397.764,53
Total deuda	1.014.268.716,00	1.284.297.287,00	1.670.788.229,00
Costo de la deuda antes de impuesto	1,23%	1,15%	1,46%
Impuesto	30%	30%	30%
Costo de la deuda después de Impuesto	0,86%	0,80%	1,02%
<b>Obligaciones con Instituciones Financiera y Otro Financiamiento</b>			
Intereses	50.677.647,49	85.969.726,95	105.547.850,24
Total deuda			

	1.364.147.047,00	1.690.040.100,00	2.349.400.097,00
Costo de la deuda antes de impuesto	3,71%	5,09%	4,49%
Impuesto	30%	30%	30%
<b>Costo de la deuda después de Impuesto</b>	<b>2,60%</b>	<b>3,56%</b>	<b>3,14%</b>
<b>Deuda Subordinada</b>			
Intereses	167.911,00	117.342,00	-
Total deuda	75.995.400,00	53.196.800,00	-
Costo de la deuda antes de impuesto	0,22%	0,22%	0,00%
Impuesto	30%	30%	30%
<b>Costo de la deuda después de Impuesto</b>	<b>0,15%</b>	<b>0,15%</b>	<b>0,00%</b>
<b>Costo por bonos emitidos</b>			
Intereses	-	1.688.998,40	3.016.256,40
Valor Nominal	-	31.918.080,00	50.270.940,00
Valor de Mercado	-	31.918.080,00	50.270.940,00
Tiempo	-	1.440,00	4.320,00
Costo de la deuda antes de impuesto	0,00%	5,29%	6,00%
<b>Costo de la deuda después de Impuesto</b>	<b>0,00%</b>	<b>3,70%</b>	<b>4,20%</b>
<b>TOTAL COSTO DE LA DEUDA</b>	<b>3,62%</b>	<b>8,22%</b>	<b>8,37%</b>

#### A. BDF Patrimonio.

<b>Para el Cálculo de g (Tasa de Crecimiento)</b>			
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Dividendos	73.144.800,00	83.720.026,00	78.458.594,00
Utilidad Neta	279.066.752,00	261.528.648,00	335.234.018,00
Patrimonio	1.328.123.347,00	1.505.931.969,00	1.762.707.393,00
b	26,21%	32,01%	23,40%
ROE	21,01%	17,37%	19,02%
g	5,51%	5,56%	4,45%
Número de acciones	152.000.000,00	166.000.000,00	179.100.000,00

Dividendo por acción	0,48	0,50	0,44
Utilidad por acción	1,84	1,58	1,87
Valor contable de la acción	8,74	9,07	9,84
b	26,21%	32,01%	23,40%
ROE	21,01%	17,37%	19,02%
g	5,51%	5,56%	4,45%
D <sub>1</sub>	0,48	0,50	0,44
P <sub>0</sub>	5,00	5,00	5,00
D <sub>1</sub> /P <sub>0</sub>	9,62%	10,09%	8,76%
g	5,51%	5,56%	4,45%
K <sub>s</sub>	15,13%	15,65%	13,21%

## B. BAC Patrimonio.

<b>Para el Cálculo de g (Tasa de Crecimiento)</b>			
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Dividendos	560.701.469,00	560.701.469,00	560.701.469,00
Utilidad Neta	897.799.854,00	926.282.386,00	1.058.286.395,00
Patrimonio	3.757.949.173,00	4.684.231.559,00	5.741.373.369,00
b	62,45%	60,53%	52,98%
ROE	23,89%	19,77%	18,43%
g	14,92%	11,97%	9,77%
Número de acciones	21.547.848,00	27.903.611,00	27.903.611,00
Dividendo por acción	26,02	20,09	20,09
Utilidad por acción	41,67	33,20	37,93
Valor contable de la acción	174,40	167,87	205,76
b	62,45%	60,53%	52,98%
ROE	23,89%	19,77%	18,43%
g	14,92%	11,97%	9,77%
D <sub>1</sub>	26,02	20,09	20,09
P <sub>0</sub>			

	100,00	100,00	100,00
D <sub>1</sub> /P <sub>0</sub>	26,02%	20,09%	20,09%
g	14,92%	11,97%	9,77%
K <sub>s</sub>	40,94%	32,06%	29,86%

### C. BANPRO.

<b>Para el Cálculo de g (Tasa de Crecimiento)</b>			
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Dividendos	122.000.000,00	233.000.000,00	280.000.000,00
Utilidad Neta	762.488.145,00	904.389.567,00	1.131.176.000,00
Patrimonio	3.842.591.298,00	5.363.478.682,00	4.512.698.007,00
b	16,00%	25,76%	24,75%
ROE	19,84%	16,86%	25,07%
g	3,17%	4,34%	6,20%
Número de acciones	1.802.500,00	2.702.500,00	2.930.500,00
Dividendo por acción	67,68	86,22	95,55
Utilidad por acción	423,02	334,65	386,00
Valor contable de la acción	2.131,81	1.984,64	1.539,91
b	16,00%	25,76%	24,75%
ROE	19,84%	16,86%	25,07%
g	3,17%	4,34%	6,20%
D <sub>1</sub>	67,68	86,22	95,55
P <sub>0</sub>	1.000,00	1.000,00	1.000,00
D <sub>1</sub> /P <sub>0</sub>	6,77%	8,62%	9,55%
g	3,17%	4,34%	6,20%
K <sub>s</sub>	9,94%	12,97%	15,76%

**Anexo 27**

**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE NICARAGUA  
UNAN-MANAGUA  
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS  
DEPARTAMENTO DE CONTADURIA PÚBLICA Y FINANZAS**

**ENTREVISTA SEMIESTRUCTURADA A LA ADMINISTRACION FINANCIERA  
DEL BANCO DE FINANZAS, S.A**

**Objetivo:** Determinar la eficiencia de la Estructura Optima de Capital, a través de la toma de decisiones del BANCO, en el uso de las diferentes fuentes financiamiento de capital, para soportar la inversión con el ánimo de maximizar los resultados del Banco.

Como parte de mi tesis en la facultad de ciencias económicas de la Universidad Nacional Autónoma de Nicaragua, estoy realizando una investigación acerca de la evaluación de la estructura de Capital del Banco, a través de indicadores de valor para las empresas y razones financieras para flujo de caja. La información brindada en esta entrevista es de carácter confidencial, solo será utilizada para los propósitos de la investigación. Agradezco su colaboración.

**Tópico 1 Generalidades de la empresa.**

**Pregunta.**

**1. ¿Cuál es la estructura Organizacional de la empresa?**

Se pretende Conocer:

- a. Sucursales.
- b. Productos y Servicios.
- c. Personal
- d. Procesos Administrativos.

**Tópico 2 Información Financiera.**

**Pregunta.**

**1. Cuáles son las principales inversiones del Banco durante el periodo 2013-2015 y como Finanzas estos tipos de Inversión.**

Se pretende Conocer:

- a. Conocimiento del Negocio.

- b. Objetivos Estratégicos.
- c. Estructura de la Deuda a Largo plazo y del patrimonio.
- d. Los tipos de proyectos inversión llevado a cabo por el Banco
- e. Las fuentes de financiamiento de capital.
- f. El Comportamiento del Banco en relación a la generación de utilidades óptimas.
- g. Información financiera Relevante para el tema de investigación.

### **Tópico 3 Evaluación de la información Financiera.**

#### **Preguntas.**

- 1. ¿Qué herramientas o técnicas de evaluación utiliza el Banco, para medir la eficiencia de la utilización de las fuentes de financiamiento?**

Se pretende Conocer:

- a. Conocimientos de indicadores y razones financiera relacionada con el tema.
- b. Procesos de Evaluación Financiera.
- c. Métodos de valoración de empresa
- d. Controles eficientes.

- 2. ¿Es viable el negocio desde el punto de vista Financiero?**

Se pretende Conocer:

- a. Ingresos
- b. Costos.
- c. Patrimonio.
- d. Pasivo a largo plazo
- e. La relación entre los rendimientos y costos de capital resultados (Uso eficiente de los recursos).
- f. Estrategias Empresariales.