

**UNIVERSIDAD DE PANAMÁ**

**VICE-RECTORÍA DE INVESTIGACIÓN Y POSTGRADO  
FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS Y CONTABILIDAD**

**PROGRAMA DE MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS  
CON ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS**

**LOS BONOS HIPOTECARIOS Y SU MANEJO A TRAVÉS DE LA BOLSA DE  
VALORES DE PANAMÁ**

**Por:**

**JALINNE INDIRA MORENO SOLÍS**

**1999**

**UNIVERSIDAD DE PANAMÁ**

**VICE-RECTORÍA DE INVESTIGACIÓN Y POSTGRADO  
FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS Y CONTABILIDAD**

**PROGRAMA DE MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS  
CON ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS**

**LOS BONOS HIPOTECARIOS Y SU MANEJO A TRAVÉS DE LA BOLSA DE  
VALORES DE PANAMÁ**

**Por:**

**JALINNE INDIRA MORENO SOLÍS**

**Tesis presentada en cumplimiento de los requisitos exigidos para optar  
por el Grado de MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS CON  
ESPECIALIDAD EN FINANZAS**

**1999**

T.H

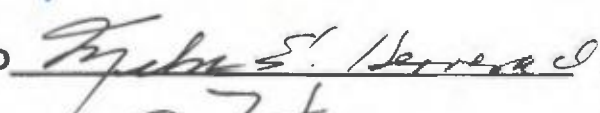
24 JUN 1999

APROBADO POR:

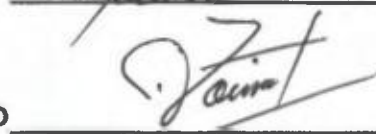
Director de Tesis



Miembro del Jurado



Miembro del Jurado



Representante de la Vicerrectoría de Investigación y

Postgrado

Fecha

ok del autor

315-104

## **DEDICATORIA**

Dedico este trabajo a mis padres,  
a mi hermana, a mi Esposo y a  
la más grande ilusión de mi  
vida, mi bebé

Jalinne I.

## **AGRADECIMIENTO**

Agradezco a DIOS por todo lo que me ha dado en esta vida También extendo mi agradecimiento a mi madre Cecilia S de Moreno, a mi padre Ismael Moreno D. por darme fuerza y apoyo cuando me sentía decaída A mi hermana Eileen por su espíritu de avance profesional. A mi esposo Anderson Arosemena por su cariño, paciencia y comprensión A mis compañeros de clases que siempre fueron unidos Al profesor asesor Mgter José Morcillo por su orientación, y a toda persona que el momento en que lo necesité me brindó su incondicional ayuda.

Jalinne I.

## ÍNDICE GENERAL

Resumen en Español and Summary	Páginas.
.....	1

### CAPÍTULO PRIMERO INTRODUCCIÓN

#### A. ANTECEDENTES GENERALES DE LOS BONOS HIPOTECARIOS . 3

- 1 Surgimiento de los Bonos Hipotecarios a Nivel Mundial ..... 3
- 2 Surgimiento de los Bonos Hipotecarios en Panamá ..... 6

#### B. JUSTIFICACIÓN ..... 7

1. Planteamiento del Problema. .... 7
2. Objetivos Generales ..... 7
3. Objetivos Específicos ..... 8
4. Aspectos Metodológicos ..... 8
5. Marco de la Investigación ..... 9
6. Descripción de los Capítulos ..... 10

#### C. DISPOSICIONES LEGALES ..... 13

1. Decreto de Gabinete No. 247 de 16 de julio de 1970 ..... 13
2. Ley No 1 de 5 de enero de 1984, por la cual se Panamá regula el y de adoptan Fideicomiso en otras disposiciones ..... 15

**CAPÍTULO SEGUNDO**  
**LOS BONOS HIPOTECARIOS EN PANAMÁ**

**Páginas**

<b>A. LOS BONOS HIPOTECARIOS</b>	<b>20</b>
1. Definición	20
2. Tipos de Bonos Hipotecarios.	22
3. Tipos de Bienes a Hipotecar	24
4. Emisores	24
5. Características Principales de los Títulos Hipotecarios	26
<b>B. TITULARIZACIÓN VS BURSATILIZACIÓN DE LOS CRÉDITOS HIPOTECARIOS</b>	<b>28</b>
1. Puestos de Bolsa o Intermediarios	31
<b>C. LA CREACIÓN Y UTILIZACIÓN DE LOS BONOS HIPOTECARIOS EN PANAMÁ</b>	<b>33</b>
1. Creación de los Prospectos	33
2. Pasos para colocar los Prospectos en la Bolsa de Valores de Panamá, S A	34
3. Requisitos para la Confección del prospecto Informativo	36
4. Utilización de los Bonos Hipotecarios	37
<b>D. MERCADO DE VALORES EN PANAMA</b>	<b>39</b>
1. Mercado Secundario de Hipotecas	40

		<b>Páginas</b>
<b>E. LA BOLSA DE VALORES DE PANAMA, S.A.</b> .....		<b>42</b>
1	Objetivos de la Bolsa de Valores de Panamá .....	43
2	Funciones .....	44
3.	Requisitos para el registro de Empresas en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A. ....	45
4.	Negociación de los Títulos Hipotecarios Bursatilizados ...	46

### CAPÍTULO TERCERO APLICACIÓN Y ANÁLISIS DE LA ENCUESTA

<b>A. LA ENCUESTA</b> .....		<b>48</b>
1	Definición de los indicadores .....	48
<b>B. APLICACIÓN DE LA ENCUESTA</b> .....		<b>51</b>
1	Hipótesis del Trabajo .....	51
2.	Población y Muestra .....	51
3	Recolección de Datos .....	55
4	Tabulación de Encuesta .....	55
<b>C. RESULTADO POR ÁREA</b> .....		<b>58</b>
1	Concentración de Resultados .....	58

### CAPÍTULO CUARTO CONSTRUCCIONES Y SU FINANCIAMIENTO

<b>A. ANÁLISIS DEL MERCADO DE LA CONSTRUCCIÓN DE 1980</b>		
<b>A 1997</b> .....		<b>67</b>
1.	Construcciones de comercios o no residenciales .....	67
2	Construcción de Viviendas .....	70
3	Financiamiento de la construcción .....	75

**CAPÍTULO QUINTO**  
**BONOS HIPOTECARIOS EN PANAMÁ: RASGOS Y PERSPECTIVAS**

<b>A.</b>	<b>DEFINICIÓN DE COSTOS</b> .....	79
1	Costos y Comisiones involucrados en Transacciones de bolsa	79
<b>B.</b>	<b>ANÁLISIS DE RENDIMIENTOS DE BONOS HIPOTECARIOS VS CORPORATIVOS.</b> .....	81
1	Bono Hipotecario del Banco del Istmo.	81
2.	Prospecto Informativo de Banco Panamericano, S.A	91
	<b>CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES</b> .....	105
	Conclusiones .....	106
	Recomendaciones .....	108
	<b>BIBLIOGRAFÍA</b> .....	109
	<b>ANEXOS</b> .....	112

## INDICE DE CUADROS

<b>N°</b>	<b>DETALLE</b>	<b>Página</b>
<b>I.</b>	<b>Indicadores de la encuesta</b> . . . . .	<b>50</b>
<b>II.</b>	<b>Tabulación de la encuesta</b> . . . . .	<b>56</b>
<b>III.</b>	<b>Concentración de Resultados</b> . . . . .	<b>57</b>
<b>IV.</b>	<b>Inversión de la Industria de la Construcción</b>	<b>69</b>
<b>V.</b>	<b>Permisos de construcción comerciales nuevos por rango expedidos en el distrito de Panamá</b> . . . . .	<b>71</b>
<b>VI.</b>	<b>Permisos de construcción expedidos en el Distrito de Panamá en 1997.</b> . . . . .	<b>72</b>
<b>VII.</b>	<b>Permisos de Construcción Res. Nuevos por rango</b> .	<b>74</b>
<b>VIII.</b>	<b>Préstamos concedidos en el Sistema Bancario Nacional para vivienda y otras construcciones de 1992 a 1995</b> . . . . .	<b>77</b>
<b>IX.</b>	<b>Estados Financiero Banco del Istmo S.A. Balance Generales Consolidados.</b> . . . . .	<b>84</b>
<b>X.</b>	<b>Estados Financieros Banco del Istmo S.A. Estado Consolidado de Resultados</b>	<b>86</b>
<b>XI.</b>	<b>Estados Financieros Banco del Istmo S.A. Estado Consolidado de Flujos de efectivo.</b> . . . . .	<b>87</b>
<b>XII.</b>	<b>Estados Financieros Panabank Balance Consolidados</b> . . . . .	<b>96</b>
<b>XIII.</b>	<b>Estados Financieros Panabank Estado Consolidado de Utilidades</b> . . . . .	<b>98</b>
<b>XIV.</b>	<b>Estados Financieros Panabank Estado Consolidado de Flujos de efectivo.</b> . . . . .	<b>99</b>

<b>XV.</b>	<b>Resumen de Análisis Realizado. . . . .</b>	<b>.104</b>
------------	-----------------------------------------------	-------------

## ÍNDICE DE FIGURAS

<b>N°</b>	<b>DETALLE</b>	<b>Página</b>
1.	GRÁFICA DE TITULARIZACIÓN .....	29
2.	DISEÑO DE CUESTIONARIO .....	52
3.	GRÁFICA DE VARIABLE RENDIMIENTO .....	59
4.	GRÁFICA DE VARIABLE UTILIZACION .....	59
5.	GRÁFICA DE VARIABLE INVERSIONISTAS .....	61
6.	GRÁFICA DE VARIABLE CREDITOS HIPOTECARIOS.	61
7.	GRÁFICA DE VARIABLE EMISORES .....	62
8.	GRÁFICA DE VARIABLE TIPOS DE BIENES. ....	62
9.	GRÁFICA DE VARIABLE RIESGOS .....	63
10.	GRÁFICA DE VARIABLE LEGISLACIÓN .....	63
11.	GRÁFICA DE VARIABLE FIDEICOMISOS .....	65
12.	GRÁFICA DE VARIABLE NEGOCIACIÓN .....	65

## **RESUMEN**

Este trabajo de grado sobre los Bonos Hipotecarios se realizó tomando en consideración todas las fuentes posibles de información incluyendo el internet. Se puede encontrar información sobre la Bolsa de Valores de Panamá, sus funciones y otros detalles importantes que se deben tomar en consideración al tomar la determinación de entrar en el mundo de la negociación de títulos valores. Se realizó una encuesta con la que se determinó que los Bonos Hipotecarios tienen poca participación en la Bolsa de Valores de Panamá, puesto que se considera que tiene un rendimiento regular, que su utilización es igualmente regular. Los inversionistas tienen poco conocimiento aunque se considera que tiene un rendimiento entre regular y poco. Y su negociación es considerada suficiente. Finalmente se hicieron análisis de los rendimientos de Bonos Hipotecarios VS Bonos Corporativos y los resultados demuestran que los Bonos Hipotecarios tienen buenos rendimientos, sólo que se ven en un período más largo que los otros.

## **SUMMARY**

This grade of work about Mortgage Bonds was made taking in consideration all possible source of information including internet. You can find information about Panama stock market, there functions and other details, you can also take in consideration to determine how to enter in this business world of title stocks. The inquiry that was done showed that the mortgage bonds has least participation in Panama stock market, its considered that it has regular efficiency, and the utilization is iqualy regular. The investors has lest knowledge, even thore the efficiency is considered regular or lest. And there business are considered enough. Finally the did analysis of the effiencie of mortgage bonds, vs bonds corporative and the results as demostrated that the mortgage bons have good earnings, but it can be in a long period than corporative bonds.

**CAPÍTULO PRIMERO**  
**INTRODUCCIÓN**

## **A. ANTECEDENTES GENERALES DE LOS BONOS HIPOTECARIOS**

En el tiempo de vida de la Bolsa de Valores de Panamá, muy pocos Bonos Hipotecarios se han puesto a disposición del público, sin embargo, ya se venían ofreciendo estos tipos de valores negociables que tenían muy buena acogida dentro de este tipo de mercado, es decir, que ya era un producto conocido con anterioridad, el cual no se está aprovechando a su cabalidad por lo que es de interés para nuestra investigación

### **1. Surgimiento de los Bonos Hipotecarios a Nivel Mundial**

En Estados Unidos, los prestamistas hipotecarios usaban los préstamos y ahorros adquiridos para otorgárselos a gente que necesitara construir o comprar una casa. Dichos prestatarios pagaban interés que revertían a los depositantes, menos los gastos y algunas veces con ganancias. Las instituciones que se dedicaban a prestar eran simplemente grupos de familias que combinaban sus fondos y se los dejaban a una familia para que usara el dinero para construir su casa. Lo más importante en este caso era el repago en 5 años o menos y el fondo iría a la siguiente familia en turno.

Hoy en día el flujo de fondos es más complicado. Los préstamos y ahorros no son de ninguna manera de los únicos fondos de préstamos hipotecarios y varios prestamistas de cualquier tipo tienen estrictamente una operación local. Los depositantes mueven su dinero nacionalmente así como internacionalmente, para encontrar intereses y préstamos satisfactorios, importan fondos para hacer hipotecas (a través de las ventas de dichas hipotecas en el mercado secundario) para encontrar sus áreas de préstamo.

En Estados Unidos, existen entidades como FHLMC, GNMA, y FNMA, que son oficinas establecidas por el Congreso para proveer productos y servicios financieros que aumenten la disponibilidad y accesibilidad financiera de vivienda para personas de ingresos bajos, moderados y medianos. La última es la más importante, puesto que cuenta con \$351 billones de activos y \$651 billones en valores respaldados por hipotecas en circulación. Es el emisor más grande de deuda de los Estados Unidos, tiene aproximadamente 240,000 dueños accionistas.

En nuestro mundo, podemos encontrar obstáculos que nos avocan a buscar nuevas alternativas para solucionar y evadir dichos obstáculos. Justo después de la segunda guerra mundial los pueblos abatidos y con necesidad de encontrar nuevos flujos de capital, comenzaron a desarrollar nuevos títulos en el mercado de valores, esto se verificó cuando se mejoraron las vías de comunicación y de transporte, haciendo de ésta manera que los intereses fuesen más atractivos.

Uno de los ejemplos más representativos que podemos encontrar es el de Estados Unidos, el cual, al fortalecerse este mercado nuevamente, hizo que crearan instituciones para apoyarlo, siendo hoy día uno de los más relevantes y grandes. Por otro lado el déficit habitacional que cada día iba en aumento exige que se utilicen en su máximo nivel los recursos con que cuenta un país. Y una forma de captar dichos recursos es por medio del mercado de hipotecas, siendo de esta manera un mecanismo financiero distinto a los que se utilizan en la actualidad para obtener recursos monetarios.

Otro país que después de la segunda guerra mundial tuvo sus pinitos en lo que a bonos hipotecarios se refiere fue Colombia, en el cual el Banco Central Hipotecario que fue fundado en 1932, aprovechó que el volumen de liquidez interno se mejoró y llevó a cabo uno de los primeros intentos, con mucho éxito para la captación de recursos del mercado de capitales, obteniendo una cifra importante en relación al tamaño del mercado monetario interno de la época. Desde entonces este banco ha continuado representando una de las principales instituciones captadoras de ahorro en Colombia.

En otros países, como Nicaragua, podemos observar la utilización de Títulos Hipotecarios que tienen un lugar especial dentro de los valores negociables, hasta incluso, se han creado leyes para que haya un tratamiento especial para los Bonos Hipotecarios.

## **2. Surgimiento de los Bonos Hipotecarios en Panamá**

En nuestro país antes de que se creara la bolsa de Valores de Panamá, se llevaba de manera informal un mercado secundario de valores, el cual incluía un tipo de título valor que estaba garantizado por carteras hipotecarias, un ejemplo de lo anterior son los de la Caja de Ahorros que con sus Títulos Hipotecarios, mejor conocidos como Bonos de Ahorro, y los de la Caja de Seguro Social

Estos *Bonos de Ahorro* de la Caja de Ahorros, por lo general, son pagaderos al portador y pagan sus intereses de manera trimestral por medio de sus cupones, además de ser redimibles al vencimiento y mantener su legitimidad en tinta invisible

## **B. JUSTIFICACIÓN**

### **1. Planteamiento del Problema:**

A pesar de que representan un título-valor con grandes garantías, los Bonos Hipotecarios son poco utilizados como mecanismo de financiamiento, ni aún en los tiempos en que nuestro país se encontraba en crisis se utilizaron. Es por esto que surge la siguiente interrogante. ¿Son los bonos hipotecarios un mecanismo lo suficientemente rentable para invertir en ellos? Según la Bolsa de Valores de Panamá, los bonos hipotecarios que se han dado a conocer, representan aproximadamente el 4% del total de las empresas que se encuentran inscritas en dicha Bolsa. Entonces aquí surge otra interrogante ¿por qué es tan bajo el porcentaje de empresas emisoras de los bonos hipotecarios?

### **2. Objetivos Generales:**

Los objetivos generales de esta investigación están encaminados al esclarecimiento de lo siguiente

- a) Definir que son los Bonos Hipotecarios, su creación, bursatilización y negociación

- b) Investigar su utilización como mecanismo de flujo de capital y rentabilidad, en Panamá,

### **3. Objetivos Específicos:**

Entre los objetivos específicos que tiene esta tesis de grado se encuentran los siguientes

- a) Definir los tipos de bienes que pueden ser objeto de la creación de los Bonos Hipotecarios
- b) Los pasos a seguir para colocar estos valores en la Bolsa de Valores de Panamá
- c) Determinar los costos en que incurren los emisores para ofrecer al mercado estos valores negociables
- d) Medir la rentabilidad para los compradores de este tipo de valores

### **4. Aspectos Metodológicos:**

La realización de la investigación se basa en el método descriptivo de la investigación científica, con este método se trata de tener muy claro que los Bonos Hipotecarios son el objeto de Investigación y además de establecer cual es la utilización de los mismos y su presencia en nuestro mercado secundario

Como es sabido este tipo de estudio descriptivo ayuda a la obtención información a cerca del establecimiento de características demográficas de las unidades investigadas, así como también nos ayuda a identificar los comportamientos y actitudes de las personas que tengan relación con los títulos valores, motivo de la investigación

Una vez se determinan e identifican a las personas que se encuentren relacionadas con los Bonos Hipotecarios se puede establecer tendencias o preferencias con respecto a los títulos valores del mercado Este estudio descriptivo nos permite descubrir y comprobar si existe una posible asociación de las variables que se están investigando

#### **5. Marco de la Investigación:**

Por medio del marco conceptual y basados en el marco teórico se dará significado a los términos que tendrán un uso frecuente con las variables que son sujeto de investigación es decir con los Bonos Hipotecarios, y su negociación en nuestro país

Para corroborar la hipótesis medir y el conocimiento, utilización y preferencia por los títulos valores se llevó a cabo una encuesta entre los puestos de bolsas para luego determinar si los Bonos Hipotecarios en realidad son una forma factible y explotable de inversión

Para la recolección de datos se utilizarán las dos fuentes de recolección de datos. Se utilizó la fuente primaria, puesto que se ha tenido contacto con personas enteradas en el tema de los bonos hipotecarios la fuente secundaria también muchas de las cosas aquí expuestas se encuentran tanto en las leyes como en libros y folletos muy relacionados en el tema central de la investigación.

La investigación se realizó dentro de la capital del país, puesto que es aquí en donde se encuentran la mayor parte de los puestos de bolsas de nuestro país.

## **7. Descripción de los Capítulos:**

Esta tesis se caracteriza por contar con cinco capítulos los cuales se puede definir lo siguiente:

El capítulo primero denominado **Introducción** de esta investigación plantea los antecedentes de los bonos hipotecarios seleccionados a nivel mundial y nacional. En este capítulo se presenta además la parte técnica que se utilizó para llevar a cabo una investigación como lo son el propósito, el planteamiento del problema, los objetivos generales y específicos. Se observa el marco de la investigación, así como también se describen los capítulos y su contenido. Por último, este capítulo presenta ciertos elementos importantes sobre aspectos legales que tienen que ver con los Bonos Hipotecarios.

El **capítulo segundo** denominado **Los Bonos Hipotecarios en Panamá** está dividido en cinco partes: la primera es un preámbulo a lo que son los Bonos Hipotecarios, definiéndolos, dando una breve reseña de su evolución y determinando cuales son sus emisores. La segunda parte se habla sobre las diferencias entre la Bursatilización y Titularización de los créditos Hipotecarios. Se presenta además los pasos que se tienen que hacer para colocarlos en la Bolsa de Valores.

La tercera parte muestra una breve reseña de la creación y la utilización de los Bonos Hipotecarios tanto como para los compradores como para sus emisores. La cuarta sección habla sobre el mercado de valores y el mercado secundario de hipotecas. La quinta sección se habla de la Bolsa de Valores de Panamá, S A, su creación su evolución y la negociación de los créditos hipotecarios bursatilizados.

El **capítulo tercero** denominado **Aplicación y Análisis de la Encuesta** se encuentra dividido en tres partes. La primera es la encuesta en sí, en la cual se van a observar las variables que allí propuestas, la segunda parte es la aplicación de la encuesta, allí se verá la hipótesis del trabajo, la población y muestra utilizada y la recolección de los datos y por último la manera de tabulación de dichos datos.

La última sección del tercer capítulo nos muestra los resultados por área es decir, en que variable se encuentra la concentración de datos y se dan además, datos de manera gráfica sobre dichos resultados.

**El cuarto Capítulo denominado Construcciones y su Financiamiento** en donde se presenta el movimiento de la construcción de 1980 a 1997. Además se toma en consideración estadísticas sobre los permisos de construcción.

**El quinto Capítulo denominado Bonos Hipotecarios: Rasgos y Perspectivas** se hace análisis confrontando un Bono Hipotecario emitido con un Bono Corporativo.

## **C. DISPOSICIONES LEGALES**

### **1. Decreto de Gabinete No. 247 de 1970 del 16 de julio de 1970.**

Por medio de este Decreto de Gabinete se crea la Comisión Nacional de Valores y se reglamenta la venta de Acciones en la República de Panamá. Además reglamenta y promueve la venta al público de títulos valores y se toman medidas para proteger a los accionistas minoritarios. Este decreto ha sufrido modificaciones de forma y no de fondo a través de los años y hoy es la base que rige el Mercado de Valores de Panamá.

La Comisión Nacional de Valores tiene personería jurídica y está bajo la supervisión del Órgano Ejecutivo y la de la Contraloría General de la República. Además funciona dentro del Ministerio de Comercio e Industrias.

Entre las atribuciones de la Comisión Nacional de Valores tenemos las siguientes:

- a) Verificar la veracidad de la información que deberán suministrar las sociedades que soliciten autorización de venta al público de valores o fondos mutuos.
- b) Autorizar, negar o suspender la venta al público de acciones o valores.

- c) Coordinar con las asociaciones empresariales, sobre la forma más efectiva y ágil de emisión de valores en la localidad, igual que promover transacciones bursátiles para el crecimiento y desarrollo de la economía
- d) Resolver sobre las solicitudes que se le dirijan sobre los fondos mutuos
- e) Expedir y revocar la licencia a los agentes vendedores de fondos mutuos y de valores
- f) Velar porque se cumplan con las disposiciones legales vigentes sobre valores y fondos mutuos
- g) Examinar, por lo menos una vez al año, los estados financieros que deben presentar las compañías que vendan acciones, valores o fondos mutuos

En este decreto se especifica que la Comisión está conformada por cinco miembros en los que se destacan el Ministro de Comercio e Industrias, el Gerente el Banco Nacional y 3 representantes prominentes de la banca, del comercio y la industria con experiencia comprobada por más de 5 años

También habla de las personas que se encuentran bajo el régimen, las cuales son las que ofrezcan en venta al público sus propias acciones, fondos mutuos o cualesquiera otros valores por medio de los medios publicitarios en el territorio nacional

Se deja establecido que las sociedades que ofrezcan valores al público deberán presentar un prospecto informativo que deberá ser aprobado por la Comisión Nacional de Valores, así como también establece los requisitos que debe llenar una empresa para ser registrada en dicha Comisión

El Título II habla de los Agentes Vendedores de Valores, estableciendo que estas personas cuando sean jurídicas sólo podrán ejercer por medio de personas naturales que actuarán como intermediarios. Les será expedida una licencia para ejercer como corredor de Bolsa y la misma se obtiene por medio de una serie de requisitos que se establecen en el mismo Título

**2. Ley No. 1 de 1984 del 5 de enero de 1984, por la cual se regula el Fideicomiso en Panamá y se adoptan otras disposiciones**

Esta Ley No. 1 en su artículo No. 1 explica taxativamente lo que significa el fideicomiso de la siguiente manera: El fideicomiso es un acto jurídico en virtud del cual una persona llamada fideicomitente transfiere bienes a una persona llamada el fiduciario para que los administre o disponga de ellos en favor de un fideicomisario o beneficiario que puede ser el propio fideicomitente

La naturaleza de los bienes dados en fideicomiso puede ser de carácter presente o de carácter futuro, es decir, de bienes que se tengan en el momento para hacerlos crecer, o de bienes que en un futuro darán buenos rendimientos. Los bienes puestos de fideicomisos pueden constituir todo o parte del patrimonio del fideicomitente, además, no tendrán validez los fideicomisos pactados de forma verbal o implícita, puede ser puro y simple o tener un plazo definido

El fideicomiso trae consigo el emolumento por dicho pacto, salvo que este expresamente escrito que no se pagará por sus servicios al agente fiduciario, esto quiere decir que debe estar pactado el pago, de no ser así, la remuneración será igual a la que se pague usualmente en el domicilio donde constituye el fideicomiso

Los fideicomisos tienen ciertos requisitos que llenar y deben contener ciertos elementos exigidos en el artículo noveno de esta ley No 1 de 1984, los cuales son

- a) La designación completa y clara de fideicomitente, fiduciario y beneficiario**  
Cuando se tratase de beneficiarios futuros o de clases de beneficiados, deberán expresarse circunstancias suficientes para su identificación
- b) La designación suficiente de los fiducianos o beneficiarios sustitutos, si los hubiese**
- c) La descripción de los bienes o del patrimonio o cuota del mismo sobre los cuales se constituye**
- d) La declaración expresa de la voluntad de constituir fideicomiso**
- e) Las facultades y obligaciones del fiduciario**
- f) Las prohibiciones y limitaciones que se impongan al fiduciario en el ejercicio del fideicomiso**
- g) Las reglas de acumulación, distribución o disposición de los bienes, rentas y productos de los bienes del fideicomiso**
- h) Lugar y fecha en que se constituye el fideicomiso**

- i) La designación de un Agente residente en la República de Panamá que deberá ser un abogado o firma de abogados, quien deberá refrendar el instrumento de fideicomiso
- j) Domicilio del fideicomiso en la República de Panamá
- k) Declaración expresa de que el fideicomiso se constituye de acuerdo con las leyes de la República de Panamá

Los bienes dados en fideicomiso tendrán un trato separado a los bienes que posea el fiduciario, el cual puede ser una persona natural o jurídica que además puede tener reemplazo, si así es estipulado en el contrato

Los beneficiarios pueden ser el mismo fideicomitente, otros beneficiarios, sucesores a éste, si así está estipulado puede ser reemplazado, se nombran nuevos, puede ser existente o no, en estos casos el fideicomiso podrá tener efecto en cuanto exista

El fiduciario tendrá que cumplir sus obligaciones desde el mismo momento en que firme el contrato de fideicomiso. Tendrá bajo su responsabilidad todas las acciones y derechos inherentes al dominio, dispondrá de los bienes de acuerdo al establecido en el fideicomiso, será responsable de las pérdidas o deterioro de los bienes dados en fideicomiso. Estará sujeto a las limitaciones impuestas en el fideicomiso. Deberá a su vez rendir cuentas de las gestiones que lleve a cabo por lo menos una vez al año, este o no establecido en dicho fideicomiso

El fiduciario podrá ser removido judicialmente. Una vez extinguido el fideicomiso sin tener beneficiarios, el fiduciario deberá entregar los bienes dados a fideicomiso al Tesoro Nacional.

**CAPÍTULO SEGUNDO**  
**LOS BONOS HIPOTECARIOS EN PANAMÁ**

## **A. LOS BONOS HIPOTECARIOS**

### **1. Definición:**

Los bonos hipotecarios constituyen un tipo de título valor que coadyuva al financiamiento de nuevos proyectos, los mismos están basados en hipotecas y por lo tanto es conveniente pasar a definir lo que es un bono y lo que es una hipoteca.

Un bono es un certificado de deuda que produce intereses, emitido normalmente por medio de series, según el cual el emisor se obliga a pagar el capital en una fecha determinada, por ejemplo cinco años a partir de la emisión, y a abonar intereses de forma periódica (por ejemplo, cada seis meses). Los bonos se distinguen de otros documentos de reconocimiento de deuda por incluir mayores garantías derivadas en gran medida del proceso que deber realizarse hasta llegar el momento de su emisión. En muchas ocasiones, el valor de una emisión de bonos está garantizado por la experiencia de hipotecas sobre activos de la empresa o por avales bancarios. También el cobro de los intereses de los bonos tiene prioridad sobre el pago de dividendos a los accionistas. Los bonos pueden ser nominales o al portador **BARANDIARÁN, R. 1993** en su **Diccionario de Términos Financieros**

Por otro lado **WESTON, F. y BRIGHAM, E.** en su libro **Fundamentos de Administración Financiera** dice que el Bono es un contrato a largo plazo en virtud del cual un prestatario conviene en hacer pagos de intereses y de principal

en fechas específicas al tenedor del bono. Aunque los bonos se han emitido tradicionalmente con vencimientos que oscilan entre 20 y 30 años, en años recientes los vencimientos son más cortos, de 7 a 10 años, se han usado en forma creciente. Los bonos son similares a los préstamos a plazo, aunque una emisión de bonos es generalmente anunciada, ofrecida al público y finalmente se vende a muchos y muy diferentes inversionistas.

Una hipoteca, según **BARADIARON, R.**, ob. Cit es un contrato crédito mediante el cual se registra un derecho de préstamo sobre la custodia de inmuebles, facilitando con ello la utilización de préstamos hipotecarios y su cancelación.

Otra definición de hipoteca es según **ENRIQUEZ PALOMEC, R.**, en su libro **El Léxico del Contador**, la garantía hipotecaria real constituía sobre bienes en el grado de preferencias establecidas por la ley.

Después de tener claro lo que significa una hipoteca procederemos a definir que son los Bonos Hipotecarios. Una emisión de Bonos Hipotecarios está garantizada por un gravamen sobre activos específicos de la empresa, por lo general activos fijos. La propiedad específica que garantizan los bonos se describe en detalle en la hipoteca que el documento legal que da al tenedor del bono un gravamen sobre la propiedad. Al igual que con otros convenios de préstamos garantizados, el valor de mercado de colateral debe exceder el importe de la emisión de bonos por un margen razonable de seguridad. Si la empresa incumple cualquiera de las cláusulas del contrato de emisión de bonos, tiene el poder de ejecutar la hipoteca. En una ejecución de hipoteca el

fideicomisario toma la propiedad y la vende, utilizando los ingresos provenientes de esta operación para pagar sus bonos

Si los ingresos son menores al importe de la emisión que se debe, los tenedores de bonos se convierten en acreedores generales por el importe residual. Una compañía puede tener más de una emisión de bono garantizada por la misma propiedad. Una emisión de bono puede estar garantizada por la misma propiedad. Según **VAN HOME, J.** en su libro **FUNDAMENTOS DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**, una emisión de bono puede estar garantizada por una segunda hipoteca sobre propiedad ya utilizada para garantizar otra emisión de bonos bajo una primera hipoteca. En caso de la ejecución de la emisión de bonos hipotecarios, a los tenedores de bonos de primera hipoteca hay que pagarle el importe total que se les debe antes de que pueda haber alguna distribución a los tenedores de bonos de segunda hipoteca.

En conclusión podemos resumir de las dos definiciones lo siguiente

- a) Son títulos valores emitidos sobre bienes inmuebles
- b) Pagan una tasa de interés fija mensualmente
- c) Están garantizados por los créditos hipotecarios que pertenecen a la sociedad que los emite
- d) Por lo general son bonos a largo plazo

## **2. Tipos de Bonos Hipotecarios**

Por otro lado existen varios tipos de Bonos Hipotecarios a saber

a) **Bonos de Hipotecas Específicas** son los bonos los cuales se le aplica su hipoteca a una propiedad específica únicamente

b) **Bonos de Hipotecas Generales o Corporativas** son aquellos que tienen cobertura sobre toda la propiedad de la empresa incluyendo las adquisiciones futuras, con el propósito de dar garantía amplia reduciendo de ésta manera la tasa de interés que tendrá que pagarse sobre la emisión  
Las hipotecas generales son las siguientes

- **Hipotecas generales Cerradas** Son aquellas en las cuales se emiten bonos garantizados por hipotecas y se emiten otra serie garantizada por la misma propiedad amparándose por la nueva emisión bajo una segunda hipoteca Este hecho hace que la primera hipoteca se cierre Por consiguiente los tenedores de los bonos de la primera emisión amparados por la primera hipoteca están amparados más seguros que los amparados por la segunda hipoteca
  
- **Hipotecas Generales Abiertas** Por medio de este método de admiten una o varias emisiones de bonos por un valor igual o en exceso de la propiedad bajo la misma hipoteca por lo tanto los tenedores tienen iguales derechos en caso de juicio hipotecario, siendo éste método más riesgoso para los inversionistas y por lo regular no se especifica en el contrato

- **Hipotecas Generales Abiertas Limitadas** Se realizan emisiones adicionales sobre las hipotecas de acuerdo a cierto monto específico que por lo general se establece como un porcentaje del costo original de la propiedad pignorada

### **3. Tipos de Bienes a Hipotecar:**

Se pueden llegar a Hipotecar para hacer Bonos Hipotecarios bienes tales como casa o edificaciones terminadas, en el caso de los Bancos que tienen en su haber una cartera de hipotecas. También en el caso de corporaciones que utilizan este tipo de bonos hipotecarios, los propios bienes de la empresa, acompañados muchas veces de pólizas que amparen los bienes hipotecados, fianzas solidarias y fondos de redención para que de ésta manera sea más atractivo el Título Valor

### **4. Emisores**

Los emisores de los Bonos Hipotecarios son por lo general empresas o entidades que tienen carteras hipotecarias, o bien que hipotecan activos para poder llevar a cabo inversiones y otros cometidos requeridos para el buen funcionamiento de las operaciones de dicha empresa. En el caso de las empresas que tienen carteras hipotecarias, a pesar de que cuentan con una entrada mensual de dinero se cuenta con la cantidad completa a largo plazo, lo

que impulsa al emisor crear bonos de éstas hipotecas en un momento dado para tener solvencia y a la vez tener garantía para los inversionistas

**a) Emisores de Bonos Hipotecarios en el Sector Privado:**

Al investigar sobre estos bonos se ha podido constatar que este tipo de valores negociables son utilizados por varias empresas que promueven varias inversiones en las que involucran los bonos hipotecarios para el financiamiento de las mismas, sobretodo las inmobiliarias, constructoras, y otros, así como las entidades bancarias para la re-utilización de los fondos que queden sin movimiento que no tiene rentabilidad

Entre los prospectos encontrados dentro de la Bolsa de Valores de Panamá se pueden mencionar Enafin Internacional, S A , Grava, S A , Otoman Investment Corp , Chase Manhattan Bank, Banco del Istmo, entre otros

**b) Emisores de Bonos Hipotecarios en el Sector Público:**

Las emisiones dadas en el sector público se pueden verificar en las siguientes Entidades a saber Caja de Seguro Social y la Caja de Ahorros Estas emisiones son negociadas fuera de la Bolsa de Valores de Panamá, S A , se llevan a cabo hace años y tienen buena acogida entre de los compradores

## 5. Características Principales de los Títulos Hipotecarios

Entre las características más importantes que poseen los títulos hipotecarios podemos encontrar las siguientes

- a) **Titularidad:** deben ser al portador o a la orden, puesto que deben ser de fácil transferencia lo cual facilita su negociación en el mercado
  
- b) **Denominación** las denominaciones dependen en gran parte a las necesidades de efectivo que tenga en ese momento la entidad que lo emite, por lo general es mayor a las cantidades ofrecidas en garantía o respaldo de los créditos los cuales deben guardar un margen en cuanto al total de la obligación
  
- c) **Interés** en ningún momento podrá ser superior al de las hipotecas que le sirven de garantía. Dichos intereses pueden ser fijos o variables lo cual se concretiza en el momento de la emisión. Además, pueden ser trimestrales, semestrales o cualquier otro según lo que tenga dispuesto a la emisora. Son pagaderos al portador o por la presentación del documento
  
- d) **Plazo y liquidez** En este caso el plazo es fijado por las características que tenga el mercado en el momento de la emisión teniendo en cuenta que no deben sobrepasarse la de los créditos que sirven de garantía. Estos valores se encuentran garantizados por la cartera global. Deben emitirse a

mediano y a largo plazo para que satisfagan las expectativas del desarrollo del mercado. El emisor tendrá la opción de redimirlos anticipadamente.

**e) Exenciones Tributarias** Gozan de exenciones en las ofertas públicas reguladas por la Comisión Nacional de Valores a saber:

- Exención del impuesto sobre la renta, sobre la ganancia de capital
- Exención del impuesto de intereses pagados

**f) Garantía** está constituida por la cartera hipotecaria total o parcial sin individualizar y debidamente expresada en la emisión.

Por lo general se establece un fondo de amortización por el cual se conoce el vencimiento promedio de las hipotecas, de manera que el flujo de efectivo fuera suficiente para crear el fondo igual al principal de cada título, protegiendo de esta manera la liquidez de la institución emisora.

## **B. TITULARIZACIÓN VS BURSATILIZACIÓN DE LOS CRÉDITOS HIPOTECARIOS:**

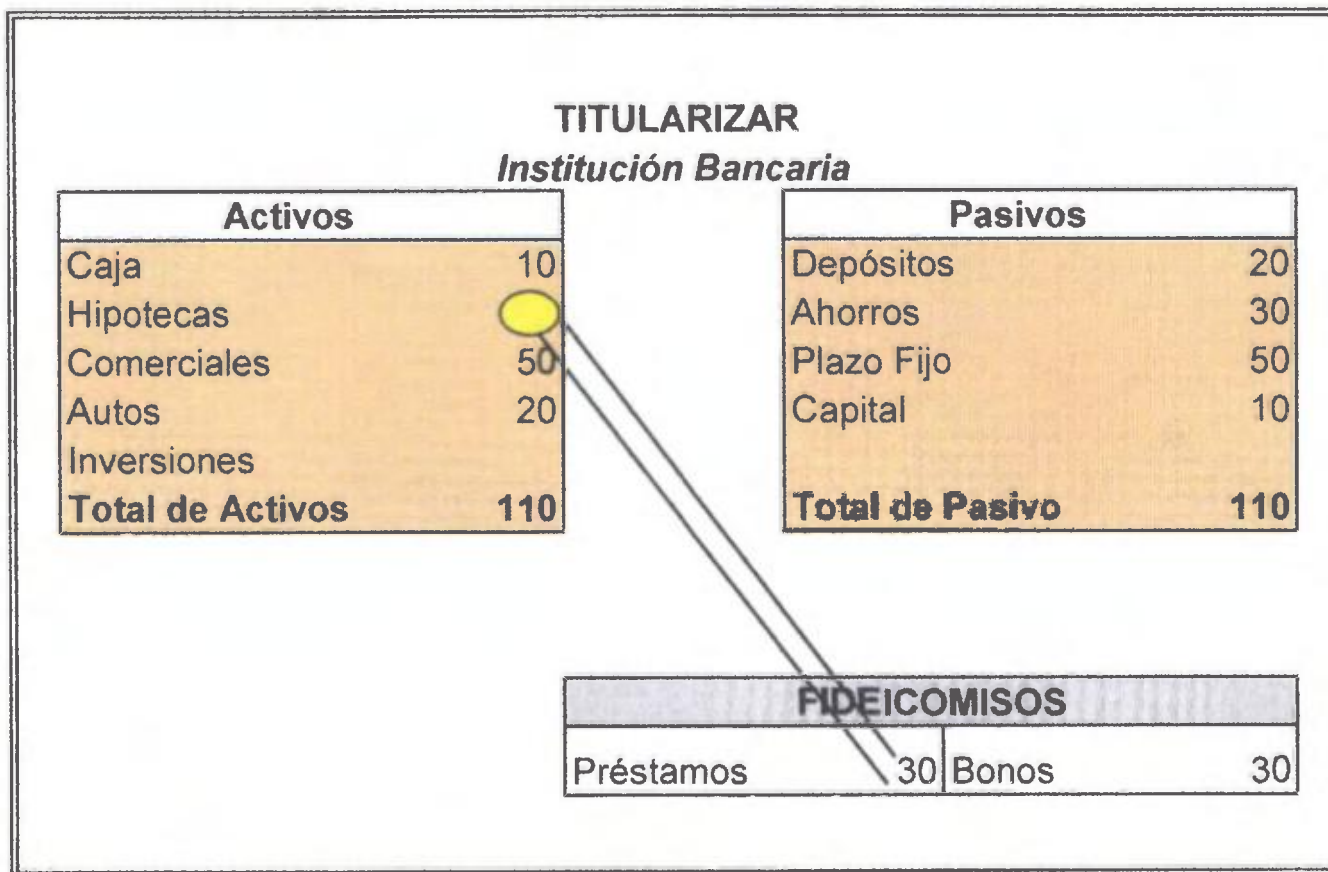
Al hablar de titularización y bursatilización nos referimos a términos netamente financieros y aunque tiene cierto parecido en su significado no son iguales, por lo tanto creemos conveniente exponer su el significado de cada una.

**Titularización** Es el proceso de transformar las carteras hipotecarias en títulos valores, los cuales pueden o no estar inscritos en la Bolsa de Valores teniendo una circulación limitada. (Fig 1)

**Bursatilización** según FABOZZI, F. y otros. 1996 en su libro **Mercado e Instituciones Financieras**, es el proceso en que se involucra la recolección o agrupación de préstamos y venta de valores respaldados por estos préstamos. Este sistema es radicalmente diferente al tradicional para financiar la adquisición de activos, que llama a un intermediario financiero tal como una institución de depósito o compañía de seguros.

Consiste en inscribir títulos en las Bolsas de Valores buscando de esta manera que tengan una amplia circulación y por consiguiente una alta liquidez. Es importante considerar que al bursatilizar los créditos hipotecarios se tiene relación estrecha con la Bolsa de valores, por esto se considera que la bursatilización es más eficiente y esta más relacionado con el tema que nos

FIGURA 1



compete en este trabajo. A continuación se expondrá ciertos elementos que influyen en la bursatilización.

Dentro de los requisitos indispensables para llevar a cabo la bursatilización se encuentran el mismo título bursátil y los posibles clientes que pudiera tener. Para que la cartera sea bursatilizada se debe tomar en cuenta el resultado que pueda tener, es decir que requiere de análisis preliminares que nos indiquen que resultado se puede tener con este tipo de inversión. No podemos ignorar el hecho de que la bursatilización trae como resultados obligaciones, riesgos y ganancias.

Las obligaciones por lo general tienen las siguientes características, son a largo plazo, requieren de operaciones de servicio, cobranza, reestructuración, ejecución y cancelación, mientras que los riesgos pueden también ser la actuación del gobierno, los seguros que pueden tener el mejoramiento del crédito, las asignaciones, quiebra o bancarrota.

En el caso de instituciones bancarias con carteras para Bursatilizar, se necesitan los siguientes elementos:

- a) Contratos Legales
- b) Historial de Prepago en los últimos años
- c) Características similares tales como
  - Que sea residencia Principal
  - Buena experiencia
  - Tasa Variable

- Relación Avalúo/préstamo mejor al 85%
- Préstamo en la ciudad de Panamá.

Según **FABOZZI, F. y otros, Ob. Cit.** Los beneficios para los emisores son:

- a) Obtención de un menor costos de los fondos
- b) Uso más eficiente de capital
- c) El manejo de un crecimiento rápido de cartera
- d) Mejora el rendimiento financiero
- e) La diversificación de las fuentes.

Y los beneficios para los inversionistas son

- a) Está respaldado por un grupo de préstamos diversificados
- b) Hay mejora del crédito

#### **1. Puestos de Bolsa o Intermediarios:**

Es la persona capacitada para realizar el intercambio de algo deseado ofreciéndole algo a cambio, es un corredor, el que por oficio interviene en ajustes y compras y ventas de todo género de cosas. Los comerciantes de la bolsa se conocen como Agentes o Corredores de Bolsa y sus funciones son similares a las de cualquier intermediario del mercado, es decir que tiene una relación entre los compradores, obteniendo de esta manera los precios más convenientes para ambas partes. Los intermediarios poseen puestos dentro de

la bolsa de valores, y cuando actúan como compradores se les conoce como el puesto comprador y cuando actúan como vendedores se les conoce como el puesto vendedor

Según folleto **¿QUÉ ES LA BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ?** Las transacciones de Bolsa se llevan por intermediación de éstas personas quienes con previa autorización de la Bolsa les ha concedido el derecho previo para la compra y venta y venta de valores, es decir, sea un puesto o ser Miembros de Bolsa. Estos miembros de bolsa son personas jurídicas y deben cumplir con los siguientes requisitos

- Dedicarse única y exclusivamente a la negociación de los valores en la Bolsa
- Tener como representante a la negociación de valores en la bolsa
- Tener como representante legal o apoderado general a un Corredor de Valores autorizado por la Comisión Nacional de Valores
- Contar con un capital pagado no mayor de 100,000 00 dólares y ser propietario de 250 acciones de la Bolsa de Valores de Panamá
- Ser beneficiario de las pólizas de fidelidad y cumplimiento que exija la bolsa

Según el Decreto de Gabinete 247 de 1970 los agentes vendedores deben tener licencia a su nombre o en representación de personas jurídicas que estén debidamente facultadas por una empresa para ofrecer en venta valores al público

## **C. LA CREACIÓN Y UTILIZACIÓN DE LOS BONOS HIPOTECARIOS EN PANAMÁ**

### **1. La Creación de los prospectos:**

A continuación se hará referencia a la creación de los prospectos para una entidad financiera o banco.

Dentro de los activos de un banco se encuentra el rubro de las hipotecas el cual constituye, por lo general, una cartera muy significativa dentro del mismo. Al tomar la decisión de titularizar las hipotecas que se posee, se debe tomar en consideración lo efectivo del repago de dichas hipotecas, es entonces que se seleccionan las mejores las cuales pasan a constituir el grupo que se va a utilizar para ser colocadas en la bolsa de valores. Cuando se habla de las mejores, se tiene claro que se trata de las que se repagan en el momento justo, las de los inmuebles que cuentan con una posición geográfica buena y que son realmente atractivos.

Hay ocasiones en que las hipotecas están basadas en la propiedad de la entidad que decide hacer el bono o en terrenos en los cuales después se edifica y la edificación constituye parte de la hipoteca

## **2. Pasos para colocar los prospectos en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A.:**

Para la colocación de los prospectos se debe tener en consideración que los mismos tiene que llenar ciertos requisitos exigidos por la Comisión Nacional de Valores

Los requisitos exigidos por La Comisión Nacional de Valores son

- a) Una carta en la que se solicite el registro de la emisión de los valores
- b) Información general de la empresa la cual consiste en una descripción general de la empresa en la que se resalten las actividades que generen más del un diez por ciento de los ingresos, los principales productos y servicios ofrecidos, hacer referencia sobre los clientes que generen más del veinte por ciento de los ingresos, si tienen otras emisiones públicas en circulación, el no de empleados, si tienen sindicatos, y las convenciones colectivas, datos biográficos de los Directores y Ejecutivos, el impacto de la emisión "antes" y "después" En cuanto a la industria la información más importante es la evolución general de la misma y su crecimiento, las legislaciones y factores críticos, y los principales competidores y su naturaleza de la competencia
- c) Debe anexar el pacto social y todas las enmiendas que tuviese
- d) Los Estados Financieros debidamente auditados
- e) Incluir el proyecto del prospecto a emitir
- f) Contratos
- g) Copia de los prospectas que se pretenden vender

- h) Una carta con la opinión de los abogados
- i) Resolución de autorización otorgada por la Comisión Nacional de Valores

Los prospectos informativos deben poseer información lo suficientemente verás para que sea atractivo al inversionista, debe tomarse en cuenta que dicha información va a ser pública, debe ser transparente e independiente. Dentro de la información mayormente requerida se encuentran los Estados Financieros, los agentes de pago y transferencia, las garantías y respaldos con que cuenta, el uso o finalidad de los dineros que con dicha emisión se recauden, la manera en que se van a distribuir los valores, si la empresa en la actualidad posee litigios legales pendientes, los consultores y asesores que posee, la relación y afiliación de las partes, la ley a las cuales es aplicable la emisión y alguna otra información adicional.

En cuanto a los estados financieros deben tener un dictamen de contadores públicos autorizados independiente, debe ofrecer información financiera suficiente para los inversionistas basadas en los principios de contabilidad generalmente aceptados. Los estados financieros requeridos deben ser los 3 últimos años y son los siguientes: Balance General, Estado de resultados, Estado de Capital y el Estado de Cambios en la posición financiera. Es imprescindible que sea anexo estados financieros de por los menos los 4 últimos meses antes de la emisión.

### 3. Requisitos para la Confección del Prospecto Informativo:

- a) Hecho de forma clara, concisa y comprensible
- b) Se puede incluir información publicitaria, gráficas, mapas, fotos, etc
- c) Portada incluyendo nombre del emisor, fecha de constitución, Tomo-Folio-Ficha asignado en el Registro Público
- d) Características generales de la emisión número de valores para la venta, precio, tasa de interés, periodicidad de pago de intereses, nominativos o al portador
- e) Resolución NO 299 de 1987 donde se detalla la garantía de la emisión  
En el caso de contar con una garantía personal o real, ésta debe detallarse previa la siguiente frase *Garantizada por*
- f) Si la emisión no está garantizada, la frase correspondiente serán *Garantizada por el crédito general de la empresa*
- g) Incluir la leyenda en resaltado Estos valores han sido autorizados para su venta por la Comisión Nacional de Valores Esta Autorización no implica que la Comisión recomiende sobre las perspectivas del negocio Incluir cuadro con la información pertinente y el siguientes formato
  - Columna con el Título o Valor
  - Columna con el precio unitario al público
  - Columna con el porcentaje de comisión al distribuidor y la cantidad
  - Fecha de impresión del prospecto

- Índice de la información presentada, inmediatamente después de la portada
- Descripción del emisor y negocio

## **2. La utilización de los Bonos Hipotecarios:**

### **a) Por los Emisores**

Para los emisores es muy importante que lleve a cabo la venta de los Bonos Hipotecarios, puesto que los fondos adquiridos pueden ser utilizados para

- Fomentar el mercado de Títulos valores a largo plazo con excedentes de títulos de liquidez
- Para proporcionar a las entidades financieras, específicamente los bancos no hipotecarios, la manera de llenar los requisitos exigidos por las leyes bancarias de nuestro país que solicitan que se tenga un 50% de activos hipotecarios
- Para hacer nuevas inversiones, ya sean operativas o hipotecarias dentro de la empresa con los flujos recibidos de la venta de dichos Títulos, los cuales proporcionan nuevas entradas. Este proceso ayuda a eliminar las hipotecas de los libros, permitiéndoles hacer préstamos a tasas más bajas de interés

### **b) Por los Compradores:**

Que por lo general son inversionistas que lo que desean es tener alguna rentabilidad sobre los dineros que inviertan en dichos títulos valores. Por lo

general estos Titulos valores son a largo plazo, por lo que el inversionista no verá su inversión sino al cabo de un considerable período de tiempo, entonces, es aquí que toma la decisión si es o no conveniente volver a vender en el mercado secundario dicho bonos Hipotecarios. A diferencia de otros títulos Valores, los Bonos Hipotecarios poseen una garantía real tangible amparada por la cartera hipotecaria del emisor.

## **D. MERCADO DE VALORES EN PANAMÁ:**

El mercado de valores de Panamá se caracteriza por la emisión y venta por las empresas de títulos valores de deuda de mediano y largo plazo, es decir de tres o más años. La finalidad de estos títulos es por lo general la de financiar proyectos de ampliación, determinadas operaciones comerciales, construcciones de viviendas y para la reestructuración de pasivos.

Entre los instrumentos utilizados por las empresas podemos encontrar los fideicomisos y las fianzas solidarias. Los fideicomisos se utilizan frecuentemente como un respaldo a los tenedores de los títulos de deuda y así hacer más atractiva la compra de bonos. El fideicomiso es un acto jurídico en virtud del cual una persona llamada fideicomitente transfiere bienes a una persona llamada fiduciario, el cual por lo general es un banco, para que administre o disponga de los bienes en favor de un fideicomisario que en este caso son los tenedores de títulos valores.

Las fianzas solidarias son utilizadas para garantizar el pago de la deuda de la empresa emisora de los títulos valores.

Con la creación de la Bolsa de Valores el mercado de valores panameño ha empezado a educarse poco a poco en el beneficio que representa el emitir y el comprar los títulos del mercado primario y secundario de valores. Cada año que transcurre se puede notar el aumento en las negociaciones en la Bolsa de Valores de Panamá.

A diferencia de otros mercados, en Panamá las transacciones tanto del mercado primario como del mercado secundario, se realizan principalmente a través de bolsa

### **1. Mercado Secundario de Hipotecas:**

Cuando se habla del mercado secundario de hipotecas se hace referencia a una variedad de modalidades mediante las cuales los intermediarios financieros buscan movilizar un activo productivo de largo plazo, como los créditos hipotecarios y de esta manera tener recursos nuevos para llevar a cabo inversiones

Hace menos de tres décadas se viene tratando el tema del mercado secundario con resultados relativos. Para considerar de una manera realista un mercado hay que hacer investigaciones encaminadas a verificar las condiciones en el entorno económico, y si las carteras hipotecarias se encuentran dotadas de características que atraigan a ese entorno

Para llevar a cabo la construcción de un mercado secundario de hipotecas se necesita tomar en consideración ciertos elementos del entorno económico a saber

- a) El entorno macroeconómico predecible y estable:** es decir que el inversionista pueda tomar alguna decisión en base a su entorno para evaluar la relación riesgo-renta de la operación que lleve a cabo, y esto sólo

se logra si se tiene algún margen de predecibilidad de la evolución de la economía

- b) Existencia de ahorro/ inversión de Largo Plazo:** El ahorro que se hace al largo plazo no nace con vocación habitacional, es por esto que los intermediarios juegan un papel importante, puesto que deben tener la habilidad de colocar el papel hipotecario y convertirlo en realidad
- c) Calidad de la Cartera:** La credibilidad de un papel hipotecario dependerá de la percepción de riesgo en el crédito que soporta el papel emitido, esto de la calidad de la cartera. Esta calidad se manifiesta en dos niveles, en el de la operación de mercado o crédito y en la solvencia y credibilidad de la institución financiera que lo administra

## E. LA BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ

El intercambio de valores en nuestro país es tan viejo como la configuración de la República misma. Se llevaba en manera informal y por consiguiente adolecía de los elementos necesarios para su organización y no ofrecía información transparente a las personas que estaban en este tipo de mercado. En esta época era ignorado el mercado de capitales, puesto que tomaba auge el Centro bancario que tenemos en la actualidad, el cual saciaba las necesidades que se poseía con abundante y dinámico mercado de dinero que hacía evidente la necesidad de crear el concepto más tradicional de fomentar la generación interna de capital mediante mecanismos de mercado ya que anteriormente el financiamiento de las necesidades de capital proveía en gran medida de las entidades multinacionales de crédito. En ésta década se hicieron intentos por parte de un grupo de aseguradoras los esfuerzos por establecer una Bolsa de Valores, sin embargo el crecimiento y desarrollo que poseía la banca panameña era avasallador y por consiguiente las empresas privadas encontraban más cómodo el financiarse por medio de este sistema bancario, haciendo innecesario la creación de la Bolsa de Valores.

Debido a los altos niveles de endeudamiento externo y a un pobre desarrollo económico hubo una reducción de ofertas de financiamiento por parte del sistema financiero internacional hacia los gobiernos de Latinoamérica. Así mismo, la pasada crisis política y económica por la cual atravesó el país en 1987 y 1989 dieron como resultado que el mercado de valores informal adquiriera

importancia como medio de intermediación financiera. Por otra parte los ahorristas o inversionistas que hasta la fecha venían invirtiendo todos sus activos líquidos en depósitos bancarios, ya sea por seguridad o por falta de alternativas tendrían la oportunidad de diversificar dicha inversión en títulos de crédito o de propiedad emitidas ya sea por la empresa privada o por el Gobierno Nacional.

Es por esta razón un grupo de empresarios decidieron realizar el proyecto de crear la primera Bolsa de Valores en nuestro país.

#### **1. Objetivos de la Bolsa de Valores de Panamá:**

El objetivo principal que tiene la Bolsa de Valores es promover el intercambio legal de valores privados y públicos, tomando en cuenta las más estrictas normas de ética comercial y profesional. Otros objetivos de la Bolsa de Valores son:

- a) Promover una mayor participación de las personas en el mercado de valores
- b) Proporcionar la estructura física y la infraestructura necesaria para llevar a cabo la negociación de valores
- c) Reglamentar el funcionamiento de las negociaciones de valores que se lleven a cabo en La Bolsa
- d) Informar al público, acerca de las cotizaciones y operaciones de valores celebrados en La Bolsa

- e) Mantener un archivo, abierto al público inversionista, con la información financiera de las empresas inscritas en La Bolsa

## **2. Funciones:**

Entre las funciones de la Bolsa de Valores podemos mencionar

- a) Establecer un mercado continuo para la compra y venta de valores, o sea como aquel en el cual el inversionista pueda comprar o vender sin interrupción, a precios de mercado establecidos por el equilibrio entre la oferta y la demanda
- b) Facilitar la realización de operaciones de compra y venta de valores
- c) Canalizar el ahorro nacional hacia la inversión
- d) Lograr la óptima asignación de los escasos recursos productivos hacia donde puedan ser mejor usados
- e) Informar al público sobre las cotizaciones y operaciones de valores celebradas en la Bolsa

Para el efectivo funcionamiento de la Bolsa de Valores es necesario contar con determinados factores, tales como

- Sistema basado en un régimen de propiedad privada, con un esquema de libre mercado
- Leyes, Decretos y Regulaciones que eviten el fraude y la manipulación
- Amplitud y dispersión de la formación sobre la emisión de títulos
- Estandarización y ordenación de las Normas Contables

- Formación de indicadores
- Que los títulos negociados sean los más homogéneos y estandarizados posibles
- Un eficiente y ágil proceso de compensación y liquidación

**3. Requisitos para el registro de Empresas en la Bolsa de Valores de Panamá, S.A.:**

Los requisitos exigidos por la Comisión Nacional de Valores para el registro de empresas en la Bolsa de Valores de Panamá, S A son los siguientes

- a) Información general de la sociedad
- b) Lista de Directores, Dignatarios y ejecutivos principales de la sociedad
- c) Datos biográficos de los Directores, Dignatarios y Ejecutivos Principales de la sociedad
- d) Estructura de Capital Social
- e) Listados y fotocopia de los Títulos de créditos y acciones de la sociedad que tiene emitidos y en circulación y los nombres y firmas de las personas autorizadas para otorgar los mismos
- f) Copia del Pacto Social, de los estatutos y sus respectivas reformas, si las hubiera
- g) Certificado del Registro Público haciendo constar la existencia de la sociedad y los nombres de sus directores y dignatarios

- h) Resolución de la Junta Directiva o de cualquier otro organismo competente autorizando la solicitud de la inscripción
- i) Copia auténtica del Registro de la Empresa ante la Comisión Nacional de Valores, cuando ello fuera el Caso
- j) Lista de tres referencias Bancarios y/o comerciales
- k) Cheque por la suma de US\$ 250 00 para cubrir los gastos de inscripción

#### **4. Negociación de los Títulos Hipotecarios Bursatilizados:**

La Bolsa de Valores abre todos los días hábiles las Sesiones Bursátiles las cuales se llevan a cabo en el Corro de la Bolsa o en el Salón de los Remates Aquí se reúnen los Agentes de Bolsa o Intermediarios representando a sus clientes ya sea para comprar o vender los Títulos, según las instrucciones recibidas

La compraventa se hace a VIVA VOZ para que todos los corredores la conozcan Lo que se pregone se van anotando en un tablero donde quedan sujetas a pujas y repujas

Si durante un minuto algún corredor ofrece un mejor precio de compra o uno de venta, las operaciones se rematan al mejor postor

Las transacciones cerradas son revisadas y firmas por un funcionario de la Bolsa que funge como Director del Corro, autorizando así las liquidaciones de las mismas

**CAPÍTULO TERCERO**  
**APLICACIÓN Y ANÁLISIS DE LA ENCUESTA**

## A. ENCUESTA

Se ha utilizado en esta investigación la escala de Likert, que según **HERNANDEZ SAMPIERI, R. y otros 1998**, en su libro **METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN** se construye generando un elevado número de afirmaciones que califiquen al objeto o actitud y se administran a un grupo piloto para obtener las puntuaciones que del grupo de cada afirmación. Este método de encuesta consiste en elegir entre 5 posibles opciones o respuestas de la preferencia del encuestado. El formato se diseña sobre la base de 10 variables escogidas al azar por el investigador de esta tesis de grado. Se basa primordialmente en 20 indicadores redactados para el diseño de la encuesta. Cuadro I. Esta encuesta tiene los siguientes objetivos

**Distinguir** cuales son los bienes que pueden utilizarse para la preparación de un bono hipotecario.

**Definir** en que se utilizan los Bonos Hipotecarios y el rendimiento que tienen para los compradores.

**Identificar** el por qué los bonos hipotecarios no son tan utilizados en titularizaciones en la Bolsa de Valores de Panamá

### 1. Definición de los indicadores:

- a) *Rendimiento*: Con este indicador se persigue adquirir información sobre la satisfacción que tienen las personas que invierten en los Bonos Hipotecarios.

- b) *Utilización*: Se refiere a la manera en que los emisores van a emplear el recurso obtenido por la venta de los Bonos Hipotecarios
- c) *Inversionistas*: Se refiere a si los inversionistas son nacionales o extranjeros
- d) *Créditos Hipotecarios*: Son los créditos hipotecarios utilizados, elegibles y que se hace cuando no lo son
- e) *Emisores*: Se refiere a que si los emisores en su mayoría son entidades estatales o privadas
- f) *Tipos de bienes*: Se toma en consideración si los bienes a utilizar en este tipo de valores son bienes hipotecados o bienes que se encuentre en construcción
- g) *Riesgo*: Se desea saber si al invertir en Bonos Hipotecarios los riesgos son menores o no lo son.
- h) *Legislación*: Esto es si la legislación que autoriza a este tipo de valores negociables es conocida o no
- i) *Fideicomisos*: Se persigue saber si los fideicomisos del extranjero son considerados como los nacionales para la configuración de los Bonos Hipotecarios
- j) *Negociación*: Si los inversionistas tienen conocimiento y buscan el momento en que se anuncia la negociación y si además se dan de este tipo de ofrecimientos de seguido

## CUADRO I: INDICADORES DE LA ENCUESTA

Variables		Indicadores	
1	Rendimiento	01	Alto
		11	Bajo
2	Utilización	02	Financiamiento
		12	Inversión
3	Inversionistas	03.	Nacionales
		13	Extranjeros
4	Créditos Hipotecarios	04	Residenciales
		14	Inmuebles en construcción
5	Emisores	05	Empresas Públicas
		15	Empresas Privadas
6	Tipos de Bienes	06	Elegibles
		16	No elegibles
7	Riesgos	07	Altos
		17	Recuperación de la Inversión
8	Legislación	08	Que Contemplan
		18	Relacionados
9	Fideicomisos	09	En el extranjero
		19	Nacionales
0	Negociación	10	Ofrecimiento
		20	Compra

**FUENTE:** Por la autora de la investigación.

## **B. APLICACIÓN DE LA ENCUESTA**

### **1. Hipótesis del trabajo:**

Definición de Hipótesis. Según **HERNANDEZ SAMPIERI, R. y otros** ob. Cit, en su libro **METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN** las hipótesis indican lo que estamos buscando o tratando de probar y pueden definirse como explicaciones tentativas del fenómeno investigado y formulado a manera de proposiciones

La hipótesis de este trabajo es la siguiente. *Son pocos los Bonos Hipotecarios emitidos y negociados en la Bolsa de Valores de Panamá, puesto que aunque tienen garantías hipotecanas su rentabilidad es poco atractiva para los inversionistas.*

### **2. Población y Muestra:**

#### **a) Población:**

Una población es la unidad con ciertas características específicas a las cuales se le va a medir, para esclarecer el problema que se está investigando.

La encuesta estuvo dirigida a los Puestos de Bolsa o Intermediarios, puesto que ellos pueden aclarar la hipótesis anteriormente expuesta, por el hecho de ser intermediarios del proceso de negociación de éstos valores. Es decir que son compradores y vendedores de títulos valores, entre éstos los Bonos Hipotecarios

## FIGURA 2

### DISEÑO DE CUESTIONARIO

UNIVERSIDAD DE PANAMÁ  
FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS Y CONTABILIDAD

#### AL BURZATILIZAR CRÉDITOS HIPOTECARIOS

En la encuesta se presenta a continuación se encuentran veinte preguntas sobre algunos aspectos que usted conoce, por lo cual se le solicita que califique con la finalidad de detectar, analizar ciertos aspectos sobre los Bonos Hipotecarios

Para que la encuesta se realice de la manera más objetiva posible, necesitamos que tenga un alto grado de espíritu de honestidad, al momento de contestarla

#### *Instrucciones*

Lea cuidadosamente cada una de las preguntas y decida cual es la respuesta que esté más acorde con lo vivido en la actualidad con respecto a los Bonos Hipotecarios, luego proceda a calificarlo de acuerdo a la siguiente tabla.

- No. 1. Encierre en un círculo el número 1 cuando usted considere que la respuesta es Nada, es decir, no tiene relación con lo que se pregunta
- No. 2 Encierre en un círculo el número 2 cuando usted considere que la respuesta es Poco, o sea, cuando lo que se le pregunta tenga cierta relación con los que se le pregunta
- No. 3 Encierre en un círculo el número 3 cuando usted considere que la respuesta es Regular, o sea, cuando lo hechos que se le preguntan se den de manera regular
- No. 4. Encierre en un círculo el número 4 cuando usted considere que la respuesta es Suficiente, o sea, cuando tenga suficiente relación con lo que se le pregunta
- No. 5 Encierre en un círculo el número 5 cuando usted considere que la respuesta es Mucho, o sea, cuando tenga mucha relación con lo que se le pregunta.

**AL BURSATILIZAR BONOS HIPOTECARIOS:**

01 Considera que los Bonos Hipotecarios Ofrecen alto rendimiento para los inversionistas	1	2	3	4	5
02 La utilización de los fondos obtenidos es para financiamiento de sus operaciones	1	2	3	4	5
03 Considera que el inversionista nacional está documentado sobre estos valores negociables	1	2	3	4	5
04 Los créditos residenciales representan una cartera importante para su negocio	1	2	3	4	5
05 Tiene conocimiento de Bonos Hipotecarios emitidos por el alguna entidad del gobierno nacional	1	2	3	4	5
06 Sabe cuales son los créditos hipotecarios elegibles para la bursalización	1	2	3	4	5
07 Considera que los Bonos Hipotecarios representan un alto riesgo para el inversionista	1	2	3	4	5
08 Tiene conocimiento de la existencia de leyes que contemplen disposiciones sobre los Bono Hipotecarios	1	2	3	4	5
09 Cree que se pueden utilizar fideicomisos en el extranjero para avalar los Bonos Hipotecarios nacionales	1	2	3	4	5
10 Sabe si a menudo se hacen ofrecimientos de Bonos Hipotecarios en la Bolsa de Valores	1	2	3	4	5
11 Considera que el rendimiento es bajo al tratarse de títulos valores a largo plazo	1	2	3	4	5
12 Cree que por lo general se utilizan los flujos obtenidos para promover proyectos de inversión	1	2	3	4	5
13 Considera que los Bonos Hipotecarios tienen acogida por los inversionistas extranjeros	1	2	3	4	5
14 Sabe si tiene una considerables acogida los Bonos Hipotecarios promovidos para inmuebles en construcción	1	2	3	4	5
15 Ofrecen mejores garantías las inversiones de empresas privadas	1	2	3	4	5
16 Sabe el tratamiento que se le dan a los créditos ya bursalizados y que se convierten en no elegibles	1	2	3	4	5
17 Cree que con los Bonos Hipotecarios tiene una pronta recuperación de la inversión	1	2	3	4	5
18 Tiene conocimiento de las legislaciones que están relacionadas con los Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5
19 Cree que han prevalecido los fideicomisos nacionales para este tipo de Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5
20 Considera que los inversionistas tienen un conocimiento suficiente para comprar los Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5

Dentro de la Bolsa de Valores se pueden identificar **17 puestos de Bolsa**, los cuales representan la población o universo al que se puede investigar

**b) Muestra:**

Según **HERNANDEZ, SAMPIERI R. y otros, Ob. Cit. 226**, el tipo de muestra utilizada es la **no probabilística** a la cual también se le llama a las muestras dirigidas las cuales suponen un procedimiento de selección informal y un poco arbitrario, y dependen de la decisión del investigador o grupo de encuestadores

La muestra a utilizarse en este trabajo es la denominada muestra de expertos, por la cual en ciertos estudios se necesita la opinión de sujetos expertos en un tema en específico

Para la realización de esta encuesta se utilizaron **7 de los 17** intermediarios que tiene la bolsa de valores los cuales representa el 41% de la población o universo, lo cual se considera un porcentaje razonable para cumplir con el cometido de esta encuesta e investigación

El diseño muestral se presenta con la siguiente fórmula

$$n / N \times 100 = \%$$

**En donde: n = No. de encuestados**

**N = Población**

**Entonces Reemplazando se tiene:  $7 / 17 \times 100 = 41\%$**

### **3. Recolección de Datos:**

La recolección de los datos se realizó en el área capitalina que es en donde se encuentran los intermediarios o puestos de Bolsa. Se realizó de manera auto-administrada que consiste en entregar la escala al encuestado y éste marca respecto a la afirmación de la opción que mejor describe su reacción o respuesta. Luego de recolectadas todas las encuestas se procedieron a tabular cada una de las respuestas.

### **4. Tabulación de la Encuesta:**

En el Cuadro II se aprecia el esquema con que se tabuló cada una de las preguntas, se observa que la primera columna se encuentra el número de la pregunta de la encuesta, las columnas subsecuentes muestran las cantidades obtenidas en cada una de las respuestas sugeridas a los encuestados.

En el cuadro que se encuentra al lado se muestra la misma información, pero en números arábigos. Como se indica en el Cuadro I se han elaborado 20 indicadores que ordenamos cronológicamente representa las 20 preguntas de la encuesta.

## CUADRO II: TABULACIÓN DE LA ENCUESTA

### Al Burzatilizar los Créditos Hipotecarios:

Preg	1	2	3	4	5
	Nada	Poco	Reg	Sufic	Mucho
1			III	IIII	
2	I	II	II	I	I
3		IIII	IIII		
4	I	II	II	II	
5	II			IIII	I
6	I	I	I	IIII	
7	I	IIII	II		
8	II	II		I	II
9		III		I	III
10		II	II	III	
11		I	IIII	I	
12		II	III	II	
13	I	III	III		
14		II	III	II	
15		I	I	III	II
16	I		III		III
17	I	I	III	II	
18	II	I	II		II
19	II	IIII		I	
20	I	III	I	I	I

Preg	1	2	3	4	5
	Nada	Poco	Reg	Sufic	Mucho
1			3	4	
2	1	2	2	1	1
3		4	3		
4	1	2	2	2	
5	2			4	1
6	1	1	1	4	
7	1	4	2		
8	2	2		1	2
9		3		1	3
10		2	2	3	
11		1	5	1	
12		2	3	2	
13	1	3	3		
14		2	3	2	
15		1	1	3	2
16	1		3		3
17	1	1	3	2	
18	2	1	2		2
19	2	4		1	
20	1	3	1	1	1

**FUENTE:** Encuesta realizada por la autora.

**CUADRO III: CONCENTRACIÓN DE RESULTADOS**

VARIABLE	Pregunta No	RESPUESTAS POR PREGUNTA					TOTAL de respuestas	PORCENTAJES				
		Nada	Poco	Regular	Suficiente	Mucho		Nada	Poco	Regular	Suficiente	Mucho
1 Rendimiento	1	0	0	3	4	0	7					
	11	0	1	5	1	0	7	0%	7%	57%	36%	0%
	<b>Total</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>14</b>					
2 Utilización	2	1	2	2	1	1	7					
	12	0	2	3	2	0	7	7%	29%	36%	21%	7%
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>14</b>					
3. Inversionistas	3	0	4	3	0	0	7					
	13	1	3	3	0	0	7	7%	50%	43%	0%	0%
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>14</b>					
4. Créditos Hipotecarios	4	1	2	2	2	0	7					
	14	0	2	3	2	0	7	7%	29%	35%	29%	0%
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>14</b>					
5. Emisores	5	2	0	0	4	1	7					
	15	0	1	1	3	2	7	14%	7%	7%	50%	22%
	<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>14</b>					
6. Tipos de Bienes	6	1	1	1	4	0	7					
	16	1	0	3	0	3	7	14%	7%	29%	29%	21%
	<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>14</b>					
7. Riesgos	7	1	4	2	0	0	7					
	17	1	1	3	2	0	7	14%	36%	36%	14%	0%
	<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>14</b>					
8 Legislación	8	2	2	0	1	2	7					
	18	2	1	2	0	2	7	29%	21%	14%	7%	29%
	<b>Total</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>14</b>					
9 Fideicomisos	9	0	3	0	1	3	7					
	19	2	4	0	1	0	7	14%	50%	0%	14%	22%
	<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>14</b>					
10 Negociación	10	0	2	2	3	0	7					
	20	1	3	1	1	1	7	7%	36%	21%	29%	7%
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>14</b>					

FUENTE: Por la autora de la investigación, en base información presentada en la hoja de tabulación

## C. RESULTADOS POR ÁREA

### 1. Concentración de Resultados

En cuanto a la concentración de los datos obtenidos de la encuesta y basados en el Cuadro III, se pasará a dar detalle por cada una de las variables que se analizaron.

La Fig 3 que muestra la Gráfica 1 que representa la variable *Rendimiento*, el 8/14 es decir el 57% de las respuestas se inclinaron por la opción regular, el 5/14 que representa el 36% opino que suficiente, el 1/14 (7%) respondió que poco y en cuanto a las opciones nada y mucho no se obtuvo respuesta alguna. Esto nos indica que las opiniones en cuanto al rendimiento de estos valores negociables va de regular a suficiente.

En cuanto a la variable *Utilización* presentada en la Gráfica 2 de la Fig. 4 los resultados fueron los siguientes. El 5/14 que representa el 36% respondió que regular, el 29% dijo que poco, el 3/14 que representa el 21% respondió que suficiente, y el restante 14% está distribuido en partes iguales entre las opciones nada y mucho las cuales recibieron igual número de respuestas. Este resultado refleja que las respuestas estaban inclinadas especialmente a sustentar que la utilización de los Bonos Hipotecarios va de regular a poca en el mercado bursátil.

En la Fig 5 en donde se aprecia la Gráfica 3 que representa la variable *Inversionistas* los resultados obtenidos fueron: el 50% opinó que poco, el 6/14, es

**FIGURA 3**  
**GRÁFICA DE LA VARIABLE 1**



FUENTE: Por la autora de la investigación en base al Cuadro III de Concentración de resultados

**FIGURA 4**  
**GRÁFICA DE LA VARIABLE 2**



FUENTE: Por la autora de la investigación en base al Cuadro III de Concentración de resultados

decir, el 43% respondieron que regular, el 7% restante respondió que nada, dejando sin respuesta alguna a las opciones suficiente y mucho. Esto indica que los inversionistas nacionales se encuentran poco documentados sobre los Bonos Hipotecarios y que la acogida por los extranjeros, de los mismos es igualmente poca.

En la Fig 6 la variable *Créditos Hipotecarios* muestra por medio de la Gráfica 4 los siguientes resultados: el 35%, es decir 5/14 opinó que regular, un 29% opinó que suficiente y otro 29% respondió que poco, el 7% restante respondió que nada, y en cuanto a la opción mucho no obtuvo respuesta alguna. Se demuestra que de forma regular se tiene conocimiento de cuáles son los créditos elegibles y los que se convierten en no elegibles.

La Fig 7 muestra la Gráfica 5 que representa la variable *Emisores*, los resultados obtenidos dicen el 50% se inclina por la opción suficiente, el 3/14, es decir el 22% opina que mucho, el 14% opina que nada y el 14% restante está dividido de manera equitativa, entre las opciones poco y regular, indicando que se conoce de manera suficiente cuáles son los emisores tanto en las entidades estatales como las privadas.

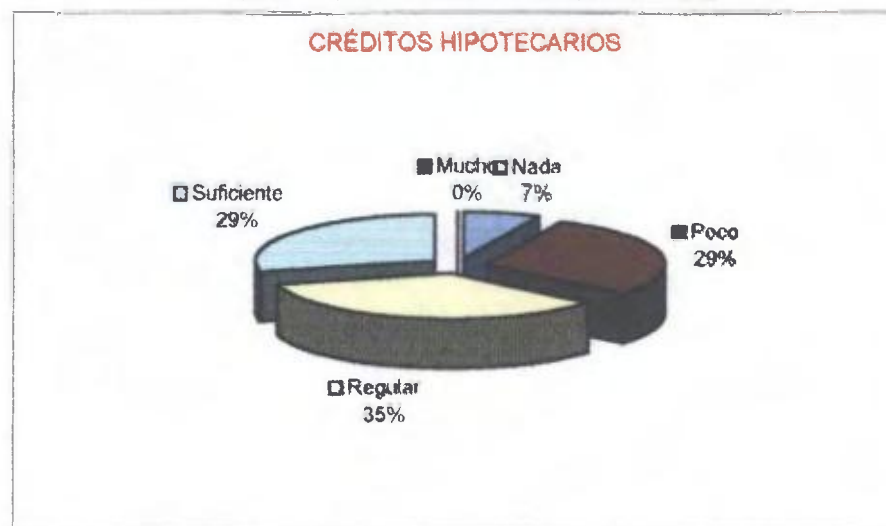
En cuanto a la Fig 8 que muestra la variable *Tipos de Bienes*, los resultados fueron los siguientes: un 4/14 que representa el 29% respondió que regular, otro 29% opinó que suficiente, el 21% respondió que mucho, el 14% respondió que nada y el 7% restante respondió que poco. Lo anterior nos indica que el tipo de bienes que se utiliza para estos bonos es suficientemente conocido.

**FIGURA 5**  
**GRÁFICA DE LA VARIABLE 3**



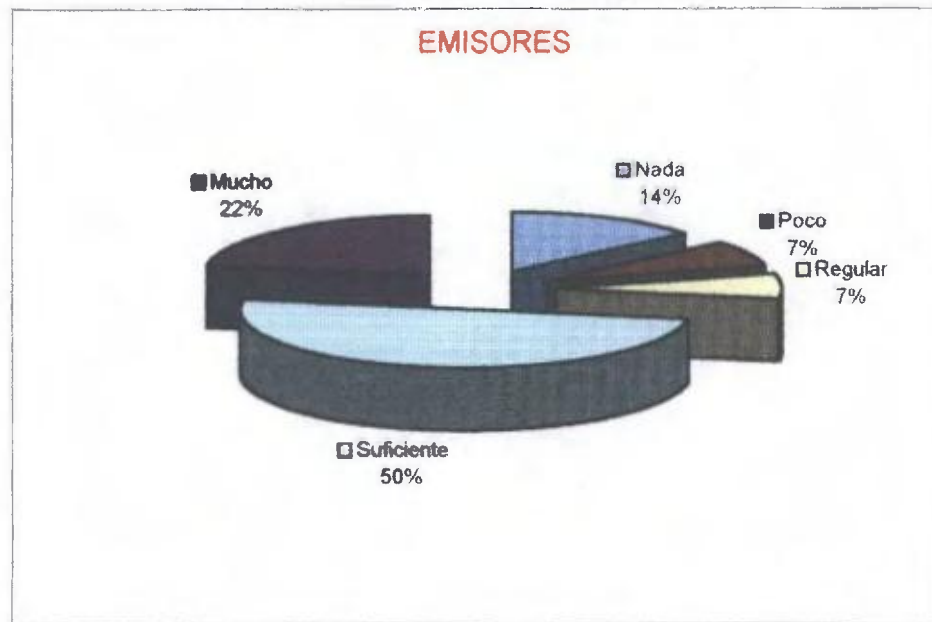
FUENTE: Por la autora de la investigación en base al Cuadro III de Concentración de Resultados

**FIGURA 6**  
**GRÁFICA DE LA VARIABLE 4**



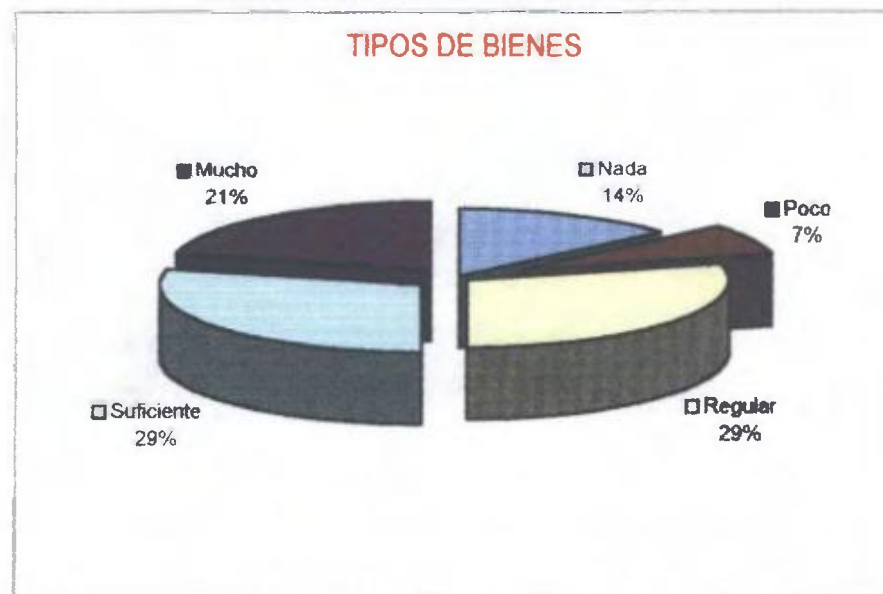
FUENTE: Por la autora de la investigación en base al Cuadro III de Concentración de Resultados

**FIGURA 7**  
**GRÁFICA DE LA VARIABLE 5**



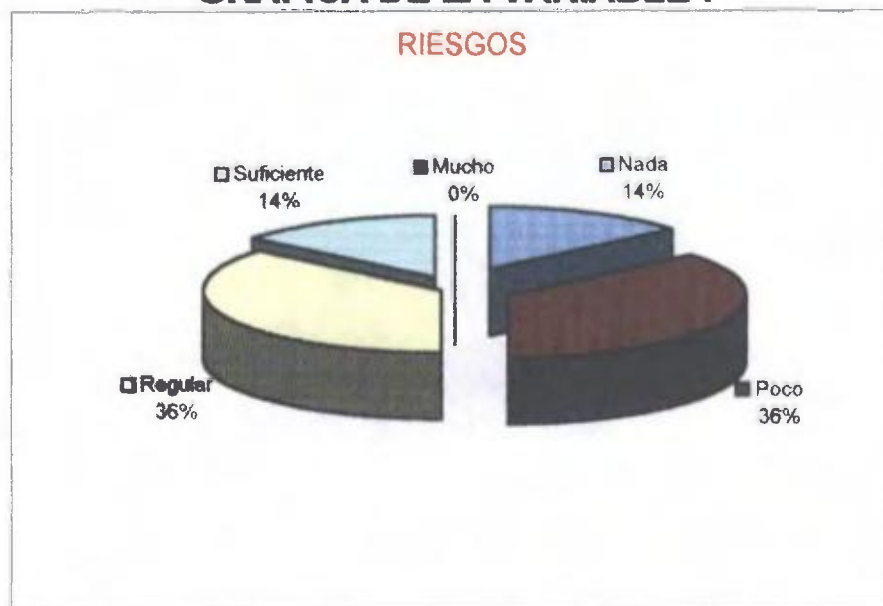
FUENTE: Por la autora de la investigación en base al Cuadro III de Concentración de resultados

**FIGURA 8**  
**GRÁFICA DE LA VARIABLE 6**



FUENTE: Por la autora de la investigación en base al Cuadro III de Concentración de resultados

**FIGURA 9**  
**GRÁFICA DE LA VARIABLE 7**



FUENTE: Por la autora de la investigación en base al Cuadro III de Concentración de resultados

**FIGURA 10**  
**GRÁFICA DE LA VARIABLE 8**



FUENTE: Por la autora de la investigación en base al Cuadro III de Concentración de resultados

La Fig 9 que muestra la variable *Riesgos* los resultados fueron los siguientes Un 5/14 que representa el 29% respondió que poco, otro 29% respondió que regular, un 2/14 respondió que nada y el otro 14% respondió que suficiente Lo anterior indica que los bonos Hipotecarios tienen un riesgo regular a poco y una pronta recuperación de la inversión

La Gráfica 8 se muestra la variable *Legislación* en la que el un 29% de las respuestas fue nada, otro 29% respondió que mucho, el 3/14 que representa el 21% opinó que poco, el 3/14 (14%) respondió que regular y el 7% restante que suficiente Indicando de esta manera que el conocimiento sobre la legislación va de nada a mucho, puesto que estas alternativas fueron las que mayores porcentajes obtuvieron

La variable *Fideicomisos* que se muestra en la Gráfica 9 de la Fig 11 se observa los siguientes resultados el 7/14 que representa el 50% de las respuestas se inclinó por la opción poco, el 3/14 que representa el 22% respondió que mucho, un 14% respondió que nada y el otro 14% respondió que suficiente Esto indica que los fideicomisos son poco utilizados para la realización de los bonos hipotecarios

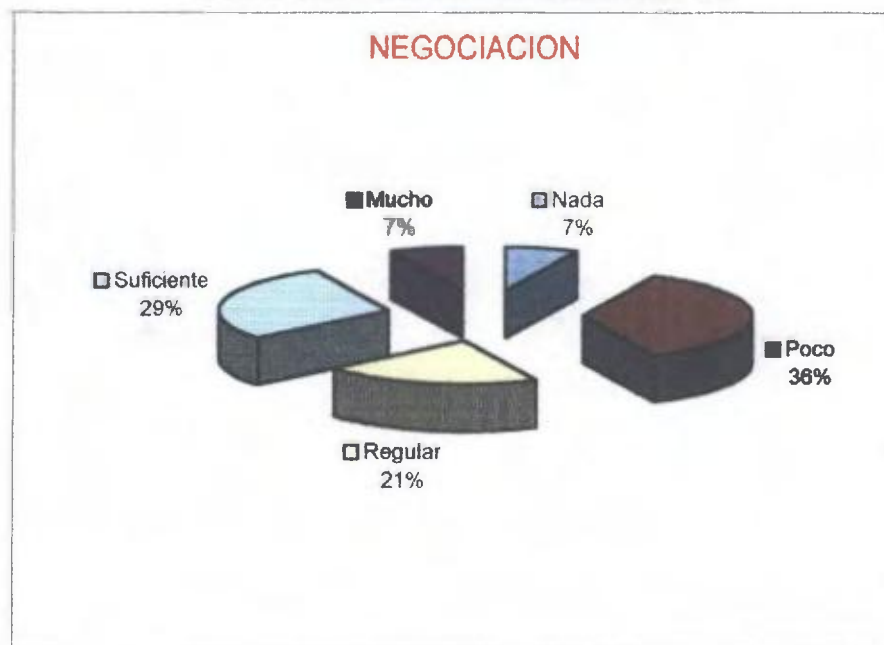
Para la variable *negociación* que se encuentra en la Gráfica 10 mostrada en la Fig 12 los resultados fueron así el 36% respondió que poco, el 4/14 que representa el 29% respondió suficiente, el 21% respondió que regular, el 14% restantes está dividido en partes iguales entre nada y mucho

**FIGURA 11**  
**GRÁFICA DE LA VARIABLE 9**



FUENTE: Por la autora de la investigación en base al Cuadro III de Concentración de resultados

**FIGURA 12**  
**GRÁFICA DE LA VARIABLE 10**



FUENTE: Por la autora de la investigación en base al Cuadro III de Concentración de resultados

**CAPÍTULO CUARTO**  
**CONSTRUCCIONES Y SU FINANCIAMIENTO**

## **A. ANÁLISIS DEL MERCADO DE LA CONSTRUCCIÓN DE 1980 A 1997**

Uno de los mercados más desarrollados en nuestros días es el de la construcción, vemos que por el crecimiento de la población en nuestro país se ha visto en la necesidad de hacer mayor cantidad de viviendas al alcance de varios estratos sociales, a excepción de los más humildes que se deben conforme con las viviendas que provee el gobierno nacional. Así pues, podemos observar los grandes y lujosos edificios dirigidos especialmente a personas de altos estratos sociales.

Los niveles bajos y medios también se están viendo suplidos por las construcciones de urbanizaciones y centros comerciales desplazados a los extremos de la capital, es decir, o en el sector oeste o para el sector de las afueras como Tocumen, y otros.

### **1. Construcciones de Comercios o no residenciales:**

Según cifras de la Contraloría General de la República proporcionados en el Cuadro IV llamado Inversión de la Industria de la Construcción, se puede observar que de 1980 a 1997 se ha visto incrementadas las construcciones no residenciales. En la década de los ochentas el año en que se dieron más construcciones no residenciales fue en 1982 con una cantidad de B/ 87,162,292 construcciones representando el 50% del total de las construcciones de ese año. Ya para los años de 1990 a 1997 este rubro se vio

incrementado llegando a niveles significativos, indudablemente, esto se debe principalmente al incremento de la población del país

Vemos que después de la crisis económica de fines de la década pasada se nota una recuperación significativa hasta el año de 1996 que es en donde se observa la mayor cifra de construcciones. Ya para 1997 se observa una disminución de alrededor del 64% en este rubro. Esto puede deberse a que la demanda más grande, en estos días, es las construcciones orientadas a la vivienda para estratos medios-altos y altos

En el cuadro que se presenta la información de los permisos de construcción expedidos en el Distrito de Panamá, se dieron un total de 224 permisos de construcción para comercios de enero a diciembre de 1997, en donde el 89% de los mismos se encuentran en el rango de más de B/ 200,000.00, representando un total de 63 permisos.

Los permisos de construcción en segundo rango en expedirse son los que van de B/ 20,001.00 a 100,000.00, otorgándose 86 permisos representado el 5% del total de permisos expedidos denotando que las construcciones tanto de los centros comerciales de gran envergadura como los de costos medios son en los que se está invirtiendo

**CUADRO IV: INVERSION EN LA INDUSTRIA DE LA CONSTRUCCIÓN  
REPÚBLICA DE PANAMÁ 1980 A 1997**

<b>Valor de las Construcciones, Adiciones y Reparaciones</b>			
<b>Año</b>	<b>Total</b>	<b>Residenciales</b>	<b>No. Residenciales</b>
1980	127,493,674	58,082,558	69,411,116
1981	138,237,360	73,399,929	64,837,431
1982	176,020,092	88,857,800	87,162,292
1983	121,556,517	69,709,827	51,846,690
1984	124,921,099	93,194,285	31,726,814
1985	138,392,107	96,337,300	42,054,807
1986	189,153,379	135,483,456	53,669,893
1987	207,776,152	152,464,461	55,311,691
1988	47,976,913	28,610,044	19,366,869
1989	27,646,506	16,527,782	11,118,724
1990	77,741,960	36,657,933	41,084,027
1991	167,430,421	100,851,326	66,579,095
1992	244,453,670	143,340,531	101,113,139
1993	376,354,809	247,655,880	128,698,929
1994	377,433,305	246,051,699	131,381,606
1995	421,400,905	268,053,839	153,347,066
1996	425,688,908	208,252,893	217,416,015
1997	365,507,669	224,624,896	140,882,773

**FUENTE: Contraloría General de la República.**

## **2. Construcción de Viviendas:**

En cuanto a la construcción de viviendas se puede observar que en este rubro los incrementos son mayoritarios a los de las construcciones no residenciales. De 1980 a 1987 se nota un incremento bastante sustancial en las construcciones de viviendas, vemos así que de 1980 que se invertían B/.58,082,558 millones, en 1987 en pleno inicio de la crisis económica se llegó a invertir B/ 152,464,461 millones representando casi 3.8 veces la cantidad que se invertía en 1980. Luego en 1988 y 1989 con mucha lógica decayó notablemente por el apogeo en que se encontraba la crisis económica del país, llegando a ubicarse en niveles entre 28 y 16 millones de Balboas en inversiones en este rubro representando así de ésta manera un 59% de las construcciones totales dadas en esos años.

Ya para 1991, la recuperación de la economía es notoria aumentando la inversión en un 64% con respecto al año anterior subiendo a niveles hasta de B/ 268,051,699 millones en inversiones, en 1995, el más alto en todo lo que va de la década de los noventas

**CUADRO V: PERMISOS DE CONSTRUCCIÓN COMERCIALES  
NUEVOS POR RANGO, EXPEDIDOS EN EL  
DISTRITO DE PANAMÁ**

Rangos de Mejoras para Comercio	Número y Valor de los Permisos			
	# Permisos	Permiso	Costo/Prom	% Total
B/ 0 a 20,000	38	423,890	11,155	0%
20,001 a 100,000	86	4,769,380	55,458	5%
100,001 a 150,000	23	2,946,990	128,130	3%
150,001 a 200,000	14	2,409,830	172,131	2%
Más de 200,000	63	89,848,473	1,426,166	89%
	224	100,398,563	448,208	100%

**FUENTE: FOLLETO ESTADÍSTICO DE CAPAC**

**CUADRO VI: PERMISOS DE CONSTRUCCIÓN EXPEDIDOS EN EL DISTRITO DE PANAMÁ 1997**

Descripción	Inversión por Tipo de Construcciones			Valores Totales	
	Adic./Rem	Nuevas	Misceláneas	Inversión	Porcentaje
Residenciales	7,277,862	99,360,445	4,933,742	111,572,049	44%
Comer/Indust	19,807,652	100,398,613	3,744,508	123,950,773	49%
Mov. Tierra		3,456,472		3,456,472	1%
Otros	3,175,132	10,348,991	1,216,905	14,741,028	6%
	30,260,646	213,564,521	9,895,155	253,720,322	100%

**FUENTE: FOLLETO ESTADÍSTICO DE CAPAC**

Los permisos de construcción otorgados en 1997 para la construcción de viviendas en la ciudad capital se observa que la inversión completa incluyendo nuevas, adiciones, remodelaciones y misceláneos ascendieron a la suma de B/ 111,572,049 Representado un 44% del total de inversión de este tipo en la ciudad capital

Con respecto a los permisos de construcción de viviendas nuevas (Cuadro VI) se observa que la mayor parte de las viviendas construidas son las que se encuentran en el rango de 0 a B/ 20,000 00, de los cuales 1510 soluciones son de unifamiliares con costo promedio de B/ 10,147 00 y 230 soluciones que constituyen apartamentos o condominios con un costo promedio de B/ 13,681.00

En cuanto se avanza en los rangos las cantidades disminuyen, lo cierto es que en los rangos en B/ 100,000 00 y B/ 250,000.00 las casas unifamiliares son lo que constituyen no así con los apartamentos y condominios De las viviendas construidas en estos rangos se observa además que únicamente fueron 7 las unifamiliares construidas dando la impresión que en estos rangos los constructores podrían ser los mismos futuros propietarios de las viviendas Considerando que en solo 40 soluciones que ofrece el rango de más de B/ 200,000 00 Tanto en unifamiliares como en apartamentos – condominios se atribuyen una suma de B/.11,730,271 00, representando un total de 20% de los costos promedio se podría decir que al llegar hacer este tipo de construcciones las personas pertenecientes a los círculos altos de la sociedad, no se quedan atrás en su demanda de viviendas

**CUADRO VII: PERMISOS DE CONSTRUCCION DE RESIDENCIALES NUEVOS  
POR RANGO DE 1997**

Rangos de Costo Declarado de Vivienda	Número y Costo de las Soluciones de Vivienda por Tipo						TOTAL			Porcentaje	
	# Soluciones	Unifamiliar	Costo/Prom	# Sol	Apart/Cond	Costo/Prom	# Sol	Monto	Costo/Prom	% Sol	% Total
B/ 0 a 20,000	1,510	15,321,319	10,147	230	3,146,713	13,681	1,740	18,468,032	10,614	77%	32%
20,001 a 50,000	104	3,341,993	32,135	164	4,904,756	29,907	268	8,246,749	30,771	12%	14%
50,001 a 100,000	84	6,882,714	81,937	104	9,147,639	87,958	188	16,030,353	85,268	8%	28%
100,001 a 150,000	8	1,068,185	133,523	8	1,056,128	132,016	16	2,124,313	132,770	1%	4%
150,001 a 200,000	2	372,415	186,208				2	372,415	186,208	0%	1%
200,001 a 250,000	5	1,148,240	229,648				5	1,148,240	229,648	0%	2%
Más de 250,000	9	2,730,258	303,362	31	9,000,013	290,323	40	11,730,271	293,257	2%	20%
	1,722	30,865,124	17,924	537	27,255,249	50,755	2,259	58,120,373	25,728	100%	100%

Nota La diferencia entre los totales de permisos de construcción residenciales residenciales por rango, se refieren mayormente a las edificaciones aprobadas por etapas, que no tienen aun especificadas las cantidades de soluciones de vivienda

Fuente: CAPAC y Contraloría General de la República

Uno de los grandes perjuicios que puede tener el mercado de la construcción de viviendas de menos costo de B/ 62,500.00 es que para julio de 1996 se le hizo una modificación significativa a la ley de los intereses preferenciales implicando una disminución del beneficio que ofrece a las casas con un costo menor al mencionado anteriormente.

Los futuros compradores de viviendas de menos de B/. 62,500.00 pasan a tener un interés preferencial de cuatro puntos (antes de la reforma) a tres puntos y de tres puntos a dos encareciendo los préstamos de las viviendas

### **3. Financiamiento de la construcción:**

De acuerdo al Cuadro estadístico de Préstamos (ver anexos) concedidos por la banca privada en el mercado de la construcción ha tenido un aumento a medida que pasan los años, por ejemplo, tenemos que para 1990, en especial el mercado de las viviendas que comenzó con alrededor de 76 préstamos, en 1997 ya se nota un incremento muy significativo a 379 préstamos igual comportamiento aunque en menos magnitud se puede verificar aumenta en las construcciones tanto de comercio como para préstamos interinos, demostrando y corroborando que la industria de la construcción tiene un gran potencial en el desarrollo económico del país

Según Cuadro VIII se observa que para los años de 1992 hasta 1995 los préstamos para vivienda y otras construcciones son dadas en su mayoría por el sector privado, el año de 1994 se observa la mayor cantidad de préstamos con

la cantidad de 433 6 millones de balboas para el sector vivienda, mientras que en 1995 se puede apreciar que los valores correspondientes a otras construcciones son los mayoritarios. Vale la pena aclarar que se pudo obtener información solamente hasta 1995.

En cuanto a el financiamiento que pudiesen dar los Bonos Hipotecarios al sector construcción, se pudo observar que de los pocos de éstos valores que existen son 3 los que se emitieron para reactivar los préstamos de nuevos créditos hipotecarios. Estas emisiones son las del Chase Investment Bank, la del Banco del Istmo y la de Otoman Investment, ésta última para financiar un proyecto de construcción que se realizaba en la avenida Balboa específicamente. El resto de los bonos Hipotecarios emitidos fueron utilizados para hacer compras de equipos, construcciones de inmuebles de las propias compañías y redimir otras emisiones anteriores.

**CUADRO VIII : PRÉSTAMOS CONCEDIDOS EN EL SISTEMA BANCARIO NACIONAL  
PARA VIVIENDA Y OTRAS CONSTRUCCIONES DE 1992 A 1995  
(EN MILLONES DE BALBOAS)**

AÑOS	VIVIENDAS		OTRAS CONSTRUCCIONES		TOTALES	
	OFICIALES	PRIVADAS	OFICIALES	PRIVADAS	OFICIALES	PRIVADAS
<b>1992</b>		310.6		111.5	0.0	422.1
<b>1993</b>		357.1		117.7	0.0	474.8
<b>1994</b>		433.6		175.9	0.0	609.5
<b>1995</b>	45.3	399.0	0.0	180.0	45.3	579.0
<b>TOTALES</b>	<b>45.3</b>	<b>1500.3</b>	<b>0.0</b>	<b>585.1</b>	<b>45.3</b>	<b>2085.4</b>

**FUENTE: Contraloría General de la República**

**CAPÍTULO QUINTO**  
**BONOS HIPOTECARIOS EN PANAMA: RASGOS Y**  
**PERSPECTIVAS**

## **A. DEFINICIÓN DE COSTOS**

### **1. Costos y Comisiones involucrados en Transacciones de Bolsa:**

Los costos en que se incurren para la preparación de los prospectos de cualquier valor negociable tiene cierta variación y esta depende de la cantidad a negociar por título valor, lo cierto es que existe un costo que realmente no cambia y este es la comisión correspondiente a la Bolsa de Valores de Panamá Este costo representa el 1/16 ( 0 0625) de lo negociado.

Los costos y comisiones involucrados en transacciones de Bolsa son bajos. Las comisiones máximas de la bolsa en una transacción nunca exceden el ½% del monto negociado En otras palabras cincuenta centavos por cada cien balboas

#### **a) Dentro de los costos fijos de una emisión que se deben contemplar los siguientes:**

- Gastos Legales
- Publicaciones en los diarios
- Emisiones de los prospectos
- Emisión de los certificados
- Registro y otros gastos legales
- Comisión de inscripción

**b) Dentro de los gastos variables de la emisión tenemos los siguientes:**

- Costos pagados a los puestos de Bolsa Las comisiones que los clientes pagan a los Puestos de Bolsa son acordadas entre las partes y dependiendo de la transacción Las comisiones de los Puestos de Bolsa Normalmente incluyen los servicios de transacción, pago, endoso y transferencia de los títulos. Estos es un servicio de puerta a puerta
- Tasa de interés
- Costos a pagar al agente de pago y transferencia
- Costos a pagar al agente fiduciario
- Costos a pagar al agente de venta.

En entrevista realizada al **Lic. Rolando de León de Alba**, Segundo Vice Presidente, Sucursal Plaza Chase Manhattan Bank, en nuestra emisión de 1995 los costos incurridos fueron el 2% de la emisión que era de 15 millones de Balboas “ Lo anterior nos da una luz sobre la cantidad que se puede gastar en la elaboración del prospecto, tomando en consideración que dicho banco se suple de ciertos de los costos arriba enumerados tales como el agente fiduciario y otros

## **B. ANÁLISIS DE RENDIMIENTO DE BONOS HIPOTECARIOS VS CORPORATIVOS:**

Para evaluar los flujos de intereses de una emisión de Bonos Hipotecarios se hace necesario la comparación con otro tipo de valor como lo son los Bonos Corporativos. En este trabajo se tomó en consideración los prospectos de dos entidades bancarias que han emitido una Bonos Hipotecarios y la otra Bonos Corporativos. Primero se hará un resumen de cada prospecto y luego se presentarán con sus respectivos estados financieros y análisis de rendimiento.

### **1. Bono Hipotecario del Banco del Istmo:**

El Banco del Istmo inició sus labores en junio de 1993 con un capital semilla de 3 millones de balboas, realizando los servicios propios de la Banca de consumo, Banca de inversión y Banco de comercio exterior, adquiriendo un lugar importante en la banca Nacional. El banco tomó más auge cuando hizo la compra de nueve sucursales que le pertenecían al Banco de Colombia, S.A., permitiéndole una mayor diversificación en la captación de recursos.

Estos Bonos Hipotecarios fueron promovidos por el Banco del Istmo con el motivo de utilizar el 50% de su venta en satisfacer sus programas de préstamos hipotecarios comerciales y residenciales. En segunda instancia el 50% remanente era para redimir anticipadamente los bonos de emisiones dadas con anterioridad.

**a) Características de la emisión:**

- Emisión de 12,000,000 en Bonos Hipotecarios
- Emisión de forma nominativa
- Registrados al portador sin cupones
- Emitidas en 3 series A, B y C
- La Serie A en diciembre de 1997 y pagaba un 8.5%, la serie B venció en diciembre de 1998 y pagaba un 9% y La Serie C que vence en diciembre de 1999, paga un 9.5%.
- Pagos de intereses trimestrales los días 30 de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año
- El precio de venta es al 100% reservándose el derecho el emisor de venderlo con descuento o plusvalía
- Están amparados por una cartera segregada de préstamos hipotecarios residenciales otorgados por el Banco.

**b) Estados Financieros del Banco del Istmo 1997 y 1998:**

En análisis vertical de los *Balances Generales consolidados*, los activos que se destacan son los préstamos los cuales demuestran un 62% del total de activo, en segunda instancia se encuentran los depósitos en general constituyendo así la otra parte fuerte del activo. En 1997 representaban el 18% y en 1998 bajó en un 3% representando el 15% del total de activo

El tercer activo en participación lo constituye los valores negociables, los cuales de un 7% en 1997 aumentaron hasta un 13% en 1998

En cuanto a los pasivos se observa que los de mayor envergadura son los depósitos que disminuyeron en un dos por ciento de 1997 a 1998, teniendo éste último un 71%. Lo segundo pasivo en importancia son los que están constituidos por los valores de financiamiento tales como los papeles comerciales, certificaciones fiducianas, entre otros, éstos representan el 16% del pasivo

Los fondos de capital aumentaron en uno por ciento de ocho por ciento en 1997 a nueve por ciento en 1998 demostrando una mejoría en este rubro

Con respecto al *Estado Consolidado de Resultados* los ingresos son constituidos en su mayoría por las comisiones devengadas y los otros ingresos con un 55% en 1998, notándose una leve baja de un porcentaje en cuanto a 1997. Los ingresos de operaciones constituyen el 45% de los ingresos del Banco para 1998

Los Gastos Generales y administrativos constituyen en su totalidad el 60% de los gastos en su presentación no permite el distinguir cual es el rubro dentro de ellos más importante

El *Estado de Flujo de Efectivo* se puede observar que el efectivo neto, en los años analizados, es el utilizado por lo general para las actividades de inversión con una diferencia de B/ 152,979,642 de 1997 a 1998

**CUADRO IX: ESTADOS FINANCIEROS**  
**BANCO DEL ISTMO, S.A.**  
**BALANCES GENERALES CONSOLIDADOS**  
**AL 31 DE DICIEMBRE DE 1998 Y 1997**

<b>Activo</b>	<b>1998</b>	<b>%</b>	<b>1997</b>	<b>%</b>
Efectivo y efectos de caja	15,857,668	1%	13,654,443	1%
<b>Depósitos en Bancos:</b>				
A la vista en Bancos Locales	48,150,894		41,677,248	
A la vista en Bancos del Exterior	21,291,038		12,727,011	
A plazo en Bancos Locales	94,501,375		86,837,130	
A plazo en Bancos del Exterior	75,843,142		78,821,602	
<b>Total de Depósitos en Bancos</b>	<b>239,786,449</b>	<b>15%</b>	<b>220,062,991</b>	<b>18%</b>
Valores negociables, al costo	205,824,370	13%	87,583,331	7%
fondo de redención de bonos	0	0%	7,815,759	1%
	<u>461,468,487</u>		<u>329,116,524</u>	
<b>Préstamos y descuentos</b>				
Sector Interno	828,237,418		680,244,538	
Sector Externo	168,662,822		83,698,756	
	<u>996,900,240</u>		<u>763,943,294</u>	
<b>Menos:</b>				
Reserva para protección de cartera	(15,364,732)		(10,147,882)	
Intereses descontados no ganados	(495,791)		(293,897)	
<b>Préstamos Netos</b>	<b>981,039,717</b>	<b>62%</b>	<b>753,501,515</b>	<b>62%</b>
Inversiones	3,436,000	0%	3,436,000	0%
Certificado de participación fiduciaria	8,524,338	1%	8,531,226	1%
Equipo en arrendamiento financiero, neto	5,188,448	0%	1,018,970	0%
Bienes Inmuebles, mobiliario, equipo y mejoras a la propiedad arrendada, neto	45833300	3%	40793179	3%
<b>Otros Activos:</b>				
Impuesto sobre la renta difendo	2,917,294		2,111,931	
Gastos pagados por anticipado	11,053,295		8,012,195	
Intereses acumulados por cobrar sobre				
Depósitos a plazo fijo	1,006,330		1,003,245	
Préstamos	5,722,043		5,567,921	
Inversiones	3,494,161		1,329,939	
Obligaciones de clientes por aceptaciones	4,704,737		8,437,134	
Deudores - vanos- negocio de seguro	14,610,857		12,509,478	
Gastos de organización, neto	952,441		1,353,309	
Depósitos de Garantía	596,820		855,233	
Otros activos	32,316,722		35,889,848	
<b>Total de Activos Varios</b>	<b>77,374,700</b>	<b>5%</b>	<b>77,070,233</b>	<b>6%</b>
<b>Total de Activos</b>	<b>1,582,864,990</b>	<b>100%</b>	<b>1,213,467,647</b>	<b>100%</b>

<b>Pasivos y Fondos de Capital</b>	<b>1998</b>	<b>%</b>	<b>1997</b>	<b>%</b>
<b>Depósitos</b>				
A la vista Locales	126,094,945		107,893,906	
A la vista del Exterior	17,895,599		20,270,958	
De ahorros	151,510,105		124,679,061	
A plazo fijo Locales	621,533,767		535,379,299	
A plazo fijo del Exterior	86,650,621		66,948,391	
<b>Depósitos interbancarios a plazo fijo</b>				
Locales	58,826,645		3,201,951	
Extranjeros	60,790,713		48,852,214	
<b>Total de Depósitos</b>	<u>1,123,302,395</u>	<b>71%</b>	<u>907,225,780</u>	<b>73%</b>
Papel comercial en EUA	74,050,488		66,067,918	
Certificados fiducianos	122,564,634		33,808,017	
Financiamiento Recibido- USAID	6,000,000		6,000,000	
Aceptaciones de comercio exterior	6,000,000		32,520,000	
Bonos por pagar	26,547,000		36,825,000	
Financiamiento Recibido	13,606,569		1,087,651	
	<u>248,768,691</u>	<b>16%</b>	<u>176,308,586</u>	<b>14%</b>
<b>Otros pasivos:</b>				
Cheques de gerencia y cheques certificados	15,997,727		10,046,688	
Intereses acumulados por pagar	7,720,382		7,194,957	
Aceptaciones Pendientes	4,704,737		8,437,134	
Acreedores Varios	18,112,172		12,823,537	
Acreedores Varios y resevas técnicas- negocio seguro	19,095,547		15,247,725	
<b>Total de otros pasivos</b>	<u>65,630,565</u>	<b>4%</b>	<u>53,750,041</u>	<b>4%</b>
Intereses minoritarios	1,427,538	<b>0%</b>	2,267,065	<b>0%</b>
<b>Fondos de Capital:</b>				
Capital pagado	100,034,306		69,637,242	
Reserva de Capital	23,181			
Utilidades retenidas	43,485,479		33,278,933	
<b>Total de fondos de Capital</b>	<u>143,542,966</u>	<b>9%</b>	<u>102,916,175</u>	<b>8%</b>
Ganancia no realizada en inversiones	192,835			
<b>Total de Pasivos y Fondo de Capital</b>	<u><b>1,582,864,990</b></u>	<b>100%</b>	<u><b>1,242,467,647</b></u>	<b>100%</b>

**FUENTE: BANCO DEL ISTMO**  
(el análisis vertical por la autora de la investigación)

**CUADRO X: ESTADOS FINANCIEROS**  
**BANCO DEL ISTMO, S.A.**  
**ESTADOS CONSOLIDADOS DE RESULTADOS**  
**AÑOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 1998 Y 1997**

	1998	%	1997	%
<b>Ingresos de operaciones</b>				
Intereses devengados	120,566,641		93,830,473	
Gastos de Intereses	<u>78,565,401</u>		<u>62,668,914</u>	
Ingreso neto por intereses	42,001,240		31,161,559	
Provisión para posibles préstamos incobrables	(10,455,473)		(7,717,722)	
<b>Ingreso neto por intereses después de</b>				
Provisión para posibles préstamos incobrables	<u>31,545,767</u>	45%	<u>23,443,837</u>	41%
<b>Comisiones devengadas y Otros Ingresos</b>				
Comisiones	33,540,629		26,048,046	
Otros	5,773,979		7,297,079	
Total de otros ingresos	<u>39,314,608</u>	55%	<u>33,345,125</u>	59%
<b>Total de ingreso de operaciones</b>	<u>70,860,375</u>	100%	<u>56,788,962</u>	100%
<b>Gastos Generales y Administrativos</b>	<u>42,342,195</u>		<u>33,883,063</u>	
<b>Utilidades antes de impuesto sobre la renta e intereses minoritarios</b>	28,518,180	40%	22,905,899	40%
<b>Impuesto sobre la Renta</b>				
Corriente	(822,307)		(873,361)	
Diferido	827,347		668,117	
	<u>5,040</u>		<u>(205,244)</u>	
<b>Participación de Intereses Minoritarios</b>	<u>(85,861)</u>		<u>(51,550)</u>	
<b>Utilidad Neta</b>	<u>28,437,359</u>		<u>22,649,105</u>	

**FUENTE: BANCO DEL ISTMO**  
**(el análisis vertical por la autora de la investigación)**

**CUADRO XI: ESTADOS FINANCIEROS**  
**BANCO DEL ISTMO, S.A.**  
**ESTADOS CONSOLIDADOS DE FLUJOS DE EFECTIVO**  
**AÑOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 1998 Y 1997**

	1998	1997
<b>Flujos de Efectivo de las actividades de operación.</b>		
Utilidad Neta	28,437,359	22,649,105
Ajustes para conciliar la utilidad neta y efectivo neto provisto por (utilizado en) las actividades de operación		
Depreciación y amortización	4,217,690	3,098,753
Provisión para protección de cartera	10,455,473	7,717,722
Pérdida no realizada por traducción de moneda	(786,457)	(661,901)
Ganancia no realizada en inversiones	192,835	
Ajuste a períodos anteriores	(1,851,360)	
Cambios en activos y pasivos de operación		
Activos varios	(304,467)	(19,302,088)
Pasivos varios	11,880,524	8,331,984
<b>Total de ajustes</b>		
<b>Efectivo neto provisto por (utilizado en) actividades de operación</b>	<b>52,241,597</b>	<b>21,833,575</b>
<b>Flujos de Efectivo de las actividades de inversión</b>		
Disminución (aumento) neto en depósitos en bancos con vencimientos mayores de noventa días	7,059,623	(12,512,246)
Valores negociables	(118,241,039)	4,670,506
Fondo de Redención de Bonos	7,815,759	392,000
Certificado de participación fiduciaria	6,888	(8,531,226)
Préstamos y descuentos	(237,993,675)	(175,878,853)
Aumento neto de equipo en arrendamiento financiero	(4,169,478)	(1,018,970)
Adquisición de bienes inmuebles, mobiliario equipo y mejoras a la prop Arrendada	(12,259,997)	(43,855,317)
Retiro de bienes inmuebles, mobiliario equipo y mejoras a la prop Arrendada	3,002,186	28,934,015
<b>Efectivo neto utilizado en las actividades de inversión</b>	<b>(354,779,733)</b>	<b>(207,800,091)</b>
<b>Flujos de Efectivo de las actividades de financiamiento:</b>		
Depósitos	216,076,615	145,871,482
Papel comercial en EUA	7,982,570	66,067,918
Certificado fiducianos	88,756,617	(17,135,379)
Financiamiento recibido USAID	0	6,000,000
Aceptaciones de comercio exterior	2,480,000	3,520,000
Emisión de Bonos	6,657,000	20,000,000
Redención de Bonos	(16,935,000)	(7,791,000)
Finaciamientos recibidos	12,518,918	(101,498)
Emisión de Acciones	23,285,000	6,215,232
Intereses Minoritarios	(839,527)	2,084,550
Dividendos Pagados	(8,457,751)	(5,019,573)
<b>Efectivo neto provisto por las actividades de financiamiento</b>	<b>331,524,442</b>	<b>219,711,732</b>
Aumento neto en efectivo y equivalentes de efectivo	28,986,306	33,745,216
Efectivo y equivalentes de efectivo al inicio del año	185,597,048	151,851,832
	<b>214,583,354</b>	<b>185,597,048</b>
<b>Depósitos a plazo en bancos con vencimientos mayores a noventa días</b>	<b>41,060,763</b>	<b>48,120,386</b>
<b>Efectivo y equivalentes de efectivo al final del año</b>	<b>255,644,117</b>	<b>233,717,434</b>
<b>Intereses pagados</b>	<b>72,224,084</b>	<b>61,028,588</b>

FUENTE: BANCO DEL ISTMO

**c) Análisis de Índices Financieros:**

<b>Índices</b>	<b>1998</b>	<b>1997</b>
Efectivo + Colocaciones/Depósitos	0 88	0.88
Préstamos/Depósitos	0 87	0.83
Pasivo/Patrimonio	10 01	10 79
Activo/Patrimonio	11.01	11.79
Utilidad Neta/Activo	0.02	0 02
Utilidad Neta/Patrimonio	0 19	0.22

Los índices financieros examinados nos indican lo siguiente: La razón de efectivo más colocaciones a depósitos muestra que no sufrió movimiento de 1997 a 1998, esto indica que las colocaciones y el efectivo representan un 88% de los depósitos recibidos, esta cantidad es importante, puesto que sólo un 22% se pagarían con otros fondos.

En la relación préstamos a depósitos se observa que en 1997 se tenía 83% y aumentó en un cuatro por ciento en 1998 quedando en 87%, indicando que los préstamos realizados corresponden en un 87% a los depósitos realizados por los clientes.

Con respecto a la relación pasivo a patrimonio se nota una disminución de 0 78 de 1997 a 1998, esto indica que por cada balboa de patrimonio hay diez de pasivo.

En cuanto a la relación activo a patrimonio se observa una disminución igual a la razón anterior, indicando que por cada balboa de patrimonio se tiene

un B/ 11 00 de activo. Equiparando esta relación con la anterior ésta le trae beneficios al banco.

La razón de rentabilidad, utilidad neta a activo, se observa que la utilidad neta representa el dos por ciento del activo, y en la relación de utilidad neta a patrimonio se observa una disminución en un tres por ciento de 1997 a 1998, indicando que la utilidad neta representa el 19% del patrimonio de la empresa.

**d) Análisis del Rendimiento:**

Una medida importante para analizar las inversiones es la fórmula del *Valor Actual Neto (VAN)*: Según **MARÍN J. y KETELHÖHN W. 1993.** en su libro **INVERSIONES ESTRATÉGICAS** definen el **VAN** como uno de los métodos básicos que toma en cuenta la importancia de los flujos de efectivo en función del tiempo Consistiendo en encontrar la diferencia entre el valor actualizado de los flujos de beneficio y el valor, también actualizado, de las inversiones y de otros egresos de efectivo La tasa que se utiliza para descontar los flujos es el rendimiento mínimo aceptable del inversionista, por debajo del cual los proyectos de inversión no deben efectuarse La Fórmula es la siguiente.

$$VAN = -I_0 + \frac{R}{(1+k)} + \frac{R^2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{R^N}{(1+k)^N}$$

**En donde:**

- I<sub>0</sub>** = Inversión Inicial
- R a R<sup>N</sup>** = Flujos de efectivo por período.
- K** = Rendimiento Mínimo aceptable

A ésta fórmula se le debe añadir al final la recuperación de la inversión inicial quedando la fórmula de la siguiente manera

$$VAN = -I_0 + \frac{R}{(1+k)} + \frac{R^2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{C + R^N}{(1+k)^N}$$

En donde:

- I<sub>0</sub>** = Inversión Inicial
- C** = retorno de inversión
- R a R<sup>N</sup>** = Flujos de efectivo por período.
- K** = Rendimiento Mínimo aceptable

Aplicando la fórmula en el prospecto del Banco del Istmo tomando en consideración únicamente la Serie C que es la que se encuentra vigente, con una inversión de B/ 10,000.00 si la tasa que paga el bono es 9.5% como se mencionó anteriormente tuviese los siguientes datos.

- I<sub>0</sub>** = B/. 10,000.00
- C** = B/. 10,000.00
- R<sup>24</sup>** = 6 años x 4 trimestres al año
- k** = 8% (tasa en el mercado para depósitos a plazo fijo) / 4 trim.

$$VAN = -10,000 + \frac{237.5}{(1+0.02)} + \frac{237.5^2}{(1+0.02)^2} + \dots + \frac{20,000 + 237.5^{24}}{(1+0.02)^{24}}$$

$$\boxed{VAN = 709.27}$$

Cuando el resultado se da de forma positiva la inversión deberá realizarse y si es negativo deberá rechazarse. Cuando son positivas demuestran un rendimiento mayor que el mínimo aceptable.

Otro cálculo que sirve para medir el tiempo real de la inversión es el de la Duración cuya fórmula es la siguiente:

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t}}$$

CF = Anualidad  
t = Tiempo

Aplicando la fórmula se tiene.

$$D = \frac{950(1) + 950(2) + 950(3) + 950(4) + 950(5) + 950 + 10000(6)}{(1+.08)^1 + (1+.08)^2 + (1+.08)^3 + (1+.08)^4 + (1+.08)^5 + (1+.08)^6}$$

$$\frac{950 \quad 950 \quad 950 \quad 950 \quad 950 \quad 10,950}{(1+.08) \quad (1+.08)^2 \quad (1+.08)^3 \quad (1+.08)^4 \quad (1+.08)^5 \quad (1+.08)^6}$$

$$D = \frac{54,147.75}{10,688.55}$$

$$\boxed{D = 4.87 \text{ años}}$$

## 2. Prospecto Informativo de Banco Panamericano, S.A.:

El segundo prospecto a revisar es del Banco Panamericano, S. A. Panabank. Esta emisión se dio en 1996 por la suma de B/. 7,000,000.00 con

fecha de vencimiento el 1ero de noviembre de 1999, es decir tendrán vigencia por 3 años

Estos bonos Corporativos son promovidos por Panabank, institución bancaria constituida desde 1992, la cual cuenta con otras subsidiarias controlados por Pahaholding

El negocio principal de Panabank es la *Banca Comercial* de corto y mediano plazo primordialmente, enfocando sus operaciones al financiamiento de importaciones, exportaciones y comercio exterior.

Panabank también desarrolla la *Banca de Consumo* y ofrece además servicios de *Banca de Inversión*, tales como emisión de valores y ofertas públicas tales como emisión de valores y ofertas públicas iniciales, agente de pago, registro y transferencia, entre otros.

El Banco se encuentra en un franco desarrollo de sus actividades. Entre otras actividades de curso normal de operaciones, Panabank tenía emitidos bonos agroindustriales por el monto de B/. 8,000,000.00, los cuales fueron emitidos en 1993 con fecha de vencimiento el 15 de diciembre del año pasado

Los bonos Corporativos de Panabank tienen como finalidad la obtención de fondo para satisfacer la creciente demanda de crédito y mejorar la relación de vencimientos activos y pasivos, extendiendo el plazo promedio de sus pasivos.

**a) Características de la emisión de Bonos Corporativos:**

- Emitidos en forma nominativa
- Registrada sin cupones adheridos

- En denominación de B/ 1,000.00 ó múltiplos enteros de dicha denominación.
- En dos series A y B según la demanda del mercado al momento de la venta
- Vencimiento de tres años
- La Serie A con tasa fija de interés del 9% anual
- La Serie B con tasa de interés anual igual a LIBOR más 3 25% anual.
- Pagos trimestrales los días primeros de los meses de febrero, mayo, agosto y noviembre de cada año
- Firmados en representación del emisor el presidente el vice presidente y el tesorero o secretario.
- Precio de Venta de mercado primario al 100% en su valor nominal pudiéndose vender con descuento o con premio con autorización de la Junta Directiva
- El capital será pagado al vencimiento, es decir, al primero de noviembre de 1999.
- Tiene una cláusula de intereses moratorios del 14%
- Están respaldados por el crédito General de Panabank por medio de un fideicomiso

**b) Estados Financieros de Panabank de 1997 y 1998:**

En el Balance General Consolidado los rubros más importantes que conforman el activo lo conforman Préstamos Netos los cuales subieron del 58% en 1997, al 62% en 1998, demostrando un aumento significativo del

cuatro por ciento. En depósitos en Bancos se observa una baja igualmente de cinco por ciento, puesto que en 1997 representan el 26% del total de activos y en 1998 representaron el 21%.

El rubro más importante del pasivo es el de los Depósitos, los cuales sufrieron una baja de dos por ciento puesto que en 1997 representaban el 82% y en 1998 el 80%.

En cuanto al capital se observa que aunque haya movimientos en los mismos, se mantiene en el ocho por ciento del total de pasivo y fondos de capital.

En los Estados Consolidados de Utilidades se tiene lo siguiente. Según revisión hecha en la parte de los ingresos ( los porcentajes sombreados), se muestra que la mayor parte de los ingresos provienen de los intereses y comisiones netas. En 1997 su participación era del 93% y en 1998 baja en uno por ciento, dando paso a la otra parte de los ingresos (otros ingresos) que aumentó igualmente en el uno por ciento.

Con respecto a los gastos, se observa que los Honorarios profesionales representan el 21% y 22% de los gastos, seguido por los alquileres que mostraron una baja de uno por ciento de 1997 a 1998 y el tercer rubro más importante de los gastos está representado por los otros gastos que igualmente sufrieron la baja del uno por ciento entre los dos años que se están analizando.

Con el Estado de Flujo de Efectivo se puede observar que en 1997 el dinero efectivo se utilizó principalmente para las actividades de operación e

inversión del Banco, mientras que en 1998 se mejoró esta posición, puesto que los flujos de dinero se utilizaron primordialmente en las actividades de inversión.

**CUADRO XII: ESTADOS FINANCIEROS PANABANK**  
**BANCO PANAMERICANO, S.A. (PANABANK)**  
**Y SUBSIDIARIAS**  
**BALANCES CONSOLIDADOS**  
**AL 31 DE DICIEMBRE DE 1998 Y 1997**

<b>Activo</b>	<b>1998</b>	<b>%</b>	<b>1997</b>	<b>%</b>
Efectivo y efectos de caja	15,869,105	5%	3,734,558	1%
<b>Depósitos en Bancos:</b>				
A la vista en Bancos Locales	1,894,736		1,768,850	
A la vista en Bancos del Exterior	10,785,978		3,552,421	
A plazo en Bancos Locales	28,452,910		16,482,258	
A plazo en Bancos del Exterior	22,854,436		47,766,722	
<b>Total de Depósitos en Bancos</b>	<b>63,988,060</b>	<b>21%</b>	<b>69,570,251</b>	<b>26%</b>
 Inversiones a Corto Plazo	 11,325,733	 4%	 18,792,216	 7%
 Préstamos				
Sector Interno	172,268,891		134,675,501	
Sector Externo	22,026,479		22,042,913	
	194,295,370		156,718,414	
 <b>Menos:</b>				
Reserva para posibles préstamos incobrables	1,054,766		1,012,447	
Intereses descontados no ganados	635,770		709,202	
<b>Préstamos Netos</b>	<b>192,604,834</b>	<b>62%</b>	<b>154,996,765</b>	<b>58%</b>
 Inversiones a largo Plazo	 12,545,497	 4%	 11,832,996	 4%
 Mobiliario, equipo y mejoras a la prop Arrendada neto, menos depreciación y amortización acum	 2,233,114	 1%	 2,104,587	 1%
 Activos Varios				
Intereses acumulados por cobrar sobre				
Préstamos	813,808		858,524	
Depósitos	313,568		503,147	
Títulos Valores	271,328		239,606	
Obligaciones de clientes por aceptaciones	1,149,855		2,003,696	
Deudores Varios	6,549,445		1,675,961	
Gastos pagados por anticipados	491,057		473,704	
Otros Activos	156,425		99,353	
<b>Total de Activos Varios</b>	<b>9,745,488</b>	<b>3%</b>	<b>5,853,991</b>	<b>2%</b>
 <b>Total de Activos</b>	 <b>308,311,829</b>	 <b>100%</b>	 <b>266,885,364</b>	 <b>100%</b>

<b>Pasivos y Fondos de Capital</b>	<b>1998</b>	<b>%</b>	<b>1997</b>	<b>%</b>
<b>Depósitos</b>				
A la vista Locales	18,685,539		11,465,924	
A la vista del Exterior	4,213,676		3,288,449	
De ahorros	18,869,569		15,765,882	
A plazo fijo Locales	190,982,534		165,433,810	
A plazo fijo del Exterior	13,954,949		22,437,906	
<b>Total de Depósitos</b>	<b>246,706,267</b>	<b>80%</b>	<b>218,391,971</b>	<b>82%</b>
Financiamientos recibidos de bancos	15,966,126	5%	7,010,830	3%
Bonos por pagar	15,000,000	5%	15,000,000	6%
<b>Otros pasivos</b>				
Cheques de gerencia y cheques certificados	1,318,516		1,481,118	
Intereses acumulados por pagar	1,981,341		1,555,778	
Aceptaciones Pendientes	1,149,855		2,003,696	
Acreedores Varios	1,501,469		809,168	
<b>Total de otros pasivos</b>	<b>5,951,181</b>	<b>2%</b>	<b>5,849,760</b>	<b>2%</b>
<b>Fondos de Capital:</b>				
Acciones comunes con valor nominal de B/ 1.00 cada una				
Autorizadas 20,000,000 acciones emitidas				
y pagadas 11,500,000 en 1995 y 10,000,000 acciones				
en 1994	15,000,000		15,000,000	
Utilidades no distribuidas	9,688,255		5,632,803	
<b>Total de fondos de Capital</b>	<b>24,688,255</b>	<b>8%</b>	<b>20,632,803</b>	<b>8%</b>
<b>Total de Pasivos y Fondo de Capital</b>	<b>308,311,829</b>	<b>100%</b>	<b>266,885,364</b>	<b>100%</b>

**FUENTE: BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ, S.A.**  
**(el análisis vertical por la autora de la investigación)**

**CUADRO XIII: ESTADOS FINANCIEROS PANABANK  
BANCO PANAMERICANO, S.A. (PANABANK)  
Y SUBSIDIARIAS  
ESTADOS CONSOLIDADOS DE UTILIDADES  
AÑOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 1998 Y 1997**

	1998	%	1997	%
<b>Ingresos por intereses y comisiones</b>				
<b>Intereses ganados</b>				
Préstamos	21,511,484		17,048,783	
Depósitos	2,859,269		2,745,589	
Títulos Valores	1,908,070		1,872,541	
<b>Comisiones Ganadas sobre</b>				
Préstamos	1,905,765		1,552,763	
Cartas de Crédito	329,429		443,376	
Otras	1,042,100		875,179	
<b>Total de Ingresos por intereses y comisiones</b>	<u>29,556,117</u>		<u>24,538,231</u>	
<b>Gastos de intereses y comisiones</b>				
Intereses	18,439,709		15,453,673	
Comisiones	487,759		362,250	
<b>Total de gastos de intereses y comisiones</b>	<u>18,927,468</u>		<u>15,815,923</u>	
<b>Ingreso neto por intereses y comisiones</b>	10,628,649		8,722,308	
<b>Provisión para posibles préstamos incobrables</b>	<u>800,000</u>		<u>450,000</u>	
<b>Ingreso neto por intereses y comisiones, después de provisión para posibles préstamos incobrables</b>	<u>9,828,649</u>	92%	<u>8,272,308</u>	93%
<b>Otros Ingresos</b>	<u>899,476</u>	8%	<u>616,339</u>	7%
<b>Ingreso netos</b>	<u>10,728,125</u>	100%	<u>8,888,647</u>	100%
<b>Gastos Generales y administrativos</b>				
Sueldos y otras remuneraciones	362,230	3%	370,095	4%
Otros gastos de personal	269,614	3%	253,098	3%
Honorarios profesionales	2,385,396	22%	1,860,828	21%
Alquileres	692,214	6%	596,371	7%
Publicidad	395,625	4%	281,430	3%
Impuestos Varios	100,524	1%	75,730	1%
Seguros	66,570	1%	101,022	1%
Vigilancia	116,442	1%	108,547	1%
Papelería y útiles de oficina	199,913	2%	136,923	2%
Depreciación y amortización	343,523	3%	234,989	3%
Cuotas y suscripciones	65,113	1%	64,490	1%
Teléfonos, cables y correos	144,030	1%	124,275	1%
Electricidad y agua	79,014	1%	81,969	1%
Mantenimiento y aseo	143,720	1%	128,374	1%
Cargos Bancarios	44,007	0%	38,316	0%
Otros	547,414	5%	514,288	6%
<b>Total de gastos generales y administrativos</b>	<u>5,955,349</u>		<u>4,970,745</u>	
<b>Utilidades antes de impuesto sobre la renta</b>	<u>4,772,776</u>		<u>3,917,902</u>	
<b>Impuesto sobre la renta, estimado</b>	117,324	1%	111,140	1%
<b>Utilidad Neta</b>	<u>4,655,452</u>	43%	<u>3,806,762</u>	43%

**FUENTE. BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ, S.A**  
(el análisis vertical por la autora de la investigación)

**CUADRO XIV: ESTADOS FINANCIEROS PANABANK**  
**BANCO PANAMERICANO, S.A. (PANABANK)**  
**Y SUBSIDIARIAS**  
**ESTADOS CONSOLIDADOS DE FLUJOS DE EFECTIVO**  
**AÑOS TERMINADOS EL 31 DE DICIEMBRE DE 1998 Y 1997**

	1998	1997
<b>Flujos de Efectivo de las actividades de operación.</b>		
Utilidad Neta	4,655,452	3,806,762
Ajustes para conciliar la utilidad neta y efectivo neto provisto por (utilizado en) las actividades de operación		
Depreciación y amortización	343,523	234,989
Provisión para posibles préstamos incobrables	800,000	450,000
Ganancia en venta de valores	(498,098)	(173,880)
Disminución (aumento) neto en inversiones a corto plazo	4,628,793	(6,792,950)
Disminución (aumento) neto en intereses por cobrar	202,573	(133,152)
Aumento (disminución) en otros activos	(4,947,909)	(289,827)
Aumento (disminución) en intereses por pagar	425,563	(159,677)
Aumento (disminución) en otros pasivos	529,699	(438,301)
<b>Total de ajustes</b>	<b>1,484,144</b>	<b>(7,302,798)</b>
<b>Efectivo neto provisto por (utilizado en) actividades de operación</b>	<b>6,139,596</b>	<b>(3,496,036)</b>
<b>Flujos de Efectivo de las actividades de inversión</b>		
Disminución (aumento) neto en depósitos a plazo fijo colocados con vencimientos originales mayores a tres meses	4,147,926	(10,786,126)
Aumento neto en préstamos	(38,408,069)	(32,024,024)
Disminución (aumento) neto en inversiones a largo plazo	2,623,287	(2,210,861)
Adquisición de activo fijo	(472,050)	(677,958)
<b>Efectivo neto utilizado en las actividades de inversión</b>	<b>(32,108,906)</b>	<b>(45,698,969)</b>
<b>Flujos de Efectivo de las actividades de financiamiento:</b>		
Aumento neto en depósitos a la vista recibidos	8,144,842	4,580,731
Aumento neto en depósitos de ahorros recibidos	3,103,687	5,035,142
Aumento neto en depósitos a plazo recibidos	17,065,767	51,141,197
Aumento (disminución) neta en financiamientos recibidos	8,955,296	(149,583)
Dividendos pagados	(600,000)	(560,055)
<b>Efectivo neto provisto por las actividades de financiamiento</b>	<b>36,669,592</b>	<b>60,047,432</b>
Aumento neto en efectivo y equivalentes de efectivo	10,700,282	10,852,427
Efectivo y equivalentes de efectivo al inicio del año	59,514,213	48,661,786
<b>Efectivo y equivalentes de efectivo al final del año</b>	<b>70,214,495</b>	<b>59,514,213</b>

**FUENTE: BOLSA DE VALORES DE PANAMÁ, S.A.**  
**(el análisis vertical por la autora de la investigación)**

**c) Análisis de índices Financieros:**

<b>Índices</b>	<b>1998</b>	<b>1997</b>
Efectivo + Colocaciones/Depósitos	0.32	0.33
Préstamos/Depósitos	0.78	0.70
Pasivo/Patrimonio	10.23	10.86
Activo/Patrimonio	12.49	12.94
Utilidad Neta/Activo	0.01	0.01
Utilidad Neta/Patrimonio	0.19	0.18

El efectivo y las colocaciones representan el 33% de los depósitos en el año de 1997, en 1998, este porcentaje bajó en un 1%. Esto nos indica que los porcentajes arriba mencionados representan el efectivo para amparar los depósitos de los clientes (pasivos).

En cuanto a la relación de Préstamos a depósitos se observa que aumentó en un 8% de 1997 a 1998, indicando que los préstamos tanto internos como externos representan el 78% de la deuda reflejada en los depósitos.

La relación pasivo/patrimonio en los dos años demuestran que existen aproximadamente B/.10.00 de pasivo por cada Balboa de patrimonio que tenga el Banco.

La relación Activo/Patrimonio muestra una leve baja de B/.12.94 en 1997 a B/. 12.49 en 1998. Con esta relación se examina que hay aproximadamente B/. 12.00 de activo por cada Balboa de patrimonio, esto es favorecedor puesto

que existe más dinero cubierto por los activos que los pasivos con respecto al patrimonio

Con la razón Utilidad Neta/Activo se mide la actividad de la utilidad neta sobre los activos. En el caso de Panabank, en los años 1998 y 1997, el porcentaje no ha variado del 1%, indicando una estabilidad de la actividad de la utilidad.

En cuanto a la relación Utilidad Neta/Patrimonio se nota una leve mejoría del 1% en el que 1997 se tenía 18% y en 1998 un 19%, indicando que la actividad o desempeño global de la razón va aumentando de forma lenta

#### **d) Análisis de Rendimiento:**

Con respecto al análisis del VAN de este bono Corporativo tomando en consideración una inversión inicial de B/. 10,000.00 con rendimiento esperado mínimo de 7.75%, que es la tasa del mercado en depósitos a plazo fijo a tres años, se observa.

$$\begin{aligned} I_0 &= \text{B/. } 10,000.00 \\ R^{12} &= 3 \text{ años} \times 4 \text{ trimestres al año} = 12 \\ k &= 7.75 / 4 = 1.9375/100 = 0.019375 \end{aligned}$$

$$\text{VAN} = -10,000 + \frac{225}{(1 + 0.019375)} + \frac{225^2}{(1 + 0.019375)^2} + \dots + \frac{10,000 + 225^{12}}{(1 + 0.019375)^{12}}$$

$$\text{VAN} = 331.75$$

$$D = \frac{900(1) + 1800(2) + 10900(3)}{(1+.08) + (1+.08)^2 + (1+.08)^3} + \frac{900}{(1+.08)} + \frac{900}{(1+.08)^2} + \frac{10,900}{(1+.08)^3}$$

$$D = \frac{28,546.98}{10,331.12}$$

$$D = 2.76 \text{ Años}$$

### 3. Análisis Comparativo de los prospectos:

Con todo lo anteriormente examinado se observa que tanto los rendimientos de los Bonos Hipotecarios con 709.27 de VAN y 331.75 de los bonos corporativos. En cuanto a la duración el Bono Hipotecario analizado que originalmente tiene 6 años de duración, demuestra que tiene una recuperación de la inversión en un período de casi cinco años, mientras que los Bonos Corporativos tienen casi el mismo tiempo de vencimiento de 3 años para recupera la inversión

Con respecto a los índices financieros los Bonos Hipotecarios se destacan en la razón de efectivo más colocaciones a depósitos demostrando que tienen 88 de activo líquido por cada pasivo líquido. Lo mismo ocurre con la razón Préstamo a Depósitos con 0.87, comparado con 78 de los bonos comparativos.

En relación a las otras razones examinadas, los dos bonos se mantienen bastante parecidos

Cuando se comparan los estados financieros se pueden encontrar muchas similitudes en los porcentajes de un año con otro, pero por lo general se mantienen

En cuanto a los estados de flujos de efectivo se aprecia que tanto el Banco del Istmo como Panabank utilizan sus dineros en efectivo provenientes de inversiones.

En general los análisis verticales de los dos bancos demuestran tanto en sus activos, pasivos y fondos de amortización se mantienen ,en los dos años analizados 1997 y 1998, bastantes parecidos, con variaciones que pueden ir desde un uno porciento al un ocho porciento.

Dentro de los Estados de Resultados en ambos bancos los ingresos más importantes son los provenientes de otros ingresos y luego por los intereses sobre préstamos y sobre depósitos a plazo fijo.

Con respecto a los gastos, el Panabank tiene un detalle en donde se destaca que los salarios y otras remuneraciones son las de mayor importancia Mientras que el del Banco del Istmo, por encontrarse todos los gastos bajo un mismo nombre de cuenta no se puede determinar los gastos con mayor porcentaje.

**CUADRO XV: RESUMEN DE ANÁLISIS REALIZADOS**

Indicador	Bono Hipotecario	Bono Corporativo	COMENTARIOS
<b>Instrumentos Financieros:</b>			
a <b>VAN</b>	709 27	331 75	Los dos son rentables, pero el mejor es el hipotecario
b <b>Duración</b>	4 87	2 76	En los bonos hipotecarios la inversión se puede recuperar en un período aproximado de 4 años mientras que en los bonos corporativos es casi el mismo tiempo de 3 años
<b>Índices Financieros: (1998)</b>			
Efectivo + Colocaciones/Depósitos	0 88	0 32	Es mejor la del Banco del Istmo
Préstamos/Depósitos	0 87	0 78	Es mejor la del Banco del Istmo
Pasivo/Patrimonio	10 01	10 23	Tienen pequeñas diferencias
Activo/Patrimonio	11 01	12 49	Es mejor la del Panabank
Utilidad Neta/Activo	0 02	0 01	Un porcentaje de más sobre las utilidades Banistmo
Utilidad Neta/Patrimonio	0 19	0 19	Se mantienen igual

**FUENTE:** La autora de la investigación

## **CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

## **CONCLUSIONES**

- 1. No existen en Panamá leyes especiales para los Bonos Hipotecarios como en otros países, indicando la poca participación en el mercado de valores. Además la Comisión Nacional de Valores y la Bolsa de Valores de Panamá no diferencian en sus estadísticas cuales son los Bonos Hipotecarios y los otros tipos de bonos emitidos.**
- 2. Los últimos Bonos Hipotecarios negociados, en la actualidad, en la Bolsa de Valores de Panamá, en su mayoría son los que tienen de por medio hipotecas de estructuras de las propias empresas que lo emiten.**
- 3. El mercado de valores de Panamá se encuentra en un franco desarrollo, cada vez son más los inversionistas que utilizan este mercado para obtener buenos rendimientos.**
- 4. Los Bonos Hipotecarios son atractivos para los bancos no Hipotecarios que necesitan llenar su requisito del 50% de valores en créditos hipotecarios y es por esto que se observó en el momento de la investigación que hay bonos en la actualidad que no tienen ningún movimiento después de su primera negociación, es decir que su precio es al 100%.**
- 5. Tomando en base la encuesta se detectó que hay opiniones encontradas con respecto al rendimiento y conocimiento de los Bonos Hipotecarios. Y por lo general las respuestas se destacaron la escogencia de la opción regular, poco y suficiente.**
- 6. La utilización de los Bonos Hipotecarios emitidos, en su mayoría, no está dirigida directamente a la promoción de los créditos hipotecarios, si no más**

bien a suplir otras necesidades que el momento de la emisión tenga el emisor de título valor

7. Los Bonos Hipotecarios son en realidad fuente de inversión valiosa que ofrece rendimientos buenos, y que al momento de ser emitidos resultan poco atractivos puesto que representa una inversión a largo plazo. Esta conclusión responde a la hipótesis del trabajo.

## RECOMENDACIONES

1. La Comisión Nacional de Valores y la Bolsa de Valores de Panamá deben hacer distinción entre los Bonos Hipotecarios y los otros tipos de Bonos, ya que no se puede determinar con **exactitud** la cantidad de Bonos Hipotecarios
2. Que se establezcan leyes para los Bonos Hipotecarios, de manera que se incentive a los emisores potenciales- empresas constructoras, a la creación de estos títulos para utilización de fondos para financiamiento y otorgamiento de créditos hipotecarios
3. Que la Comisión Nacional de Valores tenga un orden en la forma en que se archiva la información sobre los títulos valores, destacando detalles importantes como los riesgos y usos que tengan entre otros, puesto que no se llevan estadísticas sobre estos puntos, que consideramos facilitadores de la fluidez de la información

## BIBLIOGRAFIA

## LITERATURA CONSULTADA

### LIBROS

**FABOZZI, Frank, MODIAGLIANI, Franco, y FERRI G. Michael 1996**  
**MERCADOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS.** Prince Hall México 697  
 págs

**GOLCHER , Ileana 1995 ESCRIBA Y SUSTENTE SU TESIS.** Servicios  
 Gráficos Panamá, 166 págs.

**HERNANDEZ SAMPIERI, R. , FERNANDEZ, C. y BAPTISTA P. 1998**  
**METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN** McGraw Hill, Mexico, 502 págs

**JURADO H., Margarita, SALAZAR, Lidia de, y DE LEÓN, Bexie, de.1995**  
**Manual PRÁCTICO PARA LA PRESENTACIÓN DE TRABAJOS DE**  
**GRADUACIÓN , MONOGRAFÍAS, E INFORMES.** Imprenta Universitaria,  
 176 págs

**MARÍN, José Nicolás, KELETHOHM, Werner 1993 INVERSIONES**  
**ESTRATÉGICAS,** Costa Rica, 287 págs

**MENDEZ, Carlos,1995 METODOLOGÍA.** 2da Ed Mc Graw Hill, Colombia, 170  
 págs

**REILLY, Frank, K INVESTMENT ANALYSIS AND PORTFOLIO**  
**MANAGEMENT.** 4ta ed Dryden 981 págs

**WESTON, Fred J BRIGHAM, Eugene F 1993. FINANZAS**  
**ADMINSTRATIVAS.** McGraw Hill, 1148 págs

### DICCIONARIOS

Diccionario de la Lengua Española XIX, Editorial Calpe, S.A España, 312 pág

Diccionario de Términos Financieros, Rafael Baradiarán. Edit Trillas , 3era /  
 Ed , México 264 págs

Léxico Básico del Contador, Raúl Enríquez Palomec, Ed Trillas, 2da /ed.,  
 México 160 págs.

**DOCUMENTOS OFICIALES**

Decreto de Gabinete No. 247 del 16 de julio de 1970 Ley de Valores

Ley No. 1 de 5 enero de 1984, por la cual se regula el Fideicomiso en Panamá

**MANUALES Y FOLLETOS**

1er Simposium Internacional, El mercado Secundario de Hipotecas, Posibilidades de implementación en América Latina, 1995 Panamá

1er Simposium Modalidades de Financiamiento de Vivienda en Sectores de mediano y bajos recursos, Panamá 1995

Bursatización de los Créditos Hipotecarios, 1996 Panamá

La Bolsa de Valores, S A y usted, Folleto Informativo

Boletín Estadístico de la Cámara Panameña de la Construcción 1997.

**ENTREVISTAS**

Lic Aura Beitía, Agente de Ventas del Banco del Istmo Brokers, Inc. marzo de 1997

Lic. Rolando de León de Alba, segundo Vice-Presidente, Sucursal Plaza Chase Manhattan Bank, mayo de 1997

Sr Valentín Solís, Bolsa de Valores de Panamá, S.A febrero de 1999

## **ANEXOS**

## ENCUESTAS REALIZADAS

**CUADRO No. ENCUESTA  
AL BURSATILIZAR BONOS HIPOTECARIOS:**

01	Considera que los Bonos Hipotecarios Ofrecen alto rendimiento para los inversionistas	1	2	3	4	5
02	La utilización de los fondos obtenidos es para financiamiento de sus operaciones	1	2	3	4	5
03	Considera que el inversionista nacional está documentado sobre estos valores negociables	1	2	3	4	5
04	Los créditos residenciales representan una cartera importante para su negocio	1	2	3	4	5
05	Tiene conocimiento de Bonos Hipotecarios emitidos por el alguna entidad del gobierno nacional	1	2	3	4	5
06	Sabe cuales son los créditos hipotecarios elegibles para la bursalización	1	2	3	4	5
07	Considera que los Bonos Hipotecarios representan un alto riesgo para el inversionista	1	2	3	4	5
08	Tiene conocimiento de la existencia de leyes que contemplen disposiciones sobre los Bono Hipotecarios	1	2	3	4	5
09	Cree que se pueden utilizar fideicomisos en el extranjero para avalar los Bonos Hipotecarios nacionales	1	2	3	4	5
10	Sabe si a menudo se hacen ofrecimientos de Bonos Hipotecarios en la Bolsa de Valores	1	2	3	4	5
11	Considera que el rendimiento es bajo al tratarse de títulos valores a largo plazo	1	2	3	4	5
12	Cree que por lo general se utilizan los flujos obtenidos para promover proyectos de inversión	1	2	3	4	5
13	Considera que los Bonos Hipotecarios tienen acogida por los inversionistas extranjeros	1	2	3	4	5
14	Sabe si tiene una considerables acogida los Bonos Hipotecarios promovidos para inmuebles en construcción	1	2	3	4	5
15	Ofrecen mejores garantías las inversiones de empresas privadas	1	2	3	4	5
16	Sabe el tratamiento que se le dan a los créditos ya bursalizados y que se convierten en no elegibles	1	2	3	4	5
17	Cree que con los Bonos Hipotecarios tiene una pronta recuperación de la inversión	1	2	3	4	5
18	Tiene conocimiento de las legislaciones que están relacionadas con los Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5
19	Cree que han prevalecido los fideicomisos nacionales para este tipo de Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5
20	Considera que los inversionistas tienen un conocimiento suficiente para comprar los Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5

**CUADRO No. ENCUESTA  
AL BURSATILIZAR BONOS HIPOTECARIOS:**

01	Considera que los Bonos Hipotecarios Ofrecen alto rendimiento para los inversionistas	1	2	3	4	5
02	La utilización de los fondos obtenidos es para financiamiento de sus operaciones	1	2	3	4	5
03	Considera que el inversionista nacional está documentado sobre estos valores negociables	1	2	3	4	5
04	Los créditos residenciales representan una cartera importante para su negocio	1	2	3	4	5
05	Tiene conocimiento de Bonos Hipotecarios emitidos por el alguna entidad del gobierno nacional	1	2	3	4	5
06	Sabe cuales son los créditos hipotecarios elegibles para la bursalización	1	2	3	4	5
07	Considera que los Bonos Hipotecarios representan un alto riesgo para el inversionista	1	2	3	4	5
08	Tiene conocimiento de la existencia de leyes que contemplen disposiciones sobre los Bono Hipotecarios	1	2	3	4	5
09	Cree que se pueden utilizar fideicomisos en el extranjero para avalar los Bonos Hipotecarios nacionales	1	2	3	4	5
10	Sabe si a menudo se hacen ofrecimientos de Bonos Hipotecarios en la Bolsa de Valores	1	2	3	4	5
11	Considera que el rendimiento es bajo al tratarse de títulos valores a largo plazo	1	2	3	4	5
12	Cree que por lo general se utilizan los flujos obtenidos para promover proyectos de inversión	1	2	3	4	5
13	Considera que los Bonos Hipotecarios tienen acogida por los inversionistas extranjeros	1	2	3	4	5
14	Sabe si tiene una considerables acogida los Bonos Hipotecarios promovidos para inmuebles en construcción	1	2	3	4	5
15	Ofrecen mejores garantías las inversiones de empresas privadas	1	2	3	4	5
16	Sabe el tratamiento que se le dan a los créditos ya bursalizados y que se convierten en no elegibles	1	2	3	4	5
17	Cree que con los Bonos Hipotecarios tiene una pronta recuperación de la inversión	1	2	3	4	5
18	Tiene conocimiento de las legislaciones que están relacionadas con los Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5
19	Cree que han prevalecido los fideicomisos nacionales para este tipo de Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5
20	Considera que los inversionistas tienen un conocimiento suficiente para comprar los Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5

**CUADRO No. ENCUESTA  
AL BURSATILIZAR BONOS HIPOTECARIOS:**

01	Considera que los Bonos Hipotecarios Ofrecen alto rendimiento para los inversionistas	1	2	3	4	5
02	La utilización de los fondos obtenidos es para financiamiento de sus operaciones	1	2	3	4	5
03	Considera que el inversionista nacional está documentado sobre estos valores negociables	1	2	3	4	5
04	Los créditos residenciales representan una cartera importante para su negocio	1	2	3	4	5
05	Tiene conocimiento de Bonos Hipotecarios emitidos por el alguna entidad del gobierno nacional	1	2	3	4	5
06	Sabe cuales son los créditos hipotecarios elegibles para la bursalización	1	2	3	4	5
07	Considera que los Bonos Hipotecarios representan un alto riesgo para el inversionista	1	2	3	4	5
08	Tiene conocimiento de la existencia de leyes que contemplen disposiciones sobre los Bono Hipotecarios	1	2	3	4	5
09	Cree que se pueden utilizar fideicomisos en el extranjero para avalar los Bonos Hipotecarios nacionales	1	2	3	4	5
10	Sabe si a menudo se hacen ofrecimientos de Bonos Hipotecarios en la Bolsa de Valores	1	2	3	4	5
11	Considera que el rendimiento es bajo al tratarse de títulos valores a largo plazo	1	2	3	4	5
12	Cree que por lo general se utilizan los flujos obtenidos para promover proyectos de inversión	1	2	3	4	5
13	Considera que los Bonos Hipotecarios tienen acogida por los inversionistas extranjeros	1	2	3	4	5
14	Sabe si tiene una considerables acogida los Bonos Hipotecarios promovidos para inmuebles en construcción	1	2	3	4	5
15	Ofrecen mejores garantías las inversiones de empresas privadas	1	2	3	4	5
16	Sabe el tratamiento que se le dan a los créditos ya bursalizados y que se convierten en no elegibles	1	2	3	4	5
17	Cree que con los Bonos Hipotecarios tiene una pronta recuperación de la inversión	1	2	3	4	5
18	Tiene conocimiento de las legislaciones que están relacionadas con los Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5
19	Cree que han prevalecido los fideicomisos nacionales para este tipo de Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5
20	Considera que los inversionistas tienen un conocimiento suficiente para comprar los Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5

**CUADRO No. ENCUESTA  
AL BURSALIZAR BONOS HIPOTECARIOS:**

01	Considera que los Bonos Hipotecarios Ofrecen alto rendimiento para los inversionistas	1	2	3	4	5
02	La utilización de los fondos obtenidos es para financiamiento de sus operaciones.	1	2	3	4	5
03	Considera que el inversionista nacional está documentado sobre estos valores negociables	1	2	3	4	5
04	Los créditos residenciales representan una cartera importante para su negocio	1	2	3	4	5
05	Tiene conocimiento de Bonos Hipotecarios emitidos por el alguna entidad del gobierno nacional	1	2	3	4	5
06	Sabe cuales son los créditos hipotecarios elegibles para la bursalización	1	2	3	4	5
07	Considera que los Bonos Hipotecarios representan un alto riesgo para el inversionista	1	2	3	4	5
08	Tiene conocimiento de la existencia de leyes que contemplen disposiciones sobre los Bono Hipotecarios	1	2	3	4	5
09	Cree que se pueden utilizar fideicomisos en el extranjero para avalar los Bonos Hipotecarios nacionales	1	2	3	4	5
10	Sabe si a menudo se hacen ofrecimientos de Bonos Hipotecarios en la Bolsa de Valores	1	2	3	4	5
11	Considera que el rendimiento es bajo al tratarse de títulos valores a largo plazo	1	2	3	4	5
12	Cree que por lo general se utilizan los flujos obtenidos para promover proyectos de inversión	1	2	3	4	5
13	Considera que los Bonos Hipotecarios tienen acogida por los inversionistas extranjeros	1	2	3	4	5
14	Sabe si tiene una considerable acogida los Bonos Hipotecarios promovidos para inmuebles en construcción	1	2	3	4	5
15	Ofrecen mejores garantías las inversiones de empresas privadas.	1	2	3	4	5
16	Sabe el tratamiento que se le dan a los créditos ya bursalizados y que se convierten en no elegibles	1	2	3	4	5
17	Cree que con los Bonos Hipotecarios tiene una pronta recuperación de la inversión	1	2	3	4	5
18	Tiene conocimiento de las legislaciones que están relacionadas con los Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5
19	Cree que han prevalecido los fideicomisos nacionales para este tipo de Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5
20	Considera que los inversionistas tienen un conocimiento suficiente para comprar los Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5

CUADRO No. ENCUESTA  
AL BURSATILIZAR BONOS HIPOTECARIOS:

01	Considera que los Bonos Hipotecarios Ofrecen alto rendimiento para los inversionistas	1	2	3	4	5
02	La utilización de los fondos obtenidos es para financiamiento de sus operaciones.	1	2	3	4	5
03	Considera que el inversionista nacional está documentado sobre estos valores negociables	1	2	3	4	5
04	Los créditos residenciales representan una cartera importante para su negocio	1	2	3	4	5
05	Tiene conocimiento de Bonos Hipotecarios emitidos por el alguna entidad del gobierno nacional	1	2	3	4	5
06	Sabe cuales son los créditos hipotecarios elegibles para la bursalización	1	2	3	4	5
07	Considera que los Bonos Hipotecarios representan un alto riesgo para el inversionista	1	2	3	4	5
08	Tiene conocimiento de la existencia de leyes que contemplen disposiciones sobre los Bono Hipotecarios	1	2	3	4	5
09	Cree que se pueden utilizar fideicomisos en el extranjero para avalar los Bonos Hipotecarios nacionales	1	2	3	4	5
10	Sabe si a menudo se hacen ofrecimientos de Bonos Hipotecarios en la Bolsa de Valores	1	2	3	4	5
11	Considera que el rendimiento es bajo al tratarse de títulos valores a largo plazo	1	2	3	4	5
12	Cree que por lo general se utilizan los flujos obtenidos para promover proyectos de inversión	1	2	3	4	5
13	Considera que los Bonos Hipotecarios tienen acogida por los inversionistas extranjeros.	1	2	3	4	5
14	Sabe si tiene una considerables acogida los Bonos Hipotecarios promovidos para inmuebles en construcción	1	2	3	4	5
15	Ofrecen mejores garantías las inversiones de empresas privadas.	1	2	3	4	5
16	Sabe el tratamiento que se le dan a los créditos ya bursalizados y que se convierten en no elegibles	1	2	3	4	5
17	Cree que con los Bonos Hipotecarios tiene una pronta recuperación de la inversión	1	2	3	4	5
18	Tiene conocimiento de las legislaciones que están relacionadas con los Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5
19	Cree que han prevalecido los fideicomisos nacionales para este tipo de Bonos Hipotecarios.	1	2	3	4	5
20	Considera que los inversionistas tienen un conocimiento suficiente para comprar los Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5

**CUADRO No ENCUESTA  
AL BURSATILIZAR BONOS HIPOTECARIOS:**

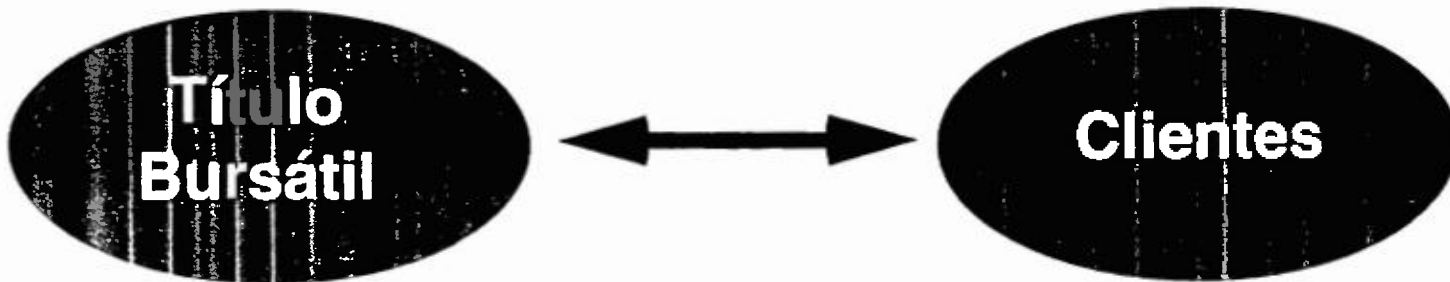
01 Considera que los Bonos Hipotecarios Ofrecen alto rendimiento para los inversionistas	1	2	3	4	5
02 La utilización de los fondos obtenidos es para financiamiento de sus operaciones.	1	2	3	4	5
03 Considera que el inversionista nacional está documentado sobre estos valores negociables	1	2	3	4	5
04 Los créditos residenciales representan una cartera importante para su negocio	1	2	3	4	5
05 Tiene conocimiento de Bonos Hipotecarios emitidos por el alguna entidad del gobierno nacional	1	2	3	4	5
06 Sabe cuales son los créditos hipotecarios elegibles para la bursalización	1	2	3	4	5
07 Considera que los Bonos Hipotecarios representan un alto riesgo para el inversionista	1	2	3	4	5
08 Tiene conocimiento de la existencia de leyes que contemplen disposiciones sobre los Bono Hipotecarios	1	2	3	4	5
09 Cree que se pueden utilizar fideicomisos en el extranjero para avalar los Bonos Hipotecarios nacionales	1	2	3	4	5
10 Sabe si a menudo se hacen ofrecimientos de Bonos Hipotecarios en la Bolsa de Valores	1	2	3	4	5
11 Considera que el rendimiento es bajo al tratarse de títulos valores a largo plazo	1	2	3	4	5
12 Cree que por lo general se utilizan los flujos obtenidos para promover proyectos de inversión	1	2	3	4	5
13 Considera que los Bonos Hipotecarios tienen acogida por los inversionistas extranjeros.	1	2	3	4	5
14 Sabe si tiene una considerables acogida los Bonos Hipotecarios promovidos para inmuebles en construcción	1	2	3	4	5
15 Ofrecen mejores garantías las inversiones de empresas privadas	1	2	3	4	5
16 Sabe el tratamiento que se le dan a los créditos ya bursalizados y que se convierten en no elegibles	1	2	3	4	5
17 Cree que con los Bonos Hipotecarios tiene una pronta recuperación de la inversión	1	2	3	4	5
18 Tiene conocimiento de las legislaciones que están relacionadas con los Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5
19 Cree que han prevalecido los fideicomisos nacionales para este tipo de Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5
20 Considera que los inversionistas tienen un conocimiento suficiente para comprar los Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5

**CUADRO No. ENCUESTA  
AL BURSATILIZAR BONOS HIPOTECARIOS:**

01 Considera que los Bonos Hipotecarios Ofrecen alto rendimiento para los inversionistas	1	2	3	4	5
02 La utilización de los fondos obtenidos es para financiamiento de sus operaciones	1	2	3	4	5
03 Considera que el inversionista nacional está documentado sobre estos valores negociables	1	2	3	4	5
04 Los créditos residenciales representan una cartera importante para su negocio	1	2	3	4	5
05 Tiene conocimiento de Bonos Hipotecarios emitidos por el alguna entidad del gobierno nacional	1	2	3	4	5
06 Sabe cuales son los créditos hipotecarios elegibles para la bursalización	1	2	3	4	5
07 Considera que los Bonos Hipotecarios representan un alto riesgo para el inversionista	1	2	3	4	5
08 Tiene conocimiento de la existencia de leyes que contemplen disposiciones sobre los Bono Hipotecarios	1	2	3	4	5
09 Cree que se pueden utilizar fideicomisos en el extranjero para avalar los Bonos Hipotecarios nacionales	1	2	3	4	5
10 Sabe si a menudo se hacen ofrecimientos de Bonos Hipotecarios en la Bolsa de Valores	1	2	3	4	5
11 Considera que el rendimiento es bajo al tratarse de títulos valores a largo plazo	1	2	3	4	5
12 Cree que por lo general se utilizan los flujos obtenidos para promover proyectos de inversión	1	2	3	4	5
13 Considera que los Bonos Hipotecarios tienen acogida por los inversionistas extranjeros	1	2	3	4	5
14 Sabe si tiene una considerables acogida los Bonos Hipotecarios promovidos para inmuebles en construcción	1	2	3	4	5
15 Ofrecen mejores garantías las inversiones de empresas privadas	1	2	3	4	5
16 Sabe el tratamiento que se le dan a los créditos ya bursalizados y que se convierten en no elegibles	1	2	3	4	5
17 Cree que con los Bonos Hipotecarios tiene una pronta recuperación de la inversión	1	2	3	4	5
18 Tiene conocimiento de las legislaciones que están relacionadas con los Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5
19 Cree que han prevalecido los fideicomisos nacionales para este tipo de Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5
20 Considera que los inversionistas tienen un conocimiento suficiente para comprar los Bonos Hipotecarios	1	2	3	4	5

## **ANEXOS VARIOS**

*Requisito indispensable para bursatilizar*



**Softec S.C.**

CONSULTORES INMOBILIARIOS

## *Resultado de la bursatilización*

### **Producto**

- Títulos bursátiles

### **Obligaciones**

- Largo plazo
- Operación
- Servicio
- Cobranza
- Reestructuración
- Ejecución
- Cancelación

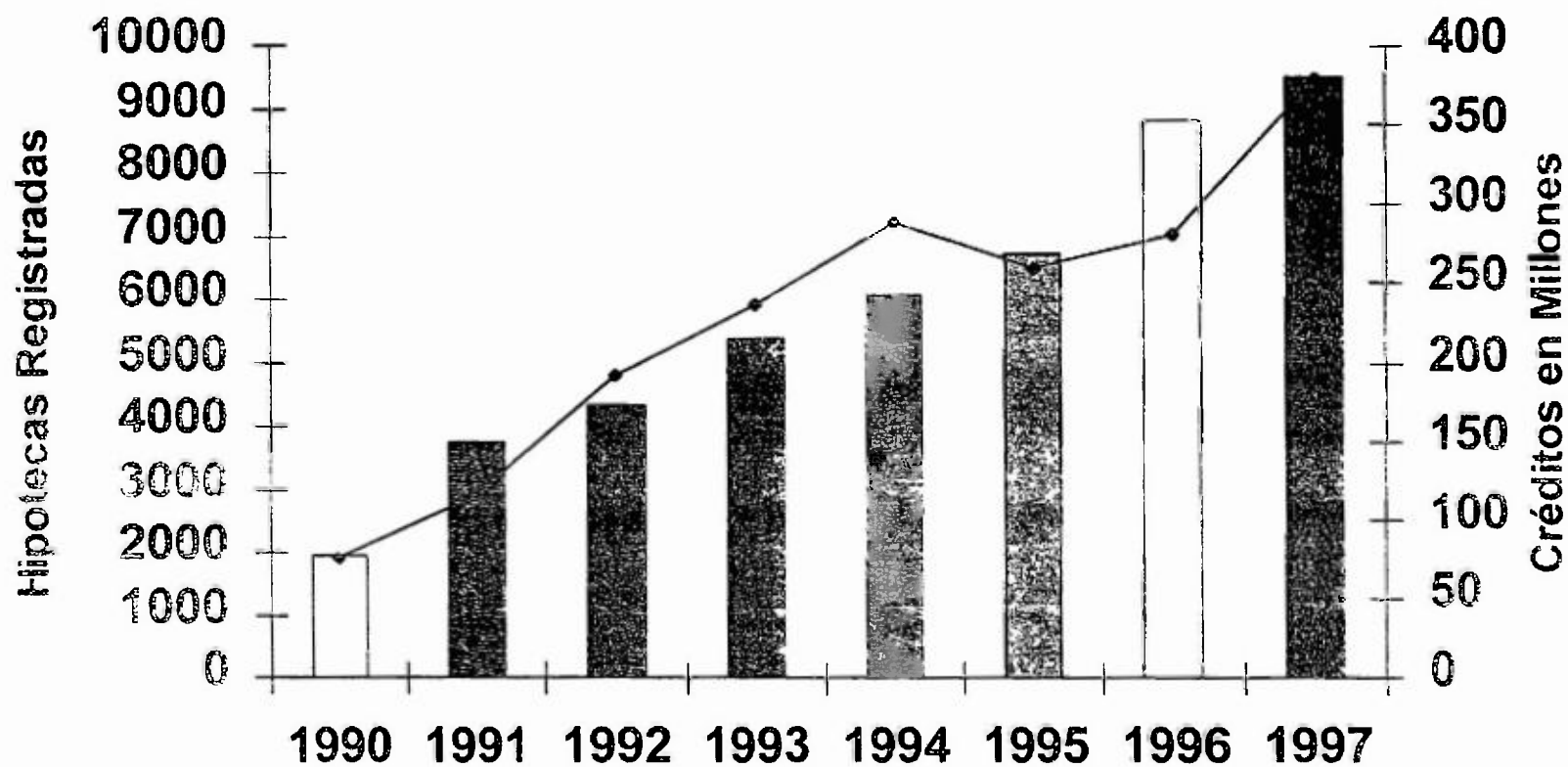
### **Garantías**

- Gobierno
- Aseguramiento
- Mejoramiento crédito
- Asignación
- Quiebra y bancarrota

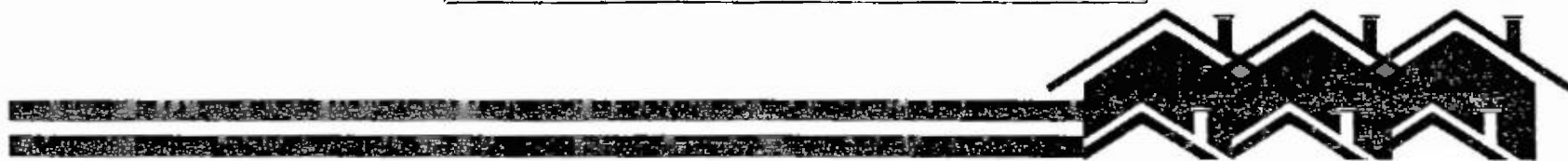
**Softec S.C.**

CONSULTORES INMOBILIARIOS

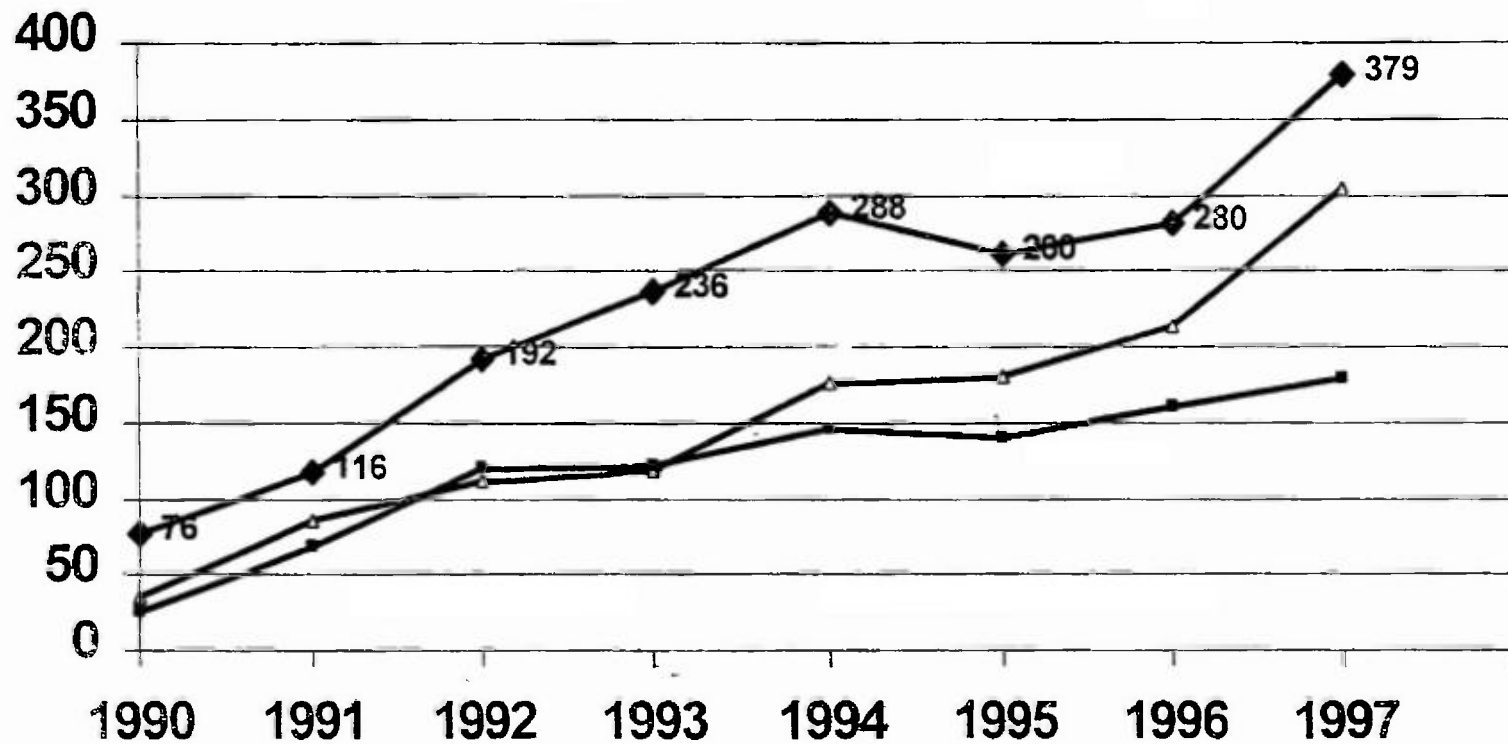
# *Hipotecas Vendidas vs Créditos Otorgados*



□ HIPOTECAS —♦— CREDITOS



# *Prestamos Concedidos por la Banca Privada*



—◆— VIVIENDA —●— COMERCIAL —△— INTERINO



## V. BONOS HIPOTECARIOS (Algunos Ejemplos)

◆ Enafin Internacional, S.A.:

### – Respaldo:

- ▼ Primera hipoteca y anticresis sobre las propiedades que respaldan la emisión.
- ▼ Endoso de la póliza de seguro contra incendio y terremoto a favor del fideicomiso.
- ▼ Fondo de redención que acumulado el último mes sea equivalente al 60% de los bonos emitidos en circulación.

### – Uso de los fondos:

- ▼ Cancelación de hipoteca, adquisición de nuevas propiedades y mejoras.



# BONOS HIPOTECARIOS

## (Algunos Ejemplos)

◆ Grava, S.A. \$10,000,000.00:

### – Respaldo:

- ▼ Primera hipoteca y anticresis sobre las fincas y sus mejoras: Planta principal de concreto vía Transístmica, planta de tubos Miraflores en Tocúmen, y propiedades adyacentes.
- ▼ Endoso de la póliza de seguro contra incendio y terremoto a favor del fideicomiso.
- ▼ Fianza solidaria de todas las empresas del Grupo Industrias de Concreto, S.A.

### – Uso de los fondos:

- ▼ Financiamiento de maquinarias y equipos nuevos, financiamiento a afiliadas y financiamiento de cuentas por pagar a afiliadas.



# BONOS HIPOTECARIOS

## (Algunos Ejemplos)

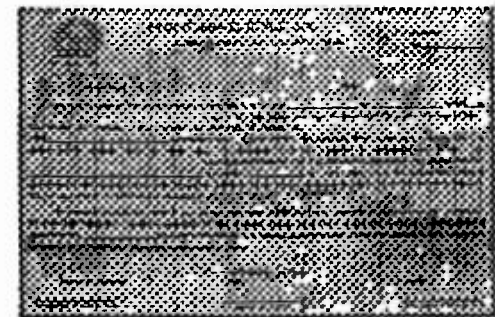
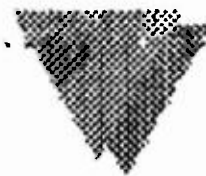
- ◆ Otoman Investment Corp, \$7,000,000.00:  
(Bonos Inmobiliarios)

### – Respaldo:

- ▼ Primera hipoteca y anticresis sobre las fincas y sus mejoras de los edificios Princesa y Condesa del Mar . Las cancelaciones parciales se darán a medida que se endosen a favor del fideicomiso las cartas compromisos de pago de las instituciones bancarias. A medida que dichas garantías se hacen efectiva los dineros recaudados van a un fondo de redención.

### Uso de los fondos:

- ▼ Financiamiento de la construcción Princesa y Condesa del Mar.



# BONOS HIPOTECARIOS

## (Algunos Ejemplos)

- ◆ Chase Investment Bank \$15,000,000.00:  
(Bonos de hipotecas residenciales)

- **Respaldo:**

- ▼ Crédito general del fideicomiso. Compra de créditos hipotecarios del Chase Manhattan Bank, N.A. Redenciones: parciales según pago de los deudores de los créditos hipotecarios. Se transfiere el riesgo del banco y el beneficio económico del financiamiento de la cartera de créditos hip.

- **Intereses:**

- ▼ Variables, determinados trimestralmente en base a la tasa de interés que se cobra a los créditos hipotecarios menos los gastos operativos y las distribuciones del fideicomisario.

- **Uso de los fondos:**

- ▼ Adquisición de crédito hipotecario de The Chase Manhattan Bank, N.A. Sucursal de Panamá.

