

**TITULARIZACIÓN DE LA PROPIEDAD INTELECTUAL, UN NUEVO ACTIVO
FINANCIERO**

ESTEBAN BOTERO OSPINA

**UNIVERSIDAD DE LOS ANDES
FACULTAD DE ADMINISTRACIÓN
MAESTRIA
BOGOTA, D.C. 2003**

INTRODUCCIÓN

Los sistemas financieros funcionan como ejes del crecimiento económico de los países. En Colombia no se da la excepción. Las fortalezas y la mejora de las debilidades del sistema financiero, son fundamentales en la consecución de su objetivo, visto como la asignación eficiente de recursos cumpliendo el rol de intermediario entre los actores superavitarios y deficitarios de la economía.

El sistema financiero debe otorgar al mercado los instrumentos suficientes para satisfacer sus necesidades de financiamiento y de inversión, sin embargo, a la vez debe ser transparente y responsable en el manejo de cualquier instrumento de inversión y / o financiamiento, pues de la confianza del usuario de estos instrumentos, depende el éxito de los mismos.

Tamaño del Sector Financiero Crediticio Colombiano a Mayo de 2003

Indicadores	Total Bancos con anteriores CAVs	Total CFIs	Total CFCs (Tradicionales+Leasing)	Total Cooperativas
Activos Totales (Millones de pesos)	\$ 79.411.739	\$ 8.463.948	\$ 4.297.457	\$ 342.620
Activos Totales (Millones de dólares) (*)	\$ 27.831	\$ 2.966	\$ 1.506	\$ 120
Pasivos Totales (Millones de pesos)	\$ 71.177.153	\$ 6.980.028	\$ 3.617.369	\$ 252.780
Pasivos Totales (Millones de dólares) (*)	\$ 24.945	\$ 2.446	\$ 1.268	\$ 89
Capital (Millones de pesos)	\$ 8.234.586	\$ 1.483.920	\$ 680.089	\$ 89.840
Capital (Millones de dólares) (*)	\$ 2.886	\$ 520	\$ 238	\$ 31

Fuente: Superintendencia Bancaria de Colombia. Cifras Económicas y Financieras. Archivo Histórico de Principales Indicadores

La relación entre oferta de instrumentos financieros y desarrollo de las economías es compleja dada la cantidad de factores legales, macroeconómicos y coyunturales que influyen en el desarrollo de las economías, entre ellos legislaciones financieras que afectan la operación misma de las entidades financieras y su capacidad de ofrecer instrumentos de inversión o financiación al mercado. Pero, la experiencia muestra que las economías desarrolladas poseen igualmente sectores financieros desarrollados y altamente especializados en la oferta de un sin número de instrumentos financieros que varían de acuerdo a las necesidades y tendencias del mercado.

La capacidad del sistema financiero para ofrecer instrumentos no tradicionales va ligada con el nivel de confianza del mercado en las mismas entidades financieras. La confianza del mercado también se logra a través del reconocimiento de la habilidad de los entes de regulación y control bancario para vigilar y supervisar a las entidades financieras. Como se mencionó anteriormente, la legislación financiera debe estar a la vanguardia de las necesidades de los mercados en la necesidad de conseguir oportunidades de inversión y financiamiento acordes con las tendencias mundiales.

Una vez examinadas las formas que toman internacionalmente los recursos financieros, es importante precisar, que su desplazamiento alrededor del mundo se realiza a través de los mercados financieros internacionales. Por medio de una gran variedad de técnicas, instrumentos e instituciones, los mercados financieros absorben el ahorro de millones de personas (prestamistas-ahorradores),

canalizándolo hacia prestatarios-inversionistas, quienes requieren los fondos para desarrollar sus planes de inversión ó consumo.

Los ahorradores-prestamistas obtienen beneficios por los dividendos o intereses que devengan sus fondos entregados en préstamo. Los prestatarios-inversionistas ganan porque tienen acceso al dinero necesario para llevar a cabo sus planes de inversión, que de otra manera no podrían financiar (y que presumiblemente rentan más que el interés que pagan). Sin la existencia de los mercados financieros los ahorradores no tendrían opción distinta a la del atesoramiento de sus excesos de liquidez, y los prestatarios estarían solo en posibilidad de desarrollar los planes de inversión que pudieran financiar con sus propios recursos.

La existencia de un mercado financiero desarrollado, accesible y transparente, es de crucial importancia para permitir la transmisión del ahorro a aquellos que desean adelantar proyectos de inversión. Si el mecanismo de inversión es subdesarrollado, inaccesible ó imperfecto, el flujo de fondos del ahorro del sector familias a las empresas será impedido, y el nivel de actividad económica caerá por debajo de su verdadero potencial.

Un ejemplo concreto de una falla de los mercados financieros en la canalización de fondos, se manifiesta cuando hay una falta de información adecuada entre prestatarios buscando fondos y/o prestamistas deseando prestar. Esto resalta la principal función de cualquier mercado, cual es, la de poner en contacto compradores y vendedores de crédito. Si algunos prestatarios potenciales

desconocen las posibilidades que ofrecen los mercados financieros en lo relacionado con fuentes de fondos, los proyectos de inversión que hubieran podido desarrollarse no se llevarán a cabo, pese a existir ahorradores dispuestos a prestar su dinero a tasas de interés iguales o inferiores a las que podrían pagar los prestatarios.

Una situación similar se presenta en el caso de los ahorradores; algunos pueden no conocer las oportunidades de colocación de su dinero, dejándolo atesorado. Esta circunstancia ocasiona una disminución en la inversión, lo que a su turno disminuye el ahorro por cuanto declina el ingreso.

En todos los países han emergido Bancos de Inversión, como instituciones que ayudan a canalizar los fondos entre ahorradores y prestatarios; reúnen información sobre los principales compradores de títulos, y por una comisión, ayudan a los emisores a comercializar sus papeles en las condiciones más favorables de precio. Una vez los títulos son emitidos, otra clase de instituciones ayudan a proveer un “mercado secundario” donde estos pueden ser vendidos y comprados por varios inversionistas; son las Bolsas de Valores, y el llamado mercado “OTC” (over the counter).

El uso de instrumentos de financiamiento tal como las titularizaciones ofrecen una alternativa a los actores deficitarios en la consecución del fondeo necesario para sus operaciones, igualmente, las titularizaciones ofrecen al inversionista la

posibilidad de incrementar su capital por medio de métodos no tradicionales que harán mayor el retorno sobre su inversión.

Los Bancos de Inversión son especialistas en ofrecer gran variedad de instrumentos financieros. Las titularizaciones hacen parte del portafolio de productos ofrecido por estos bancos de inversión a sus clientes. Sin embargo, un proceso de titularización no es sencillo, requiere del estudio, análisis y posterior pronóstico de una serie de indicadores financieros, variables macroeconómicas, así como la interpretación del rol de la coyuntura económica en donde se llevará a cabo la titularización.

La esencia de las titularizaciones es la de emitir títulos valores amparados por medio de un activo, ó, una serie de activos colateralizados. Entre los activos que se dejan como colateral se encuentran ingresos por concepto de ventas futuras de cualquier producto o commodity¹, ingresos por concepto de créditos hipotecarios, entre otros. Todas estas titularizaciones son conocidas como ABS “Asset Backed Securities” (Titularizaciones respaldadas por activos). En los últimos 7 años se ha explotado un nuevo segmento de las titularizaciones respaldadas por activos (ABS), este segmento es conocido como el de la propiedad intelectual, mas específicamente el de los derechos de autor de composiciones, interpretaciones musicales.

¹ “Commodity” palabra usada para calificar todos los tipos de artículos, bienes, mercancías, etc, que sean comercializables.

En enero de 1997, el cantante David Bowie, quién ha sido una de las mas innovadoras figuras de la música, escribió una página en la historia de los mercados estructurados al obtener US\$ 55 millones, a través de la emisión de bonos garantizados por las regalías futuras de sus música, que una vez amortizados en su totalidad volverán a su dominio. La característica de las transacciones respaldadas por propiedad intelectual es que son altamente dependientes de los gustos populares, adicionando de esta manera un nivel mayor de complejidad al análisis del riesgo crediticio de la transacción.

Otras estrellas del género musical tales como: James Brown, Marvin Gaye, The Isley Brothers, Ashford & Simpson, Joan Jet, entre otros, han realizado emisiones amparadas por los derechos de autor. De acuerdo con las declaraciones de David Pullman² “el negocio de la propiedad intelectual es un negocio de trillones de dólares”, sin embargo para mantener su valor es importante que la legislación conserve la protección de los derechos de autor. A la fecha, en los Estados Unidos se ha realizado transacciones que totalizan aproximadamente US\$ 100 millones³, que representan tan solo una porción del verdadero potencial de la titularización de obras musicales.

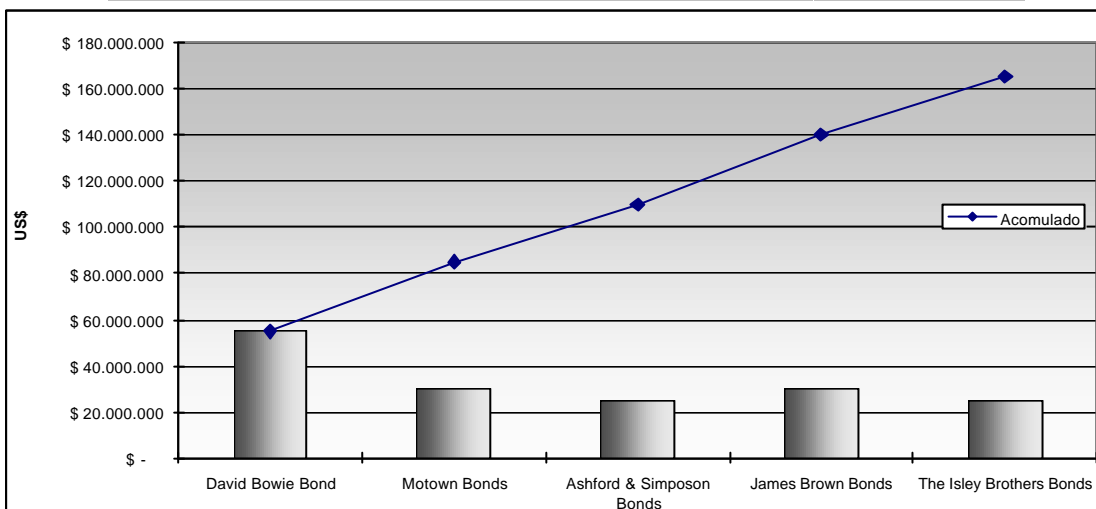
² The Pullman Group, LLC. Estructurador de los bonos David Bowie en 1997 www.pullmanco.com

³ Moody's Investors Services. Structured Finance. www.moody.com

Titularizaciones Realizadas por Pullman Group

Año	Titularización	Plazo	Monto (US\$)
1998	David Bowie Bond	10 años	\$ 55.000.000
1998	Motown Bonds	15 años	\$ 30.000.000
1999	Ashford & Simpson Bonds	15 años	\$ 25.000.000
2000	James Brown Bonds	10 años	\$ 30.000.000
2000	The Isley Brothers Bonds	10 años	\$ 25.000.000
TOTAL			\$ 165.000.000

Fuente: The Pullman Group. About the Pullman Group. www.pullmanco.com



La competencia entre instituciones financieras ha incentivado el desarrollo de nuevos productos y mercados, desde 1960 se ha intensificado el nivel de desarrollo e innovación. El Consejo Económico Canadiense⁴ clasifica innovaciones financieras en las siguientes categorías:

- Instrumentos que amplían el mercado;
- Instrumentos para el manejo de riesgo;
- Instrumentos y procesos de arbitraje;

⁴ Globalization and Canada's Financial Markets (Ottawa, Canada: Suplí and Services Canada, 1989) Pg. 32

De igual manera, se puede clasificar la motivación para la innovación financiera⁵:

- Incrementada Volatilidad de las tasas de interés, inflación, costo de capital y tasas de cambio;
- Avances en tecnologías computacionales y de telecomunicaciones;
- Mayor grado de educación entre los participantes del mercado;
- Competencia entre intermediarios financieros;
- Incentivos para minimizar impactos de leyes impositivas y de regulación;
- Cambios en las tendencias globales de salud financiera.

Dentro de los inversionistas potenciales en titularizaciones se pueden ubicar a los fondos de pensiones obligatorias cuyos valores han mostrado un incremento sustancial.

Valor Fondos de Pensiones Obligatorias 2° Semestre 2002

FONDO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
	(Millones de Pesos)	(Millones de Pesos)	(Millones de Pesos)	(Millones de Pesos)	(Millones de Pesos)	(Millones de Pesos)
PORVENIR	\$ 3.805.790	\$ 3.874.842	\$ 3.964.217	\$ 4.015.010	\$ 4.091.290	\$ 4.239.088
PROTECCIÓN	\$ 3.124.654	\$ 3.174.341	\$ 3.264.072	\$ 3.343.544	\$ 3.464.517	\$ 3.588.635
HORIZONTE	\$ 2.600.275	\$ 2.648.341	\$ 2.712.137	\$ 2.761.073	\$ 2.831.513	\$ 2.927.537
COLFONDOS	\$ 2.147.591	\$ 2.204.532	\$ 2.253.685	\$ 2.295.028	\$ 2.345.463	\$ 2.427.975
SANTANDER	\$ 1.845.806	\$ 1.866.151	\$ 1.900.555	\$ 1.943.399	\$ 2.002.901	\$ 2.061.232
SKANDIA	\$ 390.604	\$ 403.133	\$ 414.641	\$ 428.972	\$ 444.443	\$ 460.209
TOTAL	\$ 13.914.722	\$ 14.171.340	\$ 14.509.306	\$ 14.787.026	\$ 15.180.127	\$ 15.704.676

Fuente: Informes presentados por las SAF a la Superintendencia Bancaria de Colombia, www.superbancaria.gov.co

El propósito de este documento es el de analizar en Colombia la viabilidad, las características necesarias del mercado de valores y las modificaciones a las

⁵ Cooper "Financial Innovations", Table 9

actuales, para la emisión teórica de una titularización respaldada por activos. El activo usado para el análisis es la propiedad de los derechos de autor e interpretación de uno o un catálogo de composiciones musicales exitosas en los últimos años en Colombia. El documento pretende explicar el proceso de titularización, sus alcances, sus beneficios, la importancia de una adecuada legislación, tanto financiera como de protección a los derechos de propiedad intelectual para el éxito de la titularización, igualmente se pretende desarrollar un método que funcione como guía para futuras titularizaciones de este tipo.

1. MARCO TEÓRICO

1.1 Sistema Financiero Colombiano y sus Instrumentos de Inversión

En Colombia, el sistema financiero no es perfecto, tal como se evidenció en la pasada crisis del sector en 1998 – 1999, en la cual se intervinieron ocho entidades financieras, dos más fueron obligadas a capitalizarse por sus accionistas, y otras 7 entidades se vieron forzadas a acudir a préstamos para capitalizarse dada su situación precaria. Las instituciones más afectadas por la crisis fueron los bancos comerciales, dado que de las ocho entidades financieras intervenidas, 5 eran bancos comerciales. El costo para el país producto de esta crisis se puede ver reflejada en la falta de confianza en el sector financiero lo cual justifica parte de la fuga de capitales a entidades financieras del exterior. Sin embargo, en los últimos 4 años, el sector financiero en general se ha dado la tarea de recobrar la confianza del público lo cual se ve demuestra en el incremento de sus utilidades las cuales para el segmento de bancos comerciales fueron al cierre de 2002 del orden de US\$ 3150 millones⁶ en comparación a las pérdidas registradas al cierre de 1999 que sumaron US\$ 1085 millones⁷. El mercado pese a las señales de recuperación de la confianza demandan nuevas alternativas de inversión mejor remuneradas o de financiación más favorables, alternativas que los bancos comerciales no ofrecen satisfactoriamente.

⁶ Superintendencia Bancaria de Colombia. Indicadores Gerenciales. www.superbanacria.gov.co

⁷ Ibid

El Sistema Financiero Colombiano esta cobijado bajo una gran complejidad regulatoria. En él, se dejan entrever las asimetrías con las que ha sido desarrollado, mostrando evidencia de la falta de uniformidad y secuencia lógica, en consecuencia no existe un modelo de multibanca que maneje de manera integral las operaciones financieras el cual es característico de los mercados financieros internacionales.

El mercado monetario colombiano será definido por su plazo, a través de las operaciones realizadas mediante instrumentos financieros con plazos máximos de un año en promedio.

Las instituciones financieras, organizadas desde 1923, han experimentado varias reformas a través del tiempo, sin embargo es con la ley a la ley 45 de 1990, en los decretos que la reglamentan, en el estatuto orgánico del sistema financiero y sus respectivas modificaciones con a partir de la ley 35 de Enero de 1993, donde se regula de manera global la estructura del sistema financiero. A partir de la misma el sistema esta caracterizado por se “Un modelo Intermedio entre la banca especializada y la multibanca donde entraron a operar Conglomerados Financieros, estructurados bajo la figura de establecimientos de crédito y matrices de sociedades financieras”⁸

⁸ Evolución y perspectivas del sistema financiero Pág. 30

Como consecuencia de las anteriores reformas se desagregó la actividad fiduciaria de la bancaria y se creó un nuevo régimen de inversiones en las cuales se organizaron las filiales alrededor de los establecimientos Bancarios.

Posteriormente con la nueva constitución, 1990, se definió la ley marco de la actividad financiera, ley 35 de 1993, por medio de la cual estructuró y especializó la actividad de arrendamiento financiero, dicha reforma no tuvo en cuenta el factoring.

Durante este proceso evolutivo en la regulación del sector se han ampliado las facultades para que las entidades especializadas lleven a cabo distintas operaciones que anteriormente eran exclusivas de otro tipo de entidades.

Establecimientos de Crédito: Su objetivo principal es la captación de recursos en moneda legal de dineros del público para colocarlos a través de operaciones activas de crédito, de acuerdo con el Estatuto Orgánico, los distintos tipos de establecimientos de crédito son:

Establecimientos Bancarios: Captan a través de cuenta corriente y otros depósitos a la vista o a término recursos y los colocan en operaciones activas de crédito, se pueden realizar operaciones activas y pasivas en moneda extranjera y también sirven como intermediarios del mercado cambiario.

Los dos tipos de establecimiento bancario son : Bancos comerciales y Bancos Hipotecarios, los primeros se definen como "Establecimientos que hacen el

negocio de recibir fondos de otros en depósito general y de usar estos, junto con su propio capital para prestarlo y comprar o descontar pagares, giros o letras de cambio.⁹ La Banca Hipotecaria, son los que se dedican a colocar préstamos con garantías de bienes raíces.

Las corporaciones financieras son las instituciones que captan recursos por medio de depósitos o instrumentos de deuda a plazo, buscando realizar operaciones activas de crédito y llevar a cabo inversiones para promover la creación, reorganización, fusión, transformación y expansión de empresas.¹⁰

También podrán realizar operaciones de factoring en moneda nacional o extranjera a menos de un año cuando corresponden a importaciones o exportaciones, ejercer la representación legal de tenedores de bonos y llevar a cabo inversiones de capital en los establecimientos de crédito.

Las Corporaciones de Ahorro y Vivienda son instituciones cuya función es captar ahorro del público para realizar operaciones activas de crédito hipotecario de largo plazo mediante el sistema de valor constante, así mismo podrán realizar otro tipo de operaciones en moneda legal, bajo las condiciones que establezca el gobierno Colombiano, como otorgar préstamos para inversión garantizados por hipoteca sobre inmuebles diferentes a vivienda, otorgar créditos de consumo sin hipoteca, y realizar inversiones de capital en las sociedades de servicios financieros. Adicionalmente podrán ser intermediarios del mercado cambiario efectuando

⁹ Estatuto Orgánico del sistema Financiero en: Sistema Financiero Colombiano, Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, Evolución reciente y marco institucional

¹⁰ *Ibíd.* capítulo 1, artículo 2

operaciones de compra y venta de divisas autorizadas por el banco de la Republica.

Las Compañías de Financiamiento Comercial captan recursos del publico mediante depósitos a termino, estas instituciones realizan operaciones activas dirigidas a la financiación de operaciones comerciales. Igualmente pueden actuar como intermediarios del mercado cambiario y realizar operaciones de cambio autorizadas por el banco de la Republica y efectuar operaciones de leasing o arrendamiento financiero.

De acuerdo con las funciones de los establecimientos de crédito podemos destacar la gran similitud de operaciones siendo únicamente privativas las operaciones de cuenta corriente, cédulas hipotecarias las cuales corresponden a actividades de bancos comerciales e hipotecarias, En lo referente a las operaciones de crédito, únicamente el leasing, es exclusivo de las compañías de financiamiento comercial. Sin embargo, un impulso a la multifuncionalidad del sector lo a otorgado la ley 389 de 1997 la cual autorizo “La utilización de redes dentro del sector financiero, medida que en la practica ha permitido la prestación unificada de los diversos servicios financieros”¹¹

Las Sociedades de Servicios Financieros, según el estatuto orgánico las sociedades de servicios financieros son los almacenes generales de deposito, las

¹¹ Estatuto Orgánico del sistema Financiero en: Sistema Financiero Colombiano, Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, Evolución reciente y marco institucional, pg 32

sociedades fiduciarias, las sociedades de compra de cartera o factoring y las sociedades administradoras de pensiones y cesantías.

Los almacenes generales de depósito son entidades cuyo objetivo es: “ el depósito, la conservación y custodia, el manejo y distribución, la compraventa por cuenta de sus clientes de mercancías y productos de procedencia nacional y extranjera, (...) y la expedición de certificados de depósito y bonos de prenda transferibles por endoso y destinados a acreditar la propiedad y el depósito de las mercancías y productos y la constitución de garantía prendaria sobre ellos.”¹²

Las Sociedades de compra de cartera o Factoring: Son las entidades especializadas en comprar créditos representativos de dinero a empresas o individuos.

Las sociedades fiduciarias, también catalogadas como instituciones financieras aunque no son establecimientos de crédito, prestan servicios de administración delegada por parte de sus clientes, actúan como fideicomisarios, albaceas, registradores de acciones y bonos, etc

Las sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, tienen como fin la captación de auxilios de cesantía de los trabajadores, ofreciendo una rentabilidad que en ningún caso podrá ser menor que la tasa de captación promedio del mercado financiero.

¹² Estatuto orgánico del sistema financiero en: Sistema Financiero Colombiano, Pag 15.

Las Sociedades de capitalización buscan “estimular el ahorro mediante la constitución en cualquier forma, de capitales determinados a cambio de desembolsos únicos o periódicos con posibilidad o sin ella de reembolsos anticipados por medio de sorteos”¹³

Hoy en día, la tendencia mundial es acudir a la banca de inversión en busca de opciones de inversión o de financiamiento completamente personalizadas. La banca de inversión brinda la oportunidad de encontrar el tipo de inversión que mejor convenga a los actores superavitarios, igualmente da esta misma posibilidad a los actores deficitarios en busca de una financiación acorde con sus necesidades. No es sencillo ubicar las dos contrapartes que estén de acuerdo con las características de la financiación y / o de la inversión que se les propone, pero entre las fortalezas de la banca de inversión es buscar estas contrapartes. En Colombia el concepto de la banca de inversión no ha sido desarrollado como en otros países. Aún los principales participantes del mercado financiero son los bancos comerciales ofreciendo al mercado los instrumentos tradicionales de inversión, entre ellos: Certificados de Depósito a Término Fijo, Fondos de Inversión, Cuentas de Ahorro, Cuentas de Ahorro en moneda extranjera. Igualmente los instrumentos de financiamiento que ofrecen son créditos ordinarios especializados ya sea en vivienda, o, de libre inversión a tasas de interés y con amortizaciones estandarizadas con las del mercado.

¹³ Estatuto Orgánico del sistema Financiero en: Sistema Financiero Colombiano, Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, Evolución reciente y marco institucional, Art. 36.

El mercado Colombiano cada vez demanda mas la necesidad de alternativas de financiación y de inversión. Se ha incrementado el uso de instrumentos financieros diferentes a los más comunes. Para citar ejemplos: tomamos la titularización realizada en 1999 por Fedecafé, de sus ingresos futuros concepto de las exportaciones de café a los clientes base. La titularización logró conseguir aproximadamente US\$ 83 millones a Fedecafé para financiar sus diversos programas de apoyo e investigación al gremio cafetero, e igualmente ofrecer a los inversionistas una tasa de retorno muy rentable producto de los ingresos antes mencionados. Sin embargo, cabe mencionar que esta titularización fue realizada por una firma de banca de inversión extranjera. En Colombia los procesos de Titularización no han contado con la profundidad y el desarrollo de los otros mercados, debido al limitado tipo de activos que han sido objeto de este proceso, los cuales están descritos en el artículo 1.3.1.4 de la resolución 400 de 1995 expedida por la Superintendencia de Valores¹⁴. Sin embargo, se han dado los primeros pasos como mecanismos de inversión o financiamiento bajo la titularización hipotecaria.

1.2 Titularizaciones Respaldadas por Activos (ABS)

Las titularizaciones respaldadas por activos, comúnmente conocidas como ABS (Asset Backed Securities), son bonos o papeles respaldados por activos financieros. Comúnmente, estos activos consisten de cuentas de cobro, ó, ingresos futuros provenientes de por ejemplo: uso de tarjetas de crédito, amortización de créditos por concepto de compra de vehículos, ventas de

¹⁴ Superintendencia de Valores de Colombia,., Resolución 400

cualquier commodity entre otros. Los bonos ABS se diferencian de la mayoría de bonos debido a su alta calidad crediticia que en cerca del 90% de las emisiones son calificados como AAA por las calificadoras de riesgo reconocidas. La alta calificación es producto de la habilidad de pago que posee el emisor del activo subyacente.

Las entidades financieras que trabajan como entidades crediticias, incluyendo bancos comerciales e hipotecarios, convierten frecuentemente sus activos en títulos negociables en el mercado por medio de un proceso conocido como titularización. El proceso por el cual atraviesa la entidad financiera o cualquier entidad en proceso de realizar una titularización respaldada por activos es complejo y se estudiará en detalle mas adelante, sin embargo, es prudente mencionar una serie de aspectos relevantes al proceso.

Antes, debemos hacer una diferenciación entre la titularización de activos existentes (hipotecas, préstamos, etc) y titularización de activos futuros. La diferencia radica en la valoración de los activos. Tanto préstamos como hipotecas, poseen flujos de cajas predeterminados y uniformes de acuerdo a las características del préstamo, ó, hipoteca. La valoración de estos activos ya existentes se hace trayendo a valor presente los flujos futuros conocidos. Por otro lado, los activos futuros, tal como los ingresos futuros por concepto de regalías por derechos de autor no se conocen con certeza. Para estos ingresos se debe hacer un pronóstico e acuerdo a una serie de variables que se explicaran mas adelante, así que la valoración de los activos no es sencilla.

Las entidades venden sus ingresos futuros a una empresa creada con un único objetivo, el cual es el de tener disponibilidad de estos activos financieros para titularizarlos. Estas empresas con objetivo específico son conocidas como Vehículos con Propósito Especial SPV (Special Purpose Vehicle). La venta inicial hecha al SPV se hace con el propósito de minimizar el riesgo de quiebra del ente que titulariza y de esta manera proteger a los activos de cualquier prenda que pueda llegar a existir sobre ellos. El SPV como tenedor de los activos los vende nuevamente a un administrador, generalmente un banco de inversión, que hará la respectiva emisión de los títulos. Esta venta posterior se hace con el propósito de dejar en manos de los bancos de inversión al consecución de los clientes, ó, inversionistas necesarios para hacer de la titularización una emisión exitosa.

De acuerdo con el propósito de este documento, la titularización de derechos de autor contendría las características anteriores. Estas características se deben sumar a las tradicionales y ajustar a las necesidades de la emisión para que sea en primera instancia calificada de manera tal que su colocación sea exitosa. Entre los elementos a considerar y estudiar en la titularización de derechos de autor es la legislación vigente en Colombia respecto a la protección, uso y facultades que otorga el tener derechos de autor. Igualmente se debe considerar el Régimen del Mercado Público de Valores dado que bajo este se hará posible la titularización.

1.3 Derechos de Autor y de Propiedad Intelectual

También conocidos como los derechos económicos y morales del autor, la Ley 23 de 1982 fue sancionada con el único propósito de proteger a los autores de obras científicas, literarias y artísticas. La Ley 23 protege igualmente a intérpretes, productores y organismos de radiodifusión. Los derechos de propiedad intelectual, ó, de autoría asignan a sus titulares facultades exclusivas de disponer o de aprovechar su obra con fines lucrativos o sin ánimo de lucro. Los titulares de los derechos se pueden agrupar en 5 condiciones no excluyentes: 1) El autor, de su obra; 2) El artista intérprete o ejecutante, sobre su propia interpretación o ejecución; 3) El productor sobre su producción discográfica; 4) El organismo de radiodifusión sobre su emisión; 5) Los beneficiarios, de los 4 condiciones anteriores y las personas naturales o jurídicas, que en virtud y cumplimiento de un contrato, obtengan la propiedad intelectual y / o derechos de autor sobre cualquier creación ya sea científica, literaria, ó, musical. De la misma manera los arreglos, traducciones o adaptaciones de obras independientes con permiso expreso del propietario de los derechos de autor, son propiedad del autor de la adaptación, o, traducción.

La Ley 23 de 1982 declara al autor intelectual de una obra como la persona cuyo nombre, seudónimo, iniciales o cualquier otra marca distintiva del mismo, aparezcan impresos en dicha obra o en sus reproducciones. Sin embargo, el autor no necesariamente es el propietario de los derechos dado que los puede vender, ceder o "titularizar". El propietario de los derechos de autor tiene los siguientes derechos patrimoniales: 1) Reproducir la obra; 2) Efectuarle a su obra

traducciones, arreglos, transformaciones o adaptaciones; 3) Comunicar la obra al público mediante representación, ejecución o cualquier otro medio. El propietario de los derechos de autor podrá tenerlos bajo su dominio durante toda su vida y después de su fallecimiento podrán disfrutar los beneficiarios de estos derechos durante un término de ochenta años. En caso de ser la tenedora de los derechos de autor una persona jurídica, dicha propiedad se extenderá únicamente por un periodo de 30 años posteriores a la publicación inicial de la obra.

Pese a los derechos, que tiene el beneficiario de los derechos de autor de una obra, que no es de su autoría, el autor original siempre podrá reivindicar su paternidad sobre la obra; Oponerse a deformaciones, mutilaciones u otra modificación a la obra; Conservar su obra inédita hasta su fallecimiento o después de él; Modificarla antes o después de su publicación; y retirarla de circulación cuando lo desee.

La Ley 23 de 1982 es completa y robusta. Respecto a las necesidades que debe satisfacer la Ley para proteger a los inversionistas de la titularización de derechos de autor se debe intensificar la lucha de las autoridades competentes en combatir la piratería, ya que. según cifras de Sonolux, en Colombia anualmente se venden 5 millones¹⁵ de copias legales de discos, en contraste con las cerca de 15 millones¹⁶ de copias piratas.

¹⁵ Sonolux. S.A. Juan Carlos Torres. Dirección de Ventas. Cifras No oficiales.

¹⁶ Sonolux. S.A. Juan Carlos Torres. Dirección de Ventas. Cifras No oficiales.

Una vez comprobada la viabilidad jurídica del proyecto, se debe lograr estructurar la operación conforme al cumplimiento de las leyes de propiedad intelectual. El beneficio no será únicamente para la industria discográfica o cualquier otro similar que use los derechos de autor con ánimo de lucro, sino a la vez también permitirá mayor confianza por parte de los inversionistas en instrumentos como titularizaciones de derechos de autor, lo cual abrirá nuevas oportunidades tanto de inversión como de financiación de proyectos.

1.4 Régimen del Mercado Público de Valores para Titularizaciones

La Superintendencia de Valores de Colombia creó el Régimen del Mercado Público de Valores con el fin de regular el mercado de valores colombiano por medio de una serie de disposiciones detalladas para todas las emisiones de títulos valor de cualquier índole previa aprobación de la Superintendencia de Valores. El Régimen del Mercado Público de Valores regula los procesos de titularización realizados en el país. El título tercero del Régimen es dedicado a establecer las disposiciones generales, los mecanismos de estructuración y las partes del proceso de titularización para cada una de las modalidades aprobadas para efectuarse en Colombia.

El régimen es claro en definir que la creación de valores a partir de un proceso de titularización se debe acoger a la autorización y a las disposiciones de la Superintendencia de Valores. Las titularizaciones se deben llevar a cabo mediante: 1) Contratos de Fiducia Mercantil irrevocables; 2) Constitución de Fondos de Valores; y 3) Constitución de Fondos Comunes Ordinarios. Esto con

el propósito de proteger a los inversionistas de una posible bancarrota. Igualmente estos contratos o fondos permiten la existencia de un ente administrador de los flujos provenientes de la titularización, cuyos beneficiarios son los tenedores del título. Los agentes administradores se deben regular por medio de la normatividad publicada por la Superintendencia de Valores.

Las sociedades fiduciarias podrán ser agentes de manejo de la titularización, como también lo podrán ser las comisionistas de bolsa a través de fondos de valores administrados por ellas e instituciones financieras de creación legal autorizadas.

Respecto a los bienes o activos que pueden ser objeto de titularización, nos referimos al Artículo 1.3.1.4 del Régimen del Mercado Público de Valores: “Podrán estructurarse procesos de titularización a partir de los siguientes activos o bienes: títulos de deuda pública, títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, cartera de crédito, documentos de crédito, activos inmobiliarios y rentas y flujos de caja determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años continuos.”

Es claro que el objetivo de este trabajo, titularización de derechos de autor, se encuentra dentro de los bienes o activos aprobados a ser producto de una titularización ya que son ingresos provenientes de venta futuras. En grandes rasgos la intención, que será descrita en detalle mas adelante, es de titularizar los

flujos de caja futuros concepto de los ingresos provenientes de la venta y uso de obras musicales (composiciones, interpretaciones, etc.).

Las titularizaciones son agrupadas en tres modalidades no excluyentes: 1) Títulos corporativos o de participación; 2) Títulos de contenido crediticio; y 3) Títulos mixtos.

Los títulos corporativos o de participación, se diferencian, por ser los títulos cuyo único beneficio son las utilidades que genere y distribuya la corporación o la entidad emisora de la titularización. El inversionista en ningún momento percibirá un renta fija proveniente de la tenencia del título. El título le da una participación sobre el patrimonio de la empresa. El inversionista esta habilitado para realizar una redención total o parcial del título.

Los títulos de contenido crediticio, otorgan al tenedor el derecho a beneficiarse de la cancelación del capital y de los rendimientos financieros otorgados por el título. El agente de recaudo, ó, agente administrador se debe encargar de manejar los flujos de caja, acordes con las obligaciones contenidas en el título, correspondientes a amortizar el capital y pagar los intereses que otorga el título al beneficiario.

Los títulos mixtos son la combinación de las dos modalidades anteriores. Además de poseer una participación sobre el capital del emisor y sobre las utilidades que reparte el emisor, tiene derecho a percibir una rentabilidad adicional de acuerdo a las características del título.

Las titularizaciones aquí descritas, son instrumentos de contenido crediticio ya que para el emisor son una financiación que debe capitalizar y pagar rendimientos financieros.

Los procesos de titularización conllevan la creación de nuevos valores. Para que los nuevos títulos valor puedan ser negociados en el mercado de valores deben cumplir tres requisitos: 1) Deben estar inscritos en el Registro Nacional de Valores; 2) Deben ser susceptibles de ser colocados mediante oferta pública; y 3) Deben incorporar derechos de participación o de contenido crediticio o de participación mixta.

Es de suma importancia que las titularizaciones cumplan estos requisitos dado que existen inversionistas que buscan comprar y vender a un mayor precio, para esto se necesita que el título pueda transarse en los mercados de valores. Las titularizaciones nunca podrán tener vigencia menor a un año, sin embargo se pueden programar amortizaciones o pago de intereses en el primer año de vigencia del título. Los flujos de caja futuros deben ser demostrado estadísticamente y la proyección debe incluir un índice de siniestralidad calculado como una vez y media el valor de la desviación estándar de los flujos presentes. De este modo el título es emitido con cobertura de riesgo sobre posibles volatilidades en el futuro. Sin embargo, por razones de una mejor calificación crediticia, la cobertura debe ser mayor que la mínima requerida.

Una condición necesaria para la legalización de la emisión de la titularización es que se debe demostrar ante la Superintendencia de Valores la respectiva valoración del fondo administrador del título. Esto normalmente es trabajo del agente administrador del título o del banco de inversión que participo en la colocación del título. De igual manera se debe demostrar ante la Superintendencia de Valores la calificación del título. Para el ingreso del título al Registro Nacional de Valores la calificación es imprescindible salvo que la entidad emisora del título sea una entidad vigilada por la Superintendencia Bancaria.

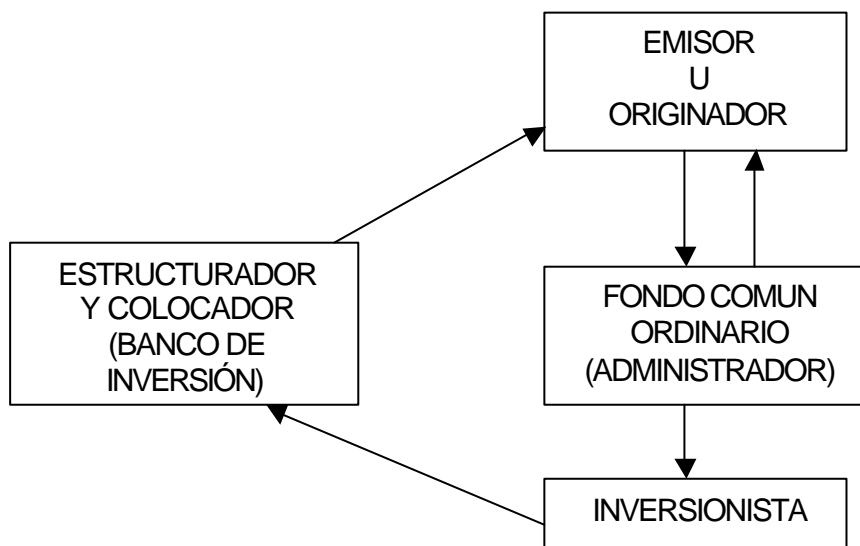
En el proceso de titularización deben actuar las siguiente partes: 1) La originadora, que para la aplicación dada en este documento es la entidad o persona natural dueña de los derechos de autor o de propiedad intelectual, que transfieren los bienes o activos base del proceso de titularización; 2) El agente de manejo, destinado para el recaudo y administración de los recursos provenientes de dicha emisión, igualmente debe ser responsable con el manejo de los recursos y con la custodia de los activos que garantizan la titularización (para nuestro caso la Fiduciaria), cabe resaltar que en repetidas ocasiones el banco de inversión pone a disposición su fondo fiduciario para actuar como agente de manejo ; y 3) la colocadora, comúnmente el banco de inversión que llevo a cabo el proceso de emisión, busca los clientes y trabaja como colocador de la titularización.

Sin embargo, el régimen de la Superintendencia de Valores no habla de la creación de un SPV (Special Purpose Vehicle). Como se menciona anteriormente, el SPV compra los activos sujetos a titularizar al emisor para que se proteja a los

inversores del riesgo de bancarrota del emisor. El SPV debe transferir los activos al agente administrador. El SPV posiblemente no es sugerido ya que los fondos comunes ordinarios en Colombia son constituidos con Patrimonio Autónomo de manera que por Ley son inembargables. De esta manera el Fondo Común Ordinario hace las veces de SPV. Así que si bien el originador es el dueño de los derechos de autor, el emisor es el SPV. A continuación el la Figura No. 1 se muestra un diagrama explicativo de un proceso de titularización del estilo ABS:

FIGURA No. 1

Estructura Proceso de Titularización ABS



En la figura, observamos como, una vez realizada la colocación, el inversionista paga al estructurador los dineros por concepto de compra del título. Luego, el estructurador procede a hacer entrega al emisor, de los fondos conseguidos. Durante la duración de la vigencia de la titularización, los flujos originados por el emisor se entregarán en su totalidad al fondo administrador. El Fondo administrador luego procede a hacer entrega de los flujos a los inversionistas por

concepto de abono a capital e intereses. En caso de existir excedentes luego de amortizar y pagar intereses, el fondo administrador hará devolución de estos excedentes al ente emisor.

2 ESTRUCTURA DE UNA TITULARIZACIÓN SOBRE DERECHOS DE AUTOR DE OBRAS MUSICALES

2.1 Generalidades

Transacciones respaldadas por derecho de autor son una forma de transacciones de flujos de caja futuros. En enero de 1997, el cantante David Bowie, quién ha sido una de las mas innovadoras figuras de la música, escribió una página en la historia de los mercados estructurados al obtener US\$ 55 millones, a través de la emisión de bonos garantizados por las regalías futuras de sus música, que una vez amortizados en su totalidad volverán a su dominio. La característica de las transacciones respaldadas por propiedad intelectual es que son altamente dependientes de los gustos populares, adicionando de esta manera un nivel mayor de complejidad al análisis del riesgo crediticio de la transacción.

Otras estrellas del género musical tales como: James Brown, Marvin Gaye, The Isley Brothers, Ashford & Simpson, Joan Jet, entre otros, han realizado emisiones amparadas por los derechos de autor. De acuerdo con las declaraciones de David Pullman¹⁷ “el negocio de la propiedad intelectual es un negocio de trillones de dólares”, sin embargo para mantener su valor es importante que la legislación conserve la protección de los derechos de autor.

¹⁷ The Pullman Group, LLC. Estructurador de los bonos David Bowie en 1997
www.pullmanco.com

A la fecha, se ha realizado transacciones que totalizan aproximadamente US\$ 100 millones¹⁸, que representan tan solo una porción del verdadero potencial de la titularización de obras musicales.

Los especialistas no creen que el mercado madure en el futuro próximo y menor aún son las probabilidades que esto pase en el mercado colombiano. En primera instancia se considera que al no existir una estandarización del tipo de activos que se manejan en la propiedad intelectual, el volumen de emisión no será el deseado. El mercado debe ser capacitado y concientizado del alcance del producto en mano. Las titularizaciones ofrecen a los emisores la posibilidad de pagar intereses mas bajo de los ordinarios, tener más plazo para amortizar la deuda y recuperar la totalidad de los derechos de propiedad intelectual una vez es amortizada la emisión en su totalidad.

2.2 El Financiamiento de las Obras Musicales

Dado que la titularización de los derechos de autor de las obras musicales es un instrumento financiero relativamente reciente, en la actualidad aún se sigue con la financiación 'tradicional' de las obras musicales. La financiación se hacía a través de instituciones o bancos que apoyaban permanentemente ya sea al autor de la obra o al empresa discográfica dueño de los derechos de autor. El costo financiero es elevado dado el plazo para amortizar nuevamente el préstamo y los costos financieros impuestos sobre las financiaciones. La titularización de propiedad

¹⁸ Moody's Investors Services. Structured Finance. www.moody.com

intelectual ofrece la posibilidad de financiamiento a largo plazo con un costo bajo relativo al de las financiaciones 'tradicionales'. Sin embargo el éxito de las titularizaciones recae sobre la diversificación del portafolio de derechos de autor que se ofrece, en caso de existir mas derechos sobre obras musicales diversas reduce riesgos como el de la dependencia de gustos musicales.

En 1997 la titularización de los derechos de autor de David Bowie recibió un calificación de riesgo A3 por parte de Moody's Investors Services, lo cual significo el primer paso hacia la financiación de US\$ 55 millones. El monto total de la financiación así como la calificación que recibió fue producto del activo que respaldaba la titularización. El activo era el completo beneficio sobre los ingresos en los 10 años siguientes que dejara la propiedad intelectual sobre las obras de David Bowie. Los flujos de caja futuros provienen tanto de la venta de cualquier creación discográfica, como de la explotación de las obras musicales en cualquier otro medio y por cualquier persona o entidad.

2.3 Calidad Crediticia del Activo (Derechos de Autor)

La evaluación de la calidad crediticia de cualquier generación de ventas futuras respaldada por activos (ABS) se concentra en la habilidad que tienen estos activos en pagar sus obligaciones. Las calificadoras de riesgo obtienen el pronóstico de estas habilidades, de acuerdo a los datos históricos de la industria en la que se esté calificando la titularización. El caso para la evaluación de activos como lo son los derechos de autor difiere un poco de la evaluación tradicional.

Las titularizaciones de derechos de autor de obras musicales deben demostrar su capacidad de generar facturación futura por la compra o uso de las obras musicales durante la vigencia de la titularización. Así que el trabajo de las calificadoras se ciñe al estudio de los escenarios posibles en los cuales puede variar la habilidad del activo, en este caso los derechos de autor, en generar flujos de caja futuros por concepto de explotación de la obra musical o por concepto de facturación dado las ventas de la obra musical.

Sin embargo, los flujos futuros de caja están directamente relacionados con las características del activo que respalda la titularización. Como lo vimos anteriormente, los derechos de autor son complejos y cubren un variado número de derechos de autor, interpretación, explotación, de obras musicales. La calificadora de riesgo y en última instancia el inversionista, debe tener claro, porqué y cómo el activo va a generar ingresos futuros a favor del tenedor del título. Para las obras musicales lo común es realizar titularizaciones que se diferencian en dos categorías: 1) Titularización de la venta de discos; y 2) Titularización sobre la publicación, ó, uso por terceros, de las obras musicales. Para ambas categorías la calificadora de riesgo debe tener certeza que los derechos de autor sobre la obra musical a vender, ó, a autorizar su uso, deben ser de completa propiedad del emisor y que en ningún caso y por ningún motivo existen terceros beneficiarios a dicha obra musical. Dado sea el caso, la Ley 23 protege y protegerá a los tenedores del título siempre y cuando su emisión haya sido realizada bajo todas las disposiciones legales y regulaciones aplicables.

2.3.1 Titularización de la venta de discos

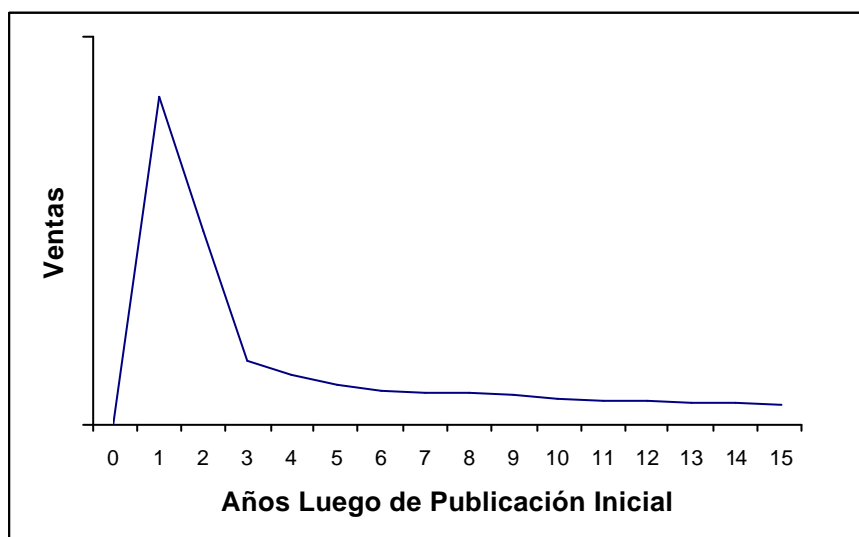
La venta de discos deja unas regalías al individuo o grupo de intérpretes de la obra musical. Existe un ente encargado de recolectar las regalías para entregárselas a la empresa discográfica para su posterior distribución a los intérpretes. Pero, esto puede variar dependiendo del contrato que tenga la empresa discográfica con el intérprete o los intérpretes. Normalmente existen dos tipos de contrato; 1) El artista trabaja bajo un contrato a término fijo y con remuneración fija con la empresa discográfica, aquí el artista no percibe ingresos por cuenta de la venta de su obra musical, pese a que se venda una sola unidad o se vendan millones de unidades, todos los ingresos producto de ventas serán propiedad de la empresa discográfica; y 2) El artista no firma contrato por término fijo con ingresos preestablecidos, simplemente la empresa discográfica le pagará al artista de acuerdo a las ventas del disco. Igualmente la empresa recibirá ingresos por concepto de las ventas de la obra musical por la cual se acordó el contrato. Estas dos modalidades no son excluyentes. En repetidas oportunidades, dependiendo del posicionamiento del artista, el artista firma un contrato de exclusividad con una empresa discográfica con un salario base y adicionalmente percibirá regalías por concepto de la venta de su obra musical.

Para este tipo de titularizaciones es de suma importancia que la calificación otorgada por la calificadora de riesgo logre predecir los niveles de ventas durante la vigencia de la titularización, es decir el riesgo de las ventas de las obras musicales titularizadas. La calificadora otorgará importancia al estatus actual y

posicionamiento a través de los años de la obra musical a titularizarse. La calificadora de riesgo acudirá permanentemente a las organizaciones encargadas de llevar las estadísticas de ventas históricas de cada una de las obras musicales del artista cuya obra se titularizará. En Colombia la entidad encargada de los datos estadísticos sobre ventas y posicionamientos de las obras musicales es ACINCOL, su similar en los Estados Unidos es ASCAP. Las calificadoras de riesgo como Moody's Investors Services, han tenido en consideración la vulnerabilidad producto de la venta de discos. Los pronósticos de venta siempre tendrán una volatilidad intrínseca, lo cual señala un riesgo asociado que las calificadoras incluyen en su evaluación. Sin embargo, Moody's ha identificado una tendencia en todos los históricos de ventas de obras musicales. La tendencia la observamos en la Figura No. 2 a continuación:

FIGURA No. 2

Curva Estandarizada de Venta de Obras Musicales¹⁹



¹⁹ Moody's Investors Services. Securitization of Music Royalties. www.moody.com

La curva muestra que la mayoría de las ventas de una obra musical se realizan en los primeros dos años subsecuentes a su lanzamiento al mercado. Una vez se completan los dos primeros años se entra en un periodo “cola” (tail period²⁰). En el periodo cola las ventas se estabilizan mostrando una tendencia decreciente, pero muy leve, lo cual hace más predecible y sencillo de pronosticar el nivel de ventas. Por este motivo, las calificadoras de riesgo enfocan su tiempo y análisis a la evaluación y observación de estos periodos cola y sobre ellos se realizan los pronósticos de flujos de caja futuros por concepto de las ventas de discos.

2.3.2 Titularización sobre la publicación, ó, uso por terceros

Los ingresos provenientes de la publicación, ó, por uso de terceros serán siempre pagados al autor de la canción o al dueño de los derechos de autor de la canción y nunca a los intérpretes. Una canción grabada en repetidas ocasiones por diferentes artistas y posteriormente comercializada, siempre representará un ingreso para el autor de la misma, ó, para el dueño de los derechos de autor.

Los ingresos provenientes de la publicación, ó, uso por terceros se pueden clasificar en tres categorías: 1) Ingresos por interpretación / difusión; 2) Ingresos por Adaptaciones; y 3) Ingresos por uso comercial.

Los ingresos por interpretaciones o difusión de la obra musical son generados por el uso de una obra musical en un concierto público, ó por la difusión de la obra musical en la radio o en la televisión. Los pagos percibidos por cada difusión o uso

²⁰ Moody's Investors Services. Structured Finance. www.moody.com

de la obra comercial es acorde con el éxito que ha tenido la obra musical en el pasado y el éxito presente, también por el número de veces que es difundida en un lapso de tiempo. Los pagos recibidos por cada interpretación de la obra musical en público, son acordes con el escenario en el cual se interpreto (gira de conciertos, programas de televisión, etc.).

Los ingresos por adaptaciones a la obra musical son percibidos cada vez que la obra musical es interpretada por otro artista diferente al autor y es incluida en un trabajo musical destinado a venta. Por lo tanto cada vez que una nueva versión de la obra musical es grabada, el propietario recibirá un pago. Sin embargo, la práctica común es que el pago que recibe el autor es sujeto a la venta de discos.

Los ingresos por uso comercial son bastante comunes ya que en repetidas ocasiones las obras musicales son usadas en programas de televisión, películas y propagandas. Siempre que salgan al aire deben pagar derechos de autor.

En Colombia la entidad encargada en recolectar y repartir los ingresos para el dueño de los derechos de autor es la Sociedad de Autores y Compositores "SAYCO". Normalmente SAYCO recauda y reparte a las editoras.

2.3.3 Otros Aspectos Sobre la Calidad Crediticia del Activo

La calidad crediticia también se verá influenciada por factores como la posibilidad de proyectar las futuras regalías provenientes de la tenencia de los derechos de propiedad intelectual de la obra musical. Los datos históricos son un componente

importante en la valoración de los derechos de autor. Sin embargo el valor potencial de los datos sobre la consecución de una valoración acertada depende de una serie de factores, entre ellos: 1) Grado de detalle; y 2) Periodo de tiempo que cubren.

El grado de detalle de los datos obtenidos se refiere a que deben ser puntuales en la información que entregan y confiables con respecto a la fuente de información. Existen diversas fuentes de información en Colombia, las disqueras, los almacenes, las asociaciones que aglutinan a los participantes de la industria, entre otros. Es importante reconocer las fuentes de información verdaderamente confiables. Podríamos iniciar con descartar a las empresas discográficas ya que con el objetivo de incrementar ventas otorgan premios a los artistas en busca de llamar la atención de los medios de información y del mercado objetivo. Los premios son conocidos como “disco de oro”, “disco de platino”, “doble disco de oro”, entre otros. Cada premio es otorgado porque el artista logro vender mas de determinado número de copias de su obra, sin embargo, volvemos a reiterar que los premios no son una fuente confiable de información por la forma en que las empresas discográficas manipulan su uso en busca de incrementar ventas, dejando de lado la veracidad de la información. Por otro lado, organismos como ACINCOL, se dedican a manejar las estadísticas de venta y otras cifras oficiales del mercado musical. Es precisamente de este organismo de donde se debe obtener la información.

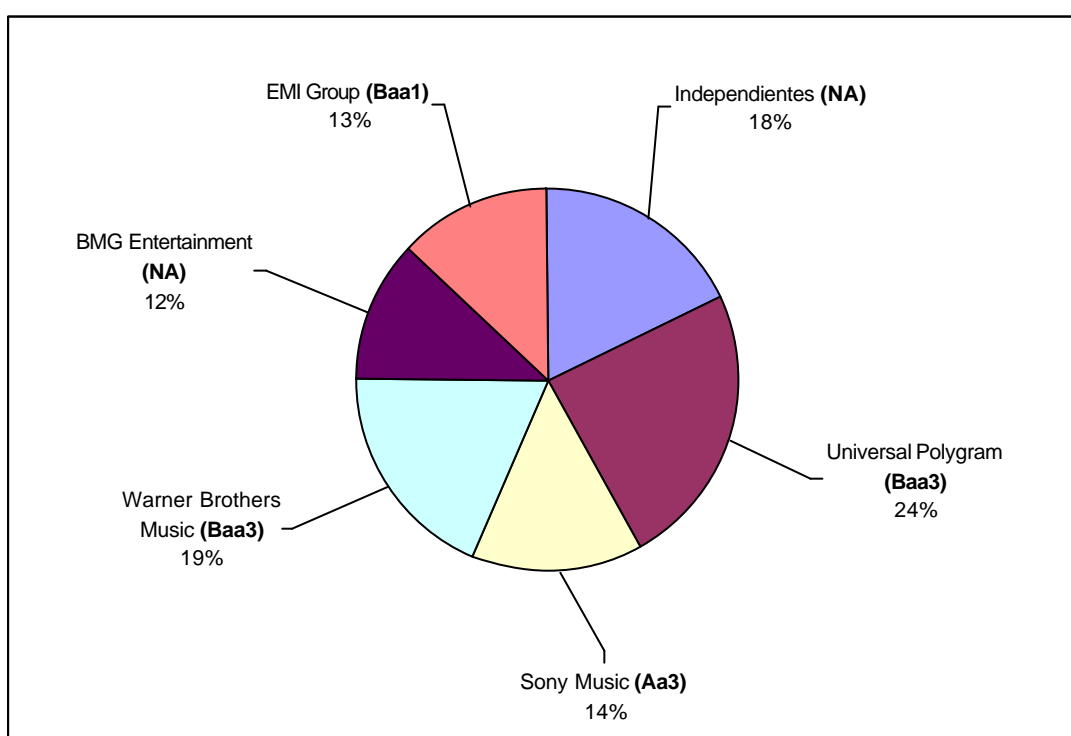
El periodo de tiempo que cubre la muestra de datos obtenida para el análisis de los otros factores que afectan la calificación crediticia es fundamental. Las series históricas permiten demostrar la estabilidad futura de los flujo de caja que se desean titularizar. Se debe poder obtener series históricas de ventas de por lo menos 3 a 5 años de las obras musicales que se deseen titularizar. Sin embargo, si la serie histórica de datos es menor, 1 o 2 años, habrá menor confianza en las proyecciones futuras.

La evaluación y análisis de la información obtenida demostrará si el catálogo de obras musicales a titularizar ha sido utilizado extensivamente en el pasado, si ha gozado de mercadeo de buena calidad, así como el impacto del mercadeo y comercialización sobre la ventas. El análisis de la información, además de ser un ejercicio cuantitativo, será un ejercicio cualitativo. La calidad del mercadeo y comercialización debe tener una fuente de generación, la empresa discográfica, ó, la editora son las que la llevan a cabo. El mercado de las titularizaciones respaldadas por activos reaccionará afirmativamente, ó, negativamente a demandar el activo de acuerdo a la empresa discográfica que realice la emisión. En caso de ser una empresa grande, con trayectoria y reconocida en el medio musical, la emisión será calificada con un menor riesgo que una emisión realizada por una empresa "independiente" con una estructura financiera mas débil (*ceteris-paribus*). La Figura No. 3 nos presenta las calificaciones de riesgo crediticio otorgadas por Moody's Investors Services a las 5 empresas discográficas del mercado norte americano, junto con su participación sobre las ventas totales del

mercado. Esta calificación fue otorgada en 1998 y las cifras de participación en el mercado son de acuerdo a lo reportado en 1997.

FIGURA No. 3

Participación del Mercado y Calificación de Riesgo Crediticio de las Grandes Empresas Discográficas en Estados Unidos en 1997²¹



Se observa que los "independientes" tuvieron el 18% del mercado, pero no se les otorgo calificación por ser un grupo de muchas empresas pequeñas dedicadas al negocio discográfico, cuya estructura financiera es muy débil y altamente vulnerable a las tendencias que marca el mercado por ende se convierten en empresas con mayor riesgo.

²¹ Moody's Investors Services. Securitization of Music Royalties. www.moody.com

2.3.4 Afectación de Tendencias en la Industria Musical Sobre Flujos de Caja Futuros

Expertos reconocen cuatro factores intrínsecos de las tendencias de la industria musical a nivel mundial que pueden crear impacto sobre la capacidad de generar flujos de caja futuros. Entre ellos se encuentran los siguientes:

- Nuevos y alternativos métodos de acceso y distribución de música a los mercados objetivos. Haciendo uso de Internet, los distribuidores pueden crear canales de distribución mas eficientes respecto a costo y facilidad de distribución. Simplemente con ofrecer el catalogo de música y mercadear el portal de Internet, el consumidor podrá buscar su música sin salir de casa. Hoy en día, las grandes tiendas de música en el mundo tienen toda la música disponible en su catalogo, e incluso la que no tienen disponible a través de Internet. El mercado tiene un alcance acorde con la penetración de Internet en el mundo.
- La contraparte al factor anterior es precisamente la habilidad que tiene el Internet de reducir los ingresos por concepto de venta de música, dada la facilidad con la que los usuarios de Internet intercambian música ilegalmente. Las nuevas tecnologías como el MP3, permiten que el intercambio de música con calidad similar, y en casos idéntica a la del producto original, sea sencilla, veloz y a muy bajo costo.
- La latente posibilidad de migrar del CD (Compact Disk) a todos los compradores y tenedores de música a una nueva tecnología como el DVD (Digital Video Disk). La experiencia obtenida en la década de los 80's

demonstró que el mercado desea migrar de un formato a otro, el éxito del CD (Compact Disk) fue tal que los tenedores de acetatos LP (Long Play), compraron nuevamente la música de sus acetatos en formato CD.

- Desarrollar mercados cuya penetración no es similar a la de los mercados en países como los de la Unión Europea y los de Norte América. La antigua Europa Comunista y Sur América muestran un reto en cuanto a imponer la cultura de compra de música. Sin embargo, el reto es reducir el valor de la música en aras de incentivar la compra de música original y de esta manera combatir la piratería.

2.4 Análisis Estructural del Flujo de Caja

Para el análisis se debe introducir el término la “cascada de pagos”. La cascada de pagos se refiere a la forma en que las pérdidas o los ingresos de la transacción son repartidos entre los participantes de la transacción. La cascada determina el orden en el cual será repartidos los ingresos provenientes de la venta de discos y uso de los derechos de autor. En casi todas las transacciones, los primeros beneficiarios son los tenedores de los títulos valor. La misma calidad crediticia de la titularización es realizada, si efectivamente son ellos los primeros beneficiarios.

Dado que el servicio de la deuda es posible por el trabajo de un número de participantes, entre ellos el autor de las obras musicales titularizadas, la empresa discográfica, las editoras, entre otros, se debe mantener un cuidadoso control sobre los incentivos que tienen tanto el artista como los futuros intérpretes de la obra musical en usar la obra. Los flujos de caja futuros deben ser analizados en

una variedad de escenarios que varían de acuerdo a variaciones en los incentivos ya mencionados.

Las transacciones de este tipo de titularizaciones, al igual que cualquier otro tipo instrumento financiero en donde se tranzan flujos de caja futuros, no cuentan con ingresos en el inicio de la transacción. La idea sobre la cantidad de ingresos futuros provenientes de los activos titularizados son productos de la información analizada y de los datos históricos. La evaluación de los futuros flujos corre a cargo de las calificadoras de riesgo, pues de ello también depende la calificación que otorgan a la emisión. Generalmente, entre menor sea la transacción en relación con su valoración, mejor será la calificación de riesgo dado que la razón (deuda / valor) es menor.

La valoración del flujo de caja también incluye los efectos de las alarmas. Estas normalmente significan que el administrador de los activos “captura” todo el flujo de caja en caso que los niveles de ingreso caigan por debajo de niveles preestablecidos. Dada una razón (deuda / valor), el valor en el cual hay alarma es establecido. Dado el caso de existir la alarma, los activos que respaldan la titularización serían vendidos, los tenedores del título recibirían lo invertido sin incurrir en pérdida.

3. CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO OBJETIVO Y DE LA INDUSTRIA

DISCOGRÁFICA

3.1 Mercado Objetivo de la Emisión

Esta sección esta basada en un estudio realizado previamente por Corfivalle sobre los inversionistas institucionales en Colombia.

El mercado de capitales colombiano sería el mercado objetivo de la emisión de una titularización de derechos de autor de artistas nacionales. En la actualidad, los principales actores dentro del mercado de capitales en el país son los inversionistas institucionales, entre ellos, los fondos de pensiones y cesantías. El portafolio de los inversionistas institucionales asciende US\$ 17.9 billones²² a noviembre de 2002. En la Figura No. 4, observamos la distribución por inversionista del total del portafolio de los inversionistas institucionales:

FIGURA No. 4

DISTRIBUCIÓN DEL MERCADO DE CAPITALES²³

ENTIDAD	PORTAFOLIO A NOVIEMBRE 2002 (US\$)	PARTICIPACIÓN
Fondos de Pensiones	\$6.464.756.000	36%
Fondos Fiduciarios	\$3.729.528.000	21%
Bancos	\$3.599.338.000	20%
Compañías de Seguros	\$1.142.228.000	6%
Inst. Oficiales Especiales	\$1.001.652.000	6%
Fondos de Cesantías	\$875.609.000	5%

²² Superintendencia Bancaria, Asociación de Fiduciarias y Corporación Financiera del Valle

²³ Cifras de Corfivalle, Dirección de Mercados de Capitales, Bogotá Colombia

Fondos de Valores e Inversión	\$741.116.000	4%
Corporaciones Financieras	\$356.472.000	2%
Otros	\$85.452.000	0%
TOTAL	\$17.996.152.000	100%

Los Fondos de pensiones son los principales inversionistas, participan con el 36%, seguido por los fondos fiduciarios (21%) y los bancos (20%). La titularización de derechos de autor sería, como lo muestra la experiencia, en principio, una inversión a mediano - largo plazo (5 a 10 años). Los inversionistas potenciales en el mercado de capitales colombiano para títulos a largo plazo son: 1) Fondos de Pensiones; y 2) Compañías de Seguros.

Los Fondos de Pensiones comprenden a todos los recursos administrados por las Sociedades Administradoras de Pensiones. Son en la actualidad los inversionistas mas activos en el mercado público de valores.

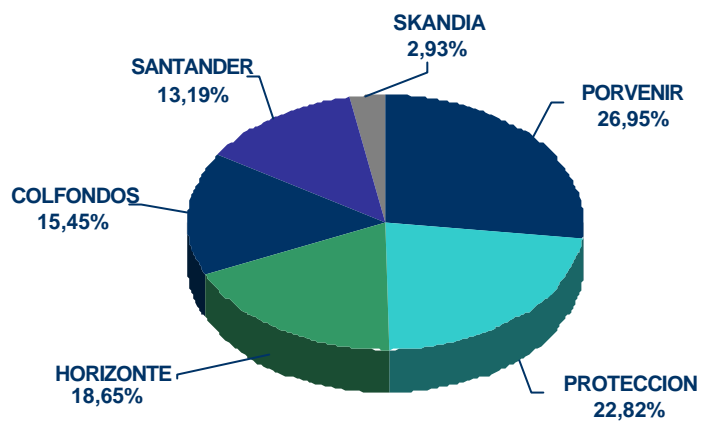
Las Compañías de Seguros y más especialmente las compañías que manejan seguros de vida son potenciales inversionistas en títulos de largo plazo, dada la naturaleza de su activo. La mayoría de este portafolio se invierte en TES y emisiones de calificación de riesgo "AAA".

Los fondos de pensiones obligatorias, principales inversionistas del mercado, han tenido un crecimiento cercano al 2,7% mensual (US\$ 100 MM mes)²⁴ en el último año. En la Figura No. 5, observamos la distribución del portafolio de los fondos de pensiones por participante.

²⁴ Superintendencia Bancaria. www.superbancaria.gov.co

FIGURA No. 5

Participación de las Sociedades Administradoras dentro del Portafolio²⁵

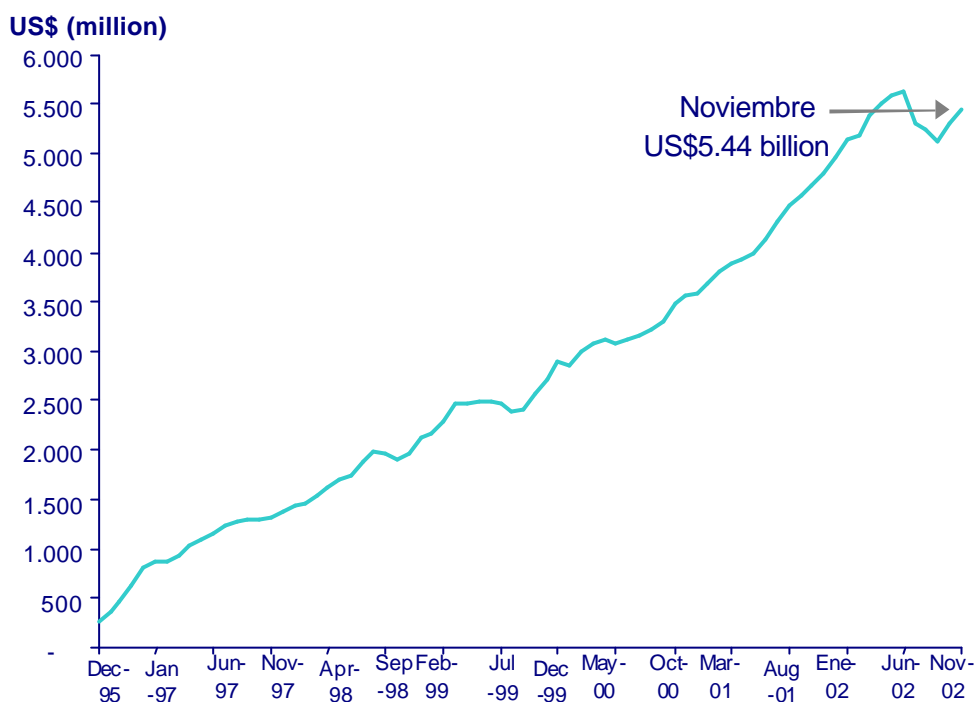


En la Figura No. 6, a continuación, se observa el crecimiento a través de los años del valor del portafolio de los fondos de pensiones obligatorias. En noviembre de 2002, este valor se ubicó alrededor de US\$ 5.44 billones²⁶.

²⁵ Corporación Financiera del Valle. Dirección de Mercados de Capitales, Bogotá, Colombia
²⁶ Ibíd..

FIGURA No. 6

Valor Total Portafolio Fondos de Pensiones Obligatorias²⁷



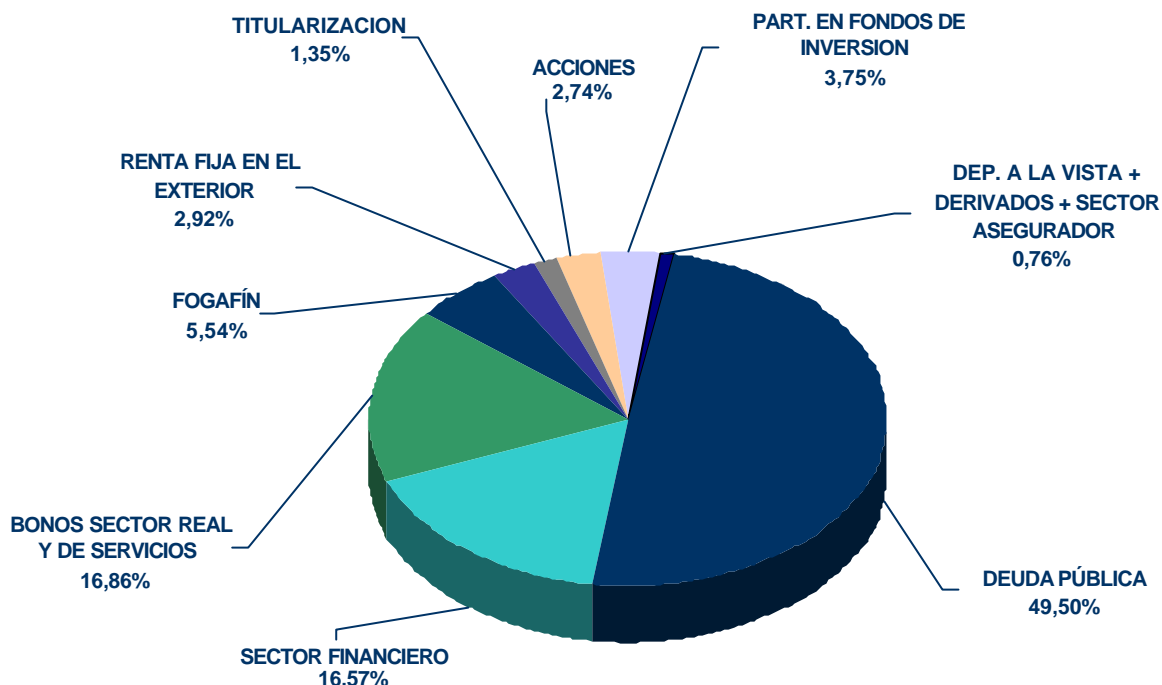
La composición del portafolio de los fondos de pensiones, discriminada por tipo de inversión, demuestra que existe espacio para realizar inversiones en el sector real y en titularizaciones. Los fondos deben tener, por ley, un rendimiento mínimo, que entre el 31 de diciembre de 2000 y el 31 de diciembre de 2002 debía ser de 10.46% EA²⁸. Las inversiones en titularizaciones de renta fija y con buenas calificaciones de riesgo tienen cabida dentro de los portafolios de inversión, siempre y cuando cumplan con el rendimiento mínimo requerido. A continuación en la Figura No. 7 observamos la composición del portafolio de inversión de los fondos de pensiones.

²⁷ IBID

²⁸ Colfondos, información en página web. www.colfondos.com.co

FIGURA No. 7

Portafolio de Fondos de Pensiones por Clase de Título – Noviembre 2002²⁹

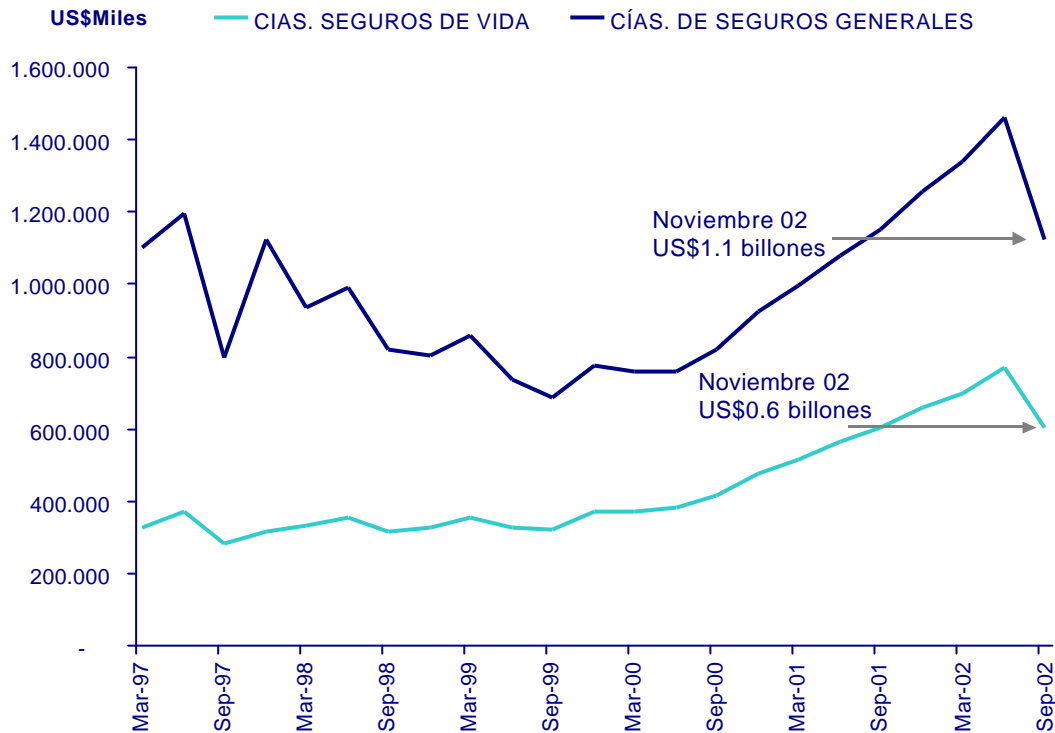


Por otro lado, las compañías de seguros manejan un portafolio que ha crecido considerablemente en los últimos dos años. Las compañías de seguros de vida manejan el 54%, las de seguros generales el 37% y las Sociedades de Capitalización y Sociedades Cooperativas de Seguros el 8% y 2% respectivamente. La crisis de TES en Agosto y Septiembre de 2002 desvalorizó su portafolio concentrado en estos títulos. El portafolio de inversión de las compañías de seguro de vida tiene una alta expectativa de crecimiento en la medida en que empiecen a pensionarse los afiliados a las AFP's. En la Figura No. 8, a continuación, se muestra la tendencia del valor de los portafolios de las compañías de seguros de vida y de seguros generales.

²⁹ Superintendencia Bancaria

FIGURA No. 8³⁰

Valor Portafolio Compañías de Seguros de Vida y de Seguros Generales



El mercado asegurador colombiano esta controlado principalmente por 3 compañías de seguros, quienes manejan mas del 45% del mercado. El 55% restante, es controlado por mas de 10 compañías aseguradoras.

³⁰ Corporación Financiera del Valle. Dirección de Mercado de Capitales. Bogotá, Colombia

FIGURA No. 9³¹

Participación de Cada Compañía Aseguradora en el Portafolio Total

Entidad	Valor (US\$)	Participación (%)
Colseguros	\$191.930.000	23.7%
Suramericana	\$180.713.000	22.3%
Alfa S.A.	\$137.622.000	17.0%
Bolivar	\$62.398.000	7.7%
Royal & Sunalliance	\$54.161.000	6.7%
Colpatria S.A	\$52.681.000	6.5%
Agrícola de Seguros	\$36.734.000	4.5%
Liberty Seguros de Vida S.A.	\$36.360.000	4.5%
BBV Seguros	\$36.244.000	4.5%
AIG	\$27.752.000	3.4%
Colmena S.A.	\$25.899.000	3.2%
Central de Seguros	\$20.308.000	2.5%
Otros	\$261.707.000	32.3%
TOTAL	\$809.151.000	100%

En el corto plazo se espera que los inversionistas institucionales, como mercado objetivo, puedan absorber títulos por un valor de US\$ 4.02 billones³². Esta proyección significa que la demanda será aún mayor en el largo plazo a medida que la población base de los fondos de pensiones y de las compañías de seguros crezca. Para el 2003, la Corporación financiera del Valle realizó la siguiente proyección con datos obtenidos de la Superintendencia Bancaria y la Asociación de Fiduciarias.

³¹ Corporación Financiera del Valle. Dirección de Mercado de Capitales, Bogotá Colombia.
³² Ibíd.

FIGURA No. 11

Proyección Crecimiento Portafolio Inversionistas Institucionales

US\$Millones Nov 2002

ENTIDAD	PORTAFOLIO A Nov 02	PORTAFOLIO A Dic 02	PORTAFOLIO A Dic 03	Crecimiento	Redenciones	Demanda por Títulos 2003
INVERSIONISTAS DE LP						
FONDOS DE PENSIONES	6.465	6.612	8.434	1.822	402	2.224
FONDOS DE PENSIONES OBLIGATORIAS	5.439	5.560	7.062	1.502	316	1.818
FONDOS DE PENSIONES VOLUNTARIAS	1.026	1.052	1.372	320	86	406
CIAS. DE SEGUROS	1.142	1.241	1.345	104	114	218
Subtotal	7.607	7.853	9.779	1.926	516	2.442
INVERSIONISTAS DE CP						
FONDOS FIDUCIARIOS	3.730	3.990	4.230	239	373	612
FONDOS DE CESANTÍAS	876	920	1.092	172	25	197
FONDOS DE VALORES E INVERSION	741	793	840	48	74	122
BANCOS	3.599	3.851	4.082	231	360	591
CORPORACIONES FINANCIERAS	356	381	404	23	36	59
Subtotal	9.302	9.935	10.648	713	868	1.581
TOTAL	16.909	17.788	20.427	2.639	1.384	4.023

Fuente: Corporación Financiera del Valle, Dirección de Mercados de Capitales, Superintendencia Bancaria de Colombia

Diversas empresas nacionales, del sector real y del sector financiero, han realizado emisiones. Hasta la fecha el valor total de las emisiones es cercano a US\$ 177 millones. La esperanza de los colocadores de emisiones es que este valor durante el primer semestre de 2003, llegue a US\$ 200 millones. Al 3 de Marzo de 2003, se habían colocado 5 emisiones en el mercado de capitales colombiano, estas 5 emisiones sumaron, como se dijo anteriormente, US\$ 177 millones.

FIGURA No. 12

Emisiones de Títulos a Marzo 3 de 2003

EMISOR	CALIFICACIÓN DE RIESGO	MONTO EMISIÓN (US\$)
Emgesa	AAA	\$17.000.000
Comcel	AAA	\$68.000.000
EAAB	AA+	\$30.000.000
Davivienda	AAA	\$44.000.000
EPM Bogotá	AAA	\$19.000.000

FIGURA No. 13

Emisiones de Títulos en Curso

EMISOR	CALIFICACIÓN DE RIESGO	MONTO EMISIÓN (US\$)
Distrito Capital	AAA	\$68.000.000
Titularización Ingenio La Cabaña	AAA	\$14.000.000
ISA Papeles Comer.	AAA	\$27.000.000
Titularización INCAUCA		\$27.000000

De acuerdo con las proyecciones de crecimiento mostradas en la Figura No. 11 para la demanda de títulos por parte de los inversionistas institucionales, observamos que durante el transcurso de 2003 verá un incremento hasta ubicarse alrededor de los US\$ 4.000 millones. De esta cifra partimos para el próximo análisis.

Dado que la capacidad total de inversión en títulos en el 2003, se estima equivalente a US\$ 4.000 millones, se podría asumir que hay espacio para colocación de títulos diferentes a títulos de deuda pública, equivalente a US\$ 1.685 millones. La Figura No. 14 muestra el racional detrás del análisis.

FIGURA No. 14

Capacidad de Mercado para 2003

	Valor US\$
CAPACIDAD TOTAL	\$4.023.000.000
Meta de Subasta TES	\$1.964.000.000
Emisiones Colocadas	\$177.000.000
Emisiones en Trámite	\$196.000.000
CAPACIDAD TOTAL DE INVERSION	\$1.685.000.000

En 2002, en el mercado de capitales colombiano se emitieron y colocaron US\$580.528.000 en titularizaciones, estas tuvieron las características mostradas a continuación en la Figura No. 15:

FIGURA No. 15

Titularizaciones 2002³³ (Miles de Dólares)

TITULARIZACIONES	FECHA EMISIÓN	MONTO EMISIÓN MM	RATING	Tasa de Interés Nominal			
				3 AÑOS	5 AÑOS	7 AÑOS	10 AÑOS
Titularizadora de Colombia	Nov-02	168.700	AAA		UVR+4.5%		UVR+5.9%
Titularizadora de Colombia	May-02	121.828	AAA			UVR+5,41%	UVR+6,05%
INCAUCA Forward de Azucar	Ago-02	40.000	AAA	IPC+8%			
Tifis	Ago-02	250.000	AAA	DTF+1.75%	DTF+2.10%		
TOTAL		580.528					

Titularizadora de Colombia obtuvo las mejores condiciones en tasa de interés debido a que se espera que este papel tenga mayor liquidez que los demás derivados de procesos de titularización. Los procesos de titularización fueron exitosos ya que los US\$ 528.000.000 Emitidos, se colocaron en su totalidad en parte por las excelentes calificaciones crediticias.

3.1.1 Aspectos Críticos para una Emisión Exitosa de Títulos de P.I.

- **Calificación requerida:** Teniendo en cuenta el monto de la emisión, y las preferencias de los potenciales inversionistas, es indispensable la obtención de una calificación AAA y una estructura de la emisión sólida y vendible a los compradores de los títulos
- **Proyecciones financieras de la compañía:** para financiaciones estructuradas, es recomendable contar con la opinión y análisis de expertos

³³ Corporación Financiera del Valle. Dirección de Mercados de Capitales. Bogotá, Colombia

sectoriales. Igualmente se debe respaldar las proyecciones financieras con el histórico de lo exitosas que han sido las interpretaciones del artista.

- **Inicio de la negociación para la obtención de una garantía parcial de crédito** (agencia multilateral): selección de la agencia multilateral (CAF, BID, IFC)
- **Presentación de la estructura** de la emisión a la agencia calificadora de la emisión
- **Análisis de los contratos de crédito actuales:** es indispensable no subordinar la emisión de títulos a cualquier prenda o deuda existente
- **Presentación de la emisión a los potenciales inversionistas:** el timing de presentaciones y del lanzamiento de la emisión, debe ser el adecuado. Entre las cosas a tener en cuenta están las condiciones del mercado y las condiciones de liquidez
- **Cierre de documentación legal** (garantía, contratos de crédito, emisión)
- **Gustos del Consumidor:** La presentación de la emisión debe demostrar que el gusto del consumidor esta reflejado plenamente en las obras artísticas cuyos flujos futuros serán titularizados.

3.2 La Industria Discográfica Colombiana

La industria discográfica, los autores, intérpretes, compositores, propietarios de derechos de autor, entre otros, son representados por dos sociedades de gestión colectiva conocidas como la Sociedad de Autores y Compositores de Colombia (SAYCO) y la Asociación Colombiana de Intérpretes y Productores (ACINPRO). Las dos sociedades tiene el mismo propósito de recaudar las regalías

provenientes del cobro por concepto de uso de obras musicales y distribuirlos a sus beneficiarios. Sin embargo, las dos difieren en cuanto a su modo de operar y a sus grupos de afiliados.

Por un lado, SAYCO afilia y trabaja para el gremio de compositores y autores. Cada vez que se difunde alguna obra musical en cualquier medio de radiodifusión, televisión, internet, u otro, SAYCO se encarga de recaudar las regalías pertenecientes a los autores y compositores para su posterior distribución.

Por otro lado, ACINPRO afilia y trabaja para el gremio de los intérpretes y productores de obras musicales. ACINPRO recauda y posteriormente reparte las regalías a intérpretes y productores afiliados provenientes de la difusión de obras musicales en cualquier medio.

Estas dos sociedades de gestión colectiva, son independientes una de la otra, sin embargo, cabe resaltar que trabajan en conjunto para recaudar las regalías de derechos de autor provenientes del uso de obras musicales en espectáculos públicos, bares y restaurantes. Esta sociedad es conocida como Organización SAYCO ACINPRO (ORGASA).

La gestión colectiva debe entenderse como un sistema organizativo para procurar una mejor administración de los derechos de autor de los diversos titulares, con el objeto de negociar las condiciones en que las obras administradas serán utilizadas por diversos usuarios, otorgando la respectiva autorización, licencia o paz y salvo,

el recaudo de las remuneraciones correspondientes a cada uso y el reparto o distribución entre los asociados. Es necesario destacar la complejidad de funciones que desarrollan esta clase de entidades que dependen de la categoría y género administrado y que se centran en dos actividades fundamentales como son la recaudación y la distribución.

Sobre las obras musicales concurre una pluralidad de titulares (autor, compositor, adaptador o arreglista, editor, subeditor, heredero, etc.). A su turno las obras son objeto de una multiplicidad de utilidades que, solo a través de la gestión colectiva, existe la posibilidad de su administración en condiciones más o menos estables y ciertas, que acompañada de la implementación de los contratos de representación recíproca, permiten que la sociedad ponga a disposición del licenciataria un enorme volumen de obras, nacionales y extranjeras, que se incrementan permanentemente, autorizándole su utilización, sobre la base de tarifas equilibradas que contengan, en lo posible, las exigencias legales, a fin de que el pago refleje la proporcionalidad de los aranceles de acuerdo con los parámetros diseñados según las normas a las cuales deben ajustarse, los cuales serán tenidos en cuenta de conformidad con la categoría del usuario, la modalidad e intensidad del uso de la obra, la importancia de la obra en el desarrollo de la actividad del usuario y a los ingresos del mismo. La actividad sustancial de las sociedades de gestión colectiva está encaminada al logro de una remuneración para sus asociados, acorde con el lucro o beneficio que la utilización de la obra musical le reporte a los usuarios.

SAYCO es la única sociedad de gestión colectiva de derechos de autor existente en Colombia para recaudar los derechos de sus afiliados, nacionales y extranjeros. De los primeros por el simple acto de la afiliación y de los segundos por virtud de los contratos de representación recíproca con Sociedades Internacionales. ACINPRO, recauda los derechos conexos al derecho de autor. Siendo los derechos conexos los correspondientes a los artistas intérpretes o ejecutantes y a los productores de fonogramas, que son cooperadores de los autores en la comunicación de las obras, derivando sus derechos en una estrecha relación con los creadores de la obra musical.

3.3 Recaudo de Regalías

Como se mencionó, ACINPRO cobra la ejecución pública correspondiente al intérprete ejecutante y, al productor fonográfico cuando se lleva a cabo una utilización del fonograma (CD, cassette, LP). Lo anterior significa que ACINPRO solo puede recaudar los derechos sobre la utilización del producto fonográfico realizado por medios mecánicos y electrónicos. Es importante tener en cuenta las disposiciones legales que consagran la primacía y cuantificación de los derechos de autor en relación con los derechos conexos. En efecto: LEY 44 DE 1993: Artículo 67: " Adiciónese el artículo 2º. de la Ley 23 de 1982 así: Los derechos de autor se reputan de interés social y son preferentes a los de los intérpretes o ejecutantes, de los productores de fonogramas y de los organismos de radiodifusión, y en caso de conflicto primarán los derechos de autor." Artículo 68: " Adiciónese el artículo 3º. de la Ley 23 de 1982 con un literal así: De obtener una remuneración a la propiedad intelectual por ejecución pública o divulgación, en

donde prime el derecho de autor sobre los demás, en una en una proporción no menor del sesenta por ciento (60%) del total recaudado."

A su vez, SAYCO cobra por la comunicación, radiodifusión, ejecución pública y otras diversas utilidades de las obras musicales efectuadas por la radio, televisión, TV Cables, televisión satelital, antenas parabólicas, multimedia, Internet. Igualmente recauda por la reproducción y sincronización de la música en la obra audiovisual en general (películas, videos, telenovelas, seriales, corto y largometrajes etc.), comerciales de radio y televisión, etc. En general, como lo establece el literal i) del artículo 15 de la Decisión Andina 351 de 1993 cuando expresa ..."la difusión, por cualquier procedimiento conocido o por conocerse, de los signos, las palabras, los sonidos o las imágenes."

3.3.1 Recaudo y Distribución de Regalías Administradas por ACINPRO

ACINPRO utiliza un esquema muy sencillo y a la vez eficiente para recaudo y administración de regalías. Las regalías son recaudadas para todas las obras musicales usadas en los eventos descritos anteriormente, sin embargo, la distribución de las regalías se hace únicamente a los intérpretes y productores asociados a ACINPRO. Los recaudos de los no asociados son destinados a un fondo común para luego distribuirlos equitativamente a los artistas asociados.

El esquema utilizado clasifica, en primera instancia, el medio por el cual se difunde la obra musical. Los medios de difusión son:

- Radio

- Televisión
- Cine
- Holding Telefónico
- Ring Tones
- Página Web

Cada uno de estos medios de difusión difieren entre si por variadas razones, entre ellas, la exposición del medio al público, la facilidad de acceso al medio, entre otros. De la misma manera como se clasifican los medios de difusión, la radio y televisión se clasifican entre si. La clasificación realizada por ACINPRO se presenta en la Figura No. 16 a continuación.

FIGURA No. 16

Clasificación Medios de Difusión

Medio Difusión	Calificación
RADIO	Emisora en Bogotá
	Emisora en Cali, ó, Medellín
	Emisora en ciudad de mas de 100,000 habitantes
	Emisora en ciudad de menos de 100,000 habitantes
	Emisora cultural
TELEVISIÓN	Canal de Televisión Privado
	Canal de Televisión Público
	Canal de Televisión por Cable

ACINPRO utiliza este esquema de segmentación para asignar las tarifas que cobra a cada segmento. Las tarifas son fijas, y el recaudo se hace mensualmente a través de facturación ordinaria como si fuese para las emisoras o programadoras un pago a proveedores. El pago oportuno de las regalías por parte de todos los medios de difusión es respaldado por un paz y salvo emitido por ACINPRO, este

paz y salvo es requerido por el Ministerio de Comunicaciones mensualmente a las emisoras, programadoras, etc, para mantener sus respectivas licencias de difusión.

De acuerdo con la información suministrada por ACINPRO, las tarifas por concepto de regalías por uso de obras musicales a las emisoras y canales de televisión son los mostrados en la Figura No. 17 a continuación.

FIGURA No. 17

Tarifa Mensual Cobrada a Difusores de Obras Musicales³⁴

Medio Difusión	Calificación	Tarifa (COL\$)
RADIO	Emisora en Bogotá	\$650.000
	Emisora en Cali, ó, Medellín	\$550.000
	Emisora en ciudad de mas de 100,000 habitantes	\$400.000
	Emisora en ciudad de menos de 100,000 habitantes	\$300.000
	Emisora cultural	No suministrada
TELEVISIÓN	Canal de Televisión Privado	\$10.000.000
	Canal de Televisión Público	\$3.000.000
	Canal de Televisión por Cable	No suministrada

Cada emisora de cada cadena radial debe pagar la tarifa mensual. La tarifa no varía de acuerdo a la cantidad de canciones que se utilizaron en la programación mensual de la emisora, igual es el caso para los canales de televisión.

La distribución de regalías se hace equitativamente para productores e intérpretes, por ejemplo, por cada \$100 recaudados por ACINPRO concepto regalías \$50

³⁴ Cifras No Oficiales suministradas por ACINPRO

pesos son para el fondo de los productores y los restantes \$50 son para el fondo de los intérpretes. La distribución entre los intérpretes e igualmente entre los productores se hace de acuerdo a una serie de tablas suministradas por las emisoras y los canales de televisión.

Los difusores deben suministrar a ACINPRO mensualmente una tabla con las estadísticas de difusión mensual de cada una de las canciones. De acuerdo a la cantidad total de música difundida y a la cantidad de veces que una canción fue puesta al aire, ó usada, esta tendrá un peso sobre el total de regalías que le pertenecen sobre lo cobrado por ACINPRO en el mes.

ACINPRO no tiene convenios de recaudo y repartición con sus similares en el exterior, por este motivo existe un fondo común diferente del fondo común de intérpretes y del fondo común de productores. En el fondo común se depositan todas las regalías que dejan la difusión de canciones de intérpretes extranjeros y de intérpretes nacionales no afiliados a ACINPRO. Igualmente, en caso de difundir música cuyo productor no tiene representación en el país, las regalías serán depositadas en el fondo común. Mensualmente, el fondo común es liquidado y se reparten en forma equivalente entre todos los afiliados a ACINPRO todas las regalías depositadas en él.

3.3.2 Recaudo y Distribución de Regalías Administradas por SAYCO

El esquema utilizado por SAYCO es mas complejo que el usado por ACINPRO. SAYCO se basa en recaudar proporcionalmente a los ingresos del medio de

difusión. La proporción de recaudo varía de acuerdo a factores como Categoría del Usuario, Modalidad Intensidad Uso de la Obra, Importancia de la Obra en el desarrollo de la Actividad del Usuario e Ingresos del Establecimiento.

La Categoría del Usuario, Tiene relación con los diferentes grupos o rangos en que sean clasificados los usuarios de la música, teniendo en cuenta factores como la naturaleza o actividad del establecimiento abierto al público, ubicación, capacidad locativa, tipo, etc; La Modalidad o Intensidad del Uso de la Obra es la Manifestación o forma objetiva en que se revela el grado de utilización de la música, en proporción que va de mayor o menor en cuanto a la utilización de la obra y la influencia en la prestación del bien o servicio que constituye el objeto social del usuario o utilizador; La Importancia de la Obra en el Desarrollo de la Actividad del Usuario, se refiere al significado y magnitud del uso de la obra en el desarrollo del objeto social del usuario, a través de la cuantificación del mismo de forma tal, que la utilización de la obra sea un elemento que permita determinar la influencia o trascendencia de la música, en mayor o menor grado; Los Ingresos del Establecimiento, tienen relación con la cantidad de dinero que éste perciba por todo concepto con la debida regularidad, originada en el desarrollo de su objeto social acorde con la naturaleza de la actividad. Este parámetro es el más apropiado para aplicar el principio de la proporcionalidad, plasmado en un porcentaje que se adopta teniendo en cuenta la combinación con los otros factores o parámetros en la medida en que la forma de utilización de la obra musical permita la concurrencia de todos o algunos de ellos.

La segmentación de los medios de difusión es la siguiente:

- Radio
- Televisión Abierta
- Televisión por Suscripción
- Cine
- Holding Telefónico
- Ring Tones
- Página Web

Las emisoras radiales se clasifican como: Comerciales; Culturales; De Interés Público; De Propiedad del Estado; y Comunitarias.

Las emisoras Comerciales y Culturales son emisoras de carácter privado, cumplen una función meramente comercial sus ingresos provienen básicamente de la venta de pauta publicitaria y arrendamiento de espacios.

La base para el cálculo se fija sobre el cien por ciento (100%) de los Ingresos brutos referidos en la declaración de Industria y Comercio del año inmediatamente anterior. Estas emisoras se agrupan en las siguientes categorías:

- **A** Emisoras que utilizan más del ochenta por ciento (80%) de música en su programación habitual.
- **B**: Emisoras que utilizan entre el treinta por ciento (30%) y el ochenta por ciento (80%) de música en su programación habitual.

- **C:** Emisoras que utilizan hasta el treinta por ciento (30%) de música en su programación habitual.
- **D:** Emisoras Culturales.

En la Figura No. 18 observamos las tarifas por derechos de autor cobradas por SAYCO a cada una de las emisoras:

FIGURA No. 18

Tarifas por Derechos de Autor (Radio)

Categoría	Tarifa
A	3.75% Sobre Ingresos Brutos
B	3% Sobre Ingresos Brutos
C	2.5% Sobre Ingresos Brutos
D	3% Sobre Ingresos Brutos

Cuando el resultado de la aplicación de la tarifa acordada con cada usuario (emisoras comerciales y culturales) sea inferior a la clasificación y tabla de canon mínimo que a continuación se detalla, se aplicará el valor del canon mínimo según sea el caso dada sus características de ubicación geográfica y su población:

- **Especial** – Emisoras ubicadas en ciudades con población superior a 5 millones de habitantes.
- **Primera** – Emisoras ubicadas en ciudades con población entre 2 millones y 5 millones de habitantes.
- **Segunda** – Emisoras ubicadas en ciudades con población entre 500.000 y 1.999.999 habitantes
- **Tercera** – Emisoras ubicadas en ciudades con población entre 300.000 y 499.999 habitantes.

- **Cuarta** – Emisoras ubicadas en ciudades con población entre 100.000 y 299.999 habitantes.
- **Quinta** – Emisoras ubicadas en ciudades con población inferior a 100.000 habitantes.

De acuerdo con la clase el canon mínimo esta expuesto en la Figura No. 19 a continuación:

FIGURA No. 19

Canon Mínimo por Clase

Clase	Canon Mínimo
Especial	FM: Tres (3) SMLV; AM: Uno y Medio (1.5) SMLV
Primera	FM: Dos (2) SMLV; AM: Un (1) SMLV
Segunda	FM: Uno y medio (1.5) SMLV; AM: 90% de un SMLV
Tercera	FM: Uno y un cuarto (1.25) SMLV; AM: 80% de un SMLV
Cuarta	FM: Un (1) SMLV; AM: 75% de un SMLV
Quinta	FM: 75% de un SMLV; AM: 50% de un SMLV

Para el caso de las emisoras de Interés Público y las emisoras del estado, como lo son las emisoras de la Policía Nacional y de las Fuerzas Armadas e Inravisión, el Canon Mínimo mensual es 50% de un SMLV. Las emisoras comunitarias pagaran el mayor entre 50% de un SMLV y 2.5% de los ingresos brutos mensuales.

La televisión abierta es interpretada como la que se pude ubicar dentro del área de servicio de una estación repetidora sin costo alguno para el televidente. La televisión abierta se clasifica como:

- Televisión comercial de operación privada – cubrimiento nacional, zonal, regional y local.
- Televisión comercial de operación pública – cubrimiento nacional, zonal, regional y local.
- Televisión de interés público, social, educativo y cultural – cubrimiento nacional, zonal, regional o local.

Las tarifas por derechos de autor, cobradas por SAYCO se expresan en la Figura No. 20 a continuación:

FIGURA No. 20

Tarifas por Derechos de Autor (Televisión)

Categoría	Tarifa
Televisión Comercial de Operación Privada	3% Sobre los Ingresos Brutos
Televisión Comercial de Operación Pública	3% Sobre los Ingresos Brutos
Televisión de Interés Público, Social, Educativo y Cultural Cobertura Nacional	60 SMLV
Televisión de Interés Público, Social, Educativo y Cultural Cobertura Nacional	30 SMLV
Televisión por Cable y Satelital	3% Sobre los Ingresos Brutos

La ejecución pública de obras musicales en comerciales de televisión y / o cuñas radiales tienen una tarifa adicional a la cobrada en un principio a las programadoras y emisoras. Entre las variables que afectan la tarifa están la duración del comercial, las características de la obra (Antológica, Promocional, Éxito), difusión radial o televisiva, tiempo de uso del comercial, entre otros.

FIGURA No. 21

Tarifas Uso Comercial de Obras Musicales por 30 Segundos

Medio	Tipo Obra	Meses de Uso	Tarifa
Televisión Nacional	Antológica	1	5 SMLV
		2	10 SMLV
		3	15 SMLV
		4	20 SMLV
		5	24 SMLV
		6	28 SMLV
		7	32 SMLV
		8	36 SMLV
		9	38 SMLV
		10	40 SMLV
		11	42 SMLV
		12	44 SMLV
Televisión Nacional	Éxito	1	4 SMLV
		2	8 SMLV
		3	12 SMLV
		4	16 SMLV
		5	19 SMLV
		6	22 SMLV
		7	25 SMLV
		8	28 SMLV
		9	31 SMLV
		10	34 SMLV
		11	37 SMLV
		12	40 SMLV
Televisión Nacional	Promocional	1	3 SMLV
		2	6 SMLV
		3	9 SMLV
		4	12 SMLV
		5	15 SMLV
		6	18 SMLV
		7	21 SMLV
		8	24 SMLV
		9	27 SMLV
		10	30 SMLV
		11	33 SMLV
		12	36 SMLV
Televisión Regional	Antológica / Éxito / Promocional	1	2 SMLV
		2	4 SMLV
		3	6 SMLV
		4	8 SMLV
		5	10 SMLV
		6	12 SMLV
		7	14 SMLV
		8	16 SMLV
		9	18 SMLV
		10	20 SMLV
		11	22 SMLV
		12	24 SMLV
Radio Nacional	Antológica	1	2 SMLV
		2	4 SMLV
		3	6 SMLV

		4	8 SMLV
		5	10 SMLV
		6	12 SMLV
		7	13 SMLV
		8	14 SMLV
		9	15 SMLV
		10	16 SMLV
		11	17 SMLV
		12	18 SMLV
Radio Nacional	Éxito	1	2 SMLV
		2	4 SMLV
		3	6 SMLV
		4	7 SMLV
		5	8 SMLV
		6	9 SMLV
		7	10 SMLV
		8	11 SMLV
		9	12 SMLV
		10	13 SMLV
		11	14 SMLV
		12	15 SMLV
Radio Nacional	Promocional	1	2 SMLV
		2	4 SMLV
		3	5 SMLV
		4	6 SMLV
		5	7 SMLV
		6	8 SMLV
		7	9 SMLV
		8	10 SMLV
		9	11 SMLV
		10	12 SMLV
		11	13 SMLV
		12	14 SMLV
Radio Regional	Antológica / Éxito / Promocional	1	1 SMLV
		2	2 SMLV
		3	3 SMLV
		4	4 SMLV
		5	5 SMLV
		6	6 SMLV
		7	7 SMLV
		8	8 SMLV
		9	9 SMLV
		10	10 SMLV
		11	11 SMLV
		12	12 SMLV
Cine	Antológica	1	6 SMLV
		2	12 SMLV
		3	18 SMLV
		4	24 SMLV
		5	29 SMLV
		6	34 SMLV
		7	39 SMLV
		8	44 SMLV
		9	48 SMLV
		10	52 SMLV
		11	56 SMLV
		12	60 SMLV
Cine	Éxito	1	5 SMLV
		2	10 SMLV
		3	15 SMLV
		4	20 SMLV
		5	25 SMLV
		6	30 SMLV
		7	34 SMLV
		8	38 SMLV
		9	42 SMLV

		10	46 SMLV
		11	50 SMLV
		12	54 SMLV
Cine	Promocional	1	4 SMLV
		2	8 SMLV
		3	12 SMLV
		4	16 SMLV
		5	20 SMLV
		6	24 SMLV
		7	28 SMLV
		8	32 SMLV
		9	36 SMLV
		10	40 SMLV
		11	44 SMLV
		12	48 SMLV

Las páginas web también deben pagar una tarifa por concepto de derechos de autor. La tarifa debe ser igual a 6% de los ingresos brutos de la página. En caso tal que los ingresos no dependan completamente de la música, esta tarifa se reducirá al mayor entre 1.5% del ingreso bruto y dos SMLV.

4. MODELO FINANCIERO

El modelo financiero a desarrollar, será ajustado a la información obtenida del mercado y de los participantes en el mismo. Cabe aclarar que existe información confidencial que autores, compositores, productores, intérpretes, empresas discográficas, emisoras y otros medios de difusión, no están dispuestos a divulgar. Por lo tanto, se harán una serie de supuestos con base a la información conocida y a la información obtenida de otros mercados de similar magnitud. Siempre se harán explícitos los supuestos.

El modelo financiero desarrollará una proyección de las regalías futuras por concepto de derechos de autor para el intérprete de una obra musical. Los ingresos serán calculados con base a las regalías por venta de discos de las obras existentes y las nuevas obras durante la vigencia de la titularización, así como por concepto de difusión de la interpretación en los diferentes medios de comunicación.

La aplicación del modelo financiero se puede hacer a un solo intérprete, a un grupo de intérpretes, a todos los artistas con contrato en una misma empresa discográfica, a los artistas que trabajan para un mismo productor, entre otros. Para mantener la simpleza del modelo, se trabajará con las regalías producto de interpretaciones únicamente para un solo artista de trayectoria reconocida.

4.1 Proyección de Regalías por Concepto de Difusión

De acuerdo con la segmentación de las sociedades de gestión colectiva, la encargada de recaudar los derechos de autor para intérpretes es ACINPRO. Esta sociedad suministró cifras no oficiales de la tarifa única cobrada a los medios difusores de obras musicales, las cuales se muestran en la Figura No. 17. La tarifa se establece de acuerdo a una clasificación, que en el caso de emisoras radiales, depende de la región en la cual tiene asignada la frecuencia. Los recaudos de ACINPRO serán proporcionales a la cantidad de emisoras radiales operando y de su población de cobertura. En la Figura No. 22 observamos el número de emisoras radiales por clasificación.

FIGURA No. 22

Número de Emisoras por Clasificación y Tarifa de ACINPRO³⁵

Medio Difusión	Clasificación	Tarifa Mensual (COL\$)	Número de Emisoras
RADIO	Emisora en Bogotá	\$650.000	45
	Emisora en Cali, ó, Medellín	\$550.000	63
	Emisora en ciudad de mas de 100,000 habitantes	\$400.000	191
	Emisora en ciudad de menos de 100,000 habitantes	\$300.000	156
	Emisora cultural	No suministrada	No Suministrada
TELEVISIÓN	Canal de Televisión Privado	\$10.000.000	3
	Canal de Televisión Público	\$3.000.000	12
	Canal de Televisión por Cable	No suministrada	No Suministrada

³⁵ Ministerio de Comunicaciones, emisoras asignadas

Con estas cifras, podemos estimar los recaudos anuales de ACINPRO y proyectarlos en una serie de tiempo de acuerdo a una serie de supuestos, entre ellos: 1) Aumento anual de tarifas; 2) Aumento de estaciones Radiales y Canales de Televisión, ambos en un horizonte de tiempo determinado.

El horizonte de tiempo escogido para la transacción es de 10 años. Supondremos que el aumento de las tarifas de ACINPRO será gradual con el aumento de la inflación. Durante los próximos 10 años suponemos la siguiente estimación de la inflación de acuerdo al cambio promedio año a año en los últimos diez años. De esta manera proyectamos los siguientes índices inflacionarios:

FIGURA No. 23

Proyección Índice Inflacionario en Colombia

Año	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Inflación (%)	6.3	5.66	5.10	4.59	4.13	3.71	3.34	3.01	2.71	2.44

Supondremos que el aumento de las tarifas esta ligado a la inflación, dado que para el 2003 ACINPRO aumentó las tarifas de acuerdo al índice inflacionario de 2002. Esto dejaría la siguiente proyección de tarifas a cobrar por ACINPRO en los próximos 10 años:

FIGURA No. 24**Proyección Tarifas Cobradas Mensualmente en Función del IPC**

Año	Radio				Televisión	
	Emisora en Bogotá	Emisora en Cali, Medellín	Emisora en Ciudad de mas de 100000 habitantes	Emisora en Ciudad de menos de 100000 habitantes	Canal Privado	Canal Público
2003	\$ 650.000	\$ 550.000	\$ 400.000	\$ 300.000	\$ 10.000.000	\$ 3.000.000
2004	\$ 690.950	\$ 584.650	\$ 425.200	\$ 318.900	\$ 10.630.000	\$ 3.189.000
2005	\$ 730.058	\$ 617.741	\$ 449.266	\$ 336.950	\$ 11.231.658	\$ 3.369.497
2006	\$ 767.291	\$ 649.246	\$ 472.179	\$ 354.134	\$ 11.804.473	\$ 3.541.342
2007	\$ 802.509	\$ 679.046	\$ 493.852	\$ 370.389	\$ 12.346.298	\$ 3.703.889
2008	\$ 835.653	\$ 707.091	\$ 514.248	\$ 385.686	\$ 12.856.200	\$ 3.856.860
2009	\$ 866.656	\$ 733.324	\$ 533.327	\$ 399.995	\$ 13.333.165	\$ 3.999.949
2010	\$ 895.602	\$ 757.817	\$ 551.140	\$ 413.355	\$ 13.778.493	\$ 4.133.548
2011	\$ 922.560	\$ 780.627	\$ 567.729	\$ 425.797	\$ 14.193.225	\$ 4.257.968
2012	\$ 947.561	\$ 801.782	\$ 583.114	\$ 437.336	\$ 14.577.862	\$ 4.373.359
2013	\$ 970.682	\$ 821.346	\$ 597.342	\$ 448.007	\$ 14.933.562	\$ 4.480.068

A la fecha, existen alrededor de 455³⁶ emisoras asignadas a diversos operadores en Frecuencia Modulada (FM) y Amplitud Modulada (AM). Sin embargo, el Ministerio de Comunicaciones tiene proyectado asignar la totalidad del espectro radioeléctrico para su utilización en todo el país. La última actualización de las estaciones de radiodifusión sonora frecuencia modulada y amplitud modulada, presentada el 26 de Junio de 2002, muestra la adjudicación proyectada de 607 emisoras no culturales en todo el territorio nacional. Del total de las emisoras a adjudicar, Aproximadamente el 75% será adjudicado en poblaciones con menos de 100,000 habitantes y el restante 25% en poblaciones con mas de 100,000 diferentes de Bogotá, Medellín y Cali.

³⁶ Cifra obtenida del Ministerio de Comunicaciones

El supuesto que ahora se formula estipula que la totalidad de las emisoras serán adjudicadas a sus operarios en los próximos 10 años. Asumiremos que cada año se adjudicará un número equivalente de emisoras. De esta manera, anualmente se adjudicaran 61 emisoras repartidas en las dos categorías de poblaciones arriba mencionadas. Para el caso de canales de televisión, el Ministerio de Comunicaciones no tiene planeado subastar la licencia de operación de algún otro canal privado, así como tampoco la creación de algún otro canal de televisión pública abierta.

FIGURA No. 25

Proyección Número de Emisoras Radiales AM y FM

Año	Radio			
	Emisora en Bogotá	Emisora en Cali, Medellín	Emisora en Ciudad de mas de 100000 habitantes	Emisora en Ciudad de menos de 1000000 habitantes
2003	45	63	191	156
2004	45	63	237	171
2005	45	63	282	186
2006	45	63	328	202
2007	45	63	373	217
2008	45	63	419	232
2009	45	63	464	247
2010	45	63	510	262
2011	45	63	555	277
2012	45	63	601	293
2013	45	63	646	308

Basados en esta proyección se pretende calcular los recaudos futuros totales de ACINPRO durante los próximos diez años. La proyección permitirá traer a valor presente los flujos futuros para así proceder a la valoración de la titularización.

FIGURA No. 26

Proyección de Recaudos Anuales de ACINPRO 2003 - 2013

AÑO	RADIO				TELEVISION		TOTAL
	Emisora en Bogotá	Emisora en Cali, Medellín	Emisora en Ciudad de mas de 100,000 habitantes	Emisora en Ciudad de menos de 100,000 habitantes	Canal Privado	Canal Público	
2003	\$ 351.000.000	\$ 415.800.000	\$ 916.800.000	\$ 561.600.000	\$ 1.440.000.000	\$ 108.000.000	\$ 3.793.200.000
2004	\$ 373.113.000	\$ 441.995.400	\$ 1.209.268.800	\$ 655.052.490	\$ 1.530.720.000	\$ 114.804.000	\$ 4.324.953.690
2005	\$ 394.231.320	\$ 467.012.196	\$ 1.520.316.144	\$ 753.487.590	\$ 1.617.358.752	\$ 121.301.892	\$ 4.873.707.894
2006	\$ 414.337.140	\$ 490.829.976	\$ 1.858.496.544	\$ 856.402.252	\$ 1.699.844.112	\$ 127.488.312	\$ 5.447.398.336
2007	\$ 433.354.860	\$ 513.358.776	\$ 2.210.481.552	\$ 963.159.556	\$ 1.777.866.912	\$ 133.340.004	\$ 6.031.561.660
2008	\$ 451.252.620	\$ 534.560.796	\$ 2.585.638.944	\$ 1.073.171.295	\$ 1.851.292.800	\$ 138.846.960	\$ 6.634.763.415
2009	\$ 467.994.240	\$ 554.392.944	\$ 2.969.564.736	\$ 1.185.825.177	\$ 1.919.975.760	\$ 143.998.164	\$ 7.241.751.021
2010	\$ 483.625.080	\$ 572.909.652	\$ 3.372.976.800	\$ 1.300.704.179	\$ 1.984.102.992	\$ 148.807.728	\$ 7.863.126.431
2011	\$ 498.182.400	\$ 590.154.012	\$ 3.781.075.140	\$ 1.417.393.054	\$ 2.043.824.400	\$ 153.286.848	\$ 8.483.915.854
2012	\$ 511.682.940	\$ 606.147.192	\$ 4.205.418.168	\$ 1.535.442.962	\$ 2.099.212.128	\$ 157.440.924	\$ 9.115.344.314
2013	\$ 524.168.280	\$ 620.937.576	\$ 4.630.595.184	\$ 1.654.489.851	\$ 2.150.432.928	\$ 161.282.448	\$ 9.741.906.267

4.1.1 Valor Presente Regalías por Difusión

Las regalías serán calculadas durante diez años para un artista Colombiano de amplia trayectoria profesional, cuyas producciones discográficas en los últimos diez años han sido exitosas, ubicándose en los primeros puestos de difusión por las emisoras. El nombre del artista será mantenido en reserva por petición de nuestras fuentes de información.

En aras de lograr valorar los flujos futuros, debemos encontrar una tasa de descuento adecuada y acorde con procesos similares en el mercado. Se considera que las proyecciones de servicio a la deuda, basadas en los flujos futuros y en el crecimiento del ingreso, deben reflejar una tasa de descuento acorde con la capacidad de pago del emisor.

FIGURA No. 27**Crecimiento Proyectado de los Recaudos de ACINPRO**

Año	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Crecimiento del Ingreso	14,02%	12,69%	11,77%	10,72%	10,00%	9,15%	8,58%	7,89%	7,44%	6,87%

La tasa de descuento usada para traer a valor presente los flujos futuros será la tasa máxima que puede ofrecer la titularización a sus inversionistas para el pago de intereses y amortizaciones dado el valor presente obtenido. La experiencia reciente muestra que las titularizaciones se han realizado con tasas que oscilan entre DTF + 2% y DTF + 8%. Para este caso, hemos decidido descontar los flujos al DTF + 5% por ser la media entre 2% y 8%.

Usaremos la DTF vigente para la última semana de Abril de 2003 para realizar la operación. El valor de la DTF se ubicó en 7.71% efectivo anual. Por lo tanto la tasa en la que se descontará el Flujo de Caja será de 12.71%. Supondremos que la emisión se realizará la última semana de Diciembre de 2003 y los flujos durante los siguientes diez años serán mensuales.

FIGURA No. 28**Flujo de Caja Mensual Proyectado (COL\$)**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
enero	360.412.808	406.142.325	453.949.861	502.630.138	552.896.951	603.479.252	655.260.536	706.992.988	759.612.026	811.825.522
febrero	360.412.808	406.142.325	453.949.861	502.630.138	552.896.951	603.479.252	655.260.536	706.992.988	759.612.026	811.825.522
marzo	360.412.808	406.142.325	453.949.861	502.630.138	552.896.951	603.479.252	655.260.536	706.992.988	759.612.026	811.825.522
abril	360.412.808	406.142.325	453.949.861	502.630.138	552.896.951	603.479.252	655.260.536	706.992.988	759.612.026	811.825.522
mayo	360.412.808	406.142.325	453.949.861	502.630.138	552.896.951	603.479.252	655.260.536	706.992.988	759.612.026	811.825.522
junio	360.412.808	406.142.325	453.949.861	502.630.138	552.896.951	603.479.252	655.260.536	706.992.988	759.612.026	811.825.522
julio	360.412.808	406.142.325	453.949.861	502.630.138	552.896.951	603.479.252	655.260.536	706.992.988	759.612.026	811.825.522
agosto	360.412.808	406.142.325	453.949.861	502.630.138	552.896.951	603.479.252	655.260.536	706.992.988	759.612.026	811.825.522
septiembre	360.412.808	406.142.325	453.949.861	502.630.138	552.896.951	603.479.252	655.260.536	706.992.988	759.612.026	811.825.522

octubre	360.412.808	406.142.325	453.949.861	502.630.138	552.896.951	603.479.252	655.260.536	706.992.988	759.612.026	811.825.522
noviembre	360.412.808	406.142.325	453.949.861	502.630.138	552.896.951	603.479.252	655.260.536	706.992.988	759.612.026	811.825.522
diciembre	360.412.808	406.142.325	453.949.861	502.630.138	552.896.951	603.479.252	655.260.536	706.992.988	759.612.026	811.825.522

Descontando los flujos al 12.71% EA (DTF + 5%), el Valor Presente Neto sería igual a COL\$ 32.922.713.034, aproximadamente US\$ 11.5 millones.

El artista según información suministrada por TOCA Stereo, Radio Capital y otras emisoras independientes pero a su vez afiliadas a la cadena Todelar, ha ubicado sus canciones constantemente en las listas de difusión de las emisoras a nivel nacional. De acuerdo a la planilla de ejecución de obras musicales suministrada por TOCA Stereo las obras musicales del artista, en lo corrido del año 2003, las obras del artista sonaron el 15% de total de obras sonadas mensualmente (Ver Anexo No. 1). Cabe resaltar que la última composición discográfica del artista fue lanzada hace mas de un año y que hoy en día abarca el 15% de lo total difundido mensualmente.

Supondremos que la media de la difusión de las obras del artista es equivalente al promedio móvil de los primeros 5 meses de 2003, igual a 15%. Para sobre colateralizar la emisión este valor será de 5%. De esta manera el valor presente neto de las regalías del artista sería equivalente a COL\$ 1.646.135.652 (5%) del valor presente neto de las regalías totales estimadas para la vigencia de la titularización, aproximadamente US\$ 0.6 millones.

4.2 Proyección Regalías por Concepto de Ventas

Con el propósito de valorar las regalías por ventas de discos durante la vigencia de la titularización, se hicieron los siguientes supuestos:

- Incremento en valor de los discos acorde con incremento proyectado de la inflación (Ver Figura No. 23).
- Valor unitario promedio discos a la fecha: COL\$ 42.000
- De acuerdo a información no oficial suministrada por la Empresa discográfica, las regalías del artista por unidad vendida son equivalentes al 30% de valor comercial de la unidad, de acuerdo a lo estipulado en el contrato con el artista.
- El artista lanzará tres nuevas obras discográficas de acuerdo a lo estipulado en el contrato entre el artista y la empresa discográfica.
- Las proyecciones de ventas son realizadas en base a las ventas históricas de las obras musicales en circulación en los últimos diez años.
- La vida útil de una obra discográfica es de 10 años, luego de este tiempo, sus ventas son consideradas como insignificantes.

FIGURA No. 29

Ventas Reales³⁷ y Proyectadas a 2013

Disco	Año Lanzamiento	Años en Mkdo	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10	Ventas Totales
CP	1993	9	0	600.000	105.000	45.000	15.000	15.000	15.000	12.000	12.000	12.000	12.000	831.000
LTO	1995	7	0	540.000	120.000	36.000	24.000	24.000	15.000	15.000	10.800	10.800	10.800	774.000
TF	1997	5	0	300.000	80.000	30.000	15.000	12.000	7.917	7.167	6.000	6.000	6.000	437.000
AMT	1999	3	0	360.000	150.000	48.000	14.333	13.133	9.500	8.600	7.200	7.200	7.200	558.000
DE	2001	1	0	510.000	137.771	47.813	20.306	18.606	13.458	12.183	10.200	10.200	10.200	510.000
XXXX	2004		0	508.200	137.285	47.644	20.234	18.540	13.411	12.140	10.164	10.164	10.164	
YYYY	2007		0	508.200	137.285	47.644	20.234	18.540	13.411	12.140				
ZZZZ	2010		0	508.200	137.285	47.644	20.234							

³⁷ Información no oficial suministrada por la Empresa Discográfica del Artista

La Figura No. 29 muestra las ventas reales año a año luego de la fecha de lanzamiento de cada producción discográfica. Se asume que las obras tienen ventas significativas únicamente 10 años después de su lanzamiento.

Observamos que la primera producción en la tabla fue lanzada en 1993 y existen datos de ventas para los 9 años subsecuentes al lanzamiento, el año 10 (en azul) es estimado de acuerdo a la tendencia de las ventas. Este dato estimado entraría a generar flujo de caja para la titularización porque ocurriría en el año 2004. La columna de la derecha muestra las ventas totales conocidas hasta el momento, de esta manera excluyendo a las ventas proyectadas.

La segunda producción discográfica fue lanzada en 1995, los datos proyectados son a partir del año 8 luego del lanzamiento y se proyectan únicamente por tres años (azul).

Las últimas tres obras musicales de la Figura No. 29 son las obras nuevas que se deben lanzar durante la vigencia del contrato entre el artista y la empresa discográfica. Estas obras se supone serán lanzadas en los años 2004, 2007 y 2010. Sus ventas iniciales y la proyección durante los siguientes años, están basadas en los históricos de las 5 obras lanzadas previamente.

En la Figura No. 30, a continuación, observamos los niveles de ventas en porcentajes para los años subsecuentes al lanzamiento de cada producción. El

porcentaje para cada año es equivalente a las ventas ese año frente a las ventas del primer año. En azul, encontramos las proyecciones de venta de acuerdo a los históricos.

FIGURA No. 30

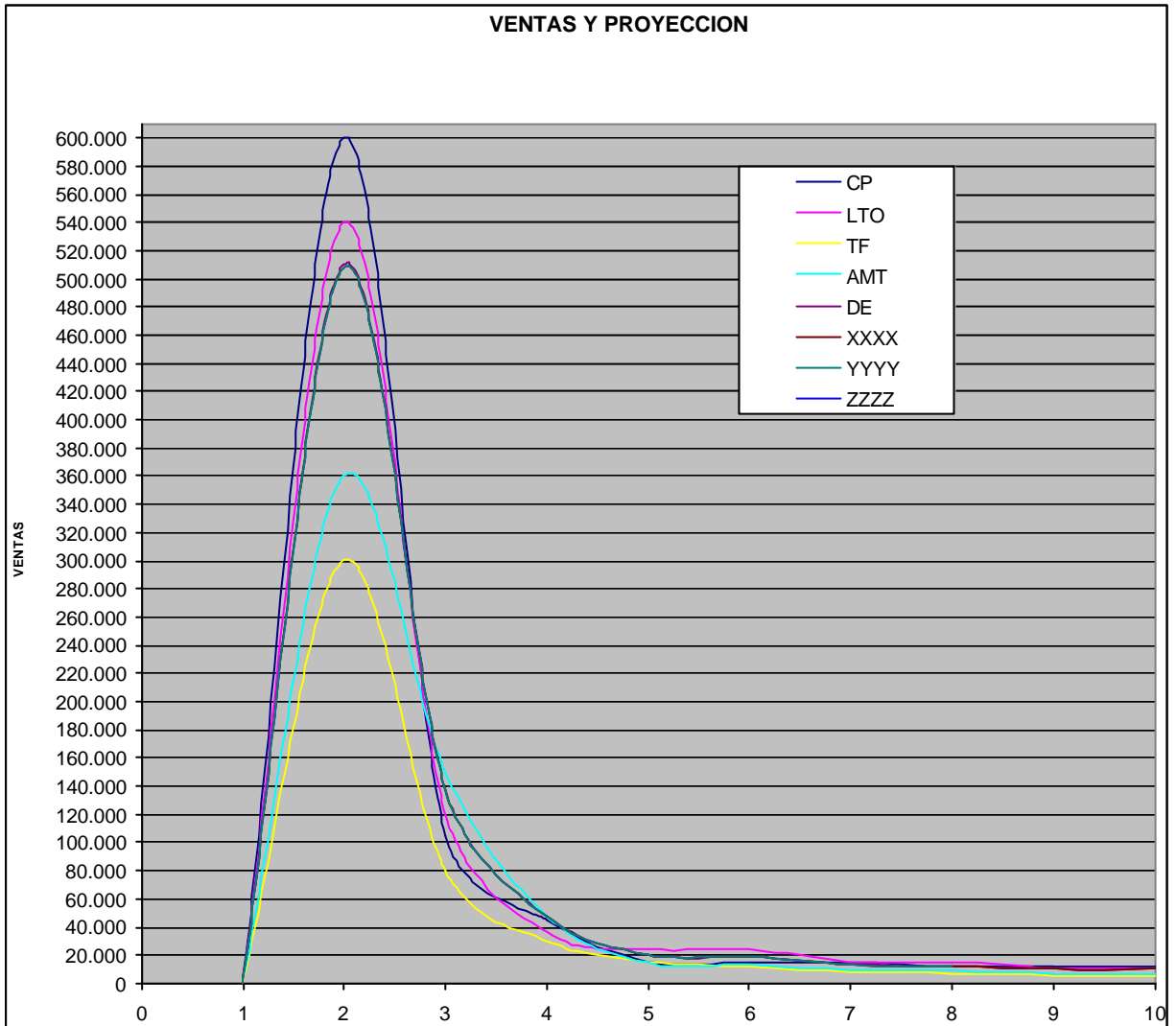
Niveles de Venta y Proyecciones de Niveles de Venta

Disco	Año Lanzamiento	Años en Mkdo	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8	Año 9	Año 10
			%de año 1	%de año 1	%de año 1	%de año 1	%de año 1	%de año 1	%de año 1	%de año 1	%de año 1	%de año 1
CP	1993	9	100%	17,50%	7,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
LTO	1995	7	100%	22,22%	6,67%	4,44%	4,44%	2,78%	2,78%	2,00%	2,00%	2,00%
TF	1997	5	100%	26,67%	10,00%	5,00%	4,00%	2,64%	2,39%	2,00%	2,00%	2,00%
AMT	1999	3	100%	41,67%	13,33%	3,98%	3,65%	2,64%	2,39%	2,00%	2,00%	2,00%
DE	2001	1	100%	27,01%	9,38%	3,98%	3,65%	2,64%	2,39%	2,00%	2,00%	2,00%
XXX	2004		100%	27,01%	9,38%	3,98%	3,65%	2,64%	2,39%	2,00%	2,00%	2,00%
YYYY	2007		100%	27,01%	9,38%	3,98%	3,65%	2,64%	2,39%			
ZZZZ	2010		100%	27,01%	9,38%	3,98%						

Como se mencionó, las ventas de obras discográficas presentan una tendencia muy estable luego de los 3 primeros años posteriores a su lanzamiento. Es allí en donde es permisible hacer pronósticos y proyecciones confiables de ventas. La Figura No. 2 presenta el comportamiento generalizado de las ventas de todas las obras musicales, el comportamiento de las ventas de nuestro artista se ajusta al generalizado, así como las proyecciones de las tres obras musicales a lanzar durante la vigencia del contrato y durante la vigencia de la titularización. A continuación, en la Figura No. 31 observamos el comportamiento de las ventas.

FIGURA No. 31

Comportamiento Histórico Ventas y Comportamiento Proyección Ventas



Una vez proyectados las ventas futuras, se procede a proyectar los ingresos futuros por concepto de las regalías obtenidas de estas ventas. La proyección de ingresos se realizó iniciando en el año 2004 y culminando en el año 2013 de manera similar a la proyección de ingresos por difusión.

4.2.1 Valor Presente Regalías por Ventas

El valor hoy en día de un disco compacto es de COL\$ 42.000, de esta manera los valores de los discos compactos se ajustaron tomando como base el precio de hoy y aumentándolos de acuerdo a las inflaciones previamente pronosticadas año a año. El porcentaje de las regalías según el contrato del artista es equivalente al 30%³⁸ del valor de venta del disco. En la Figura No. 32, a continuación, se presenta la proyección de regalías anuales proveniente de la venta de discos durante la vigencia de la titularización.

FIGURA No. 32

Proyección Regalías por Concepto de Venta de Discos

AÑO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
UNIDADES	691.021	216.197	94.249	561.639	182.483	80.438	557.974	176.188	81.419	42.536
VALOR	\$ 44.646	\$ 47.173	\$ 49.579	\$ 51.854	\$ 53.996	\$ 55.999	\$ 57.870	\$ 59.612	\$ 61.227	\$ 62.721
REGALÍA (30%)	\$ 13.394	\$ 14.152	\$ 14.874	\$ 15.556	\$ 16.199	\$ 16.800	\$ 17.361	\$ 17.883	\$ 18.368	\$ 18.816
INGRESOS REGALÍA	\$ 9.255.394.838	\$ 3.059.597.143	\$ 1.401.829.810	\$ 8.737.051.509	\$ 2.956.004.649	\$ 1.351.339.936	\$ 9.686.935.106	\$ 3.150.860.180	\$ 1.495.505.149	\$ 800.411.421

La tasa utilizada para descontar estos flujos es la misma usada en el caso de las regalías por difusión, equivalente a 12.71%.

El valor presente neto de los flujos es COL\$ 25.450.995.008, aproximadamente US\$ 8 millones.

³⁸ Información NO OFICIAL suministrada por la empresa discográfica

4.3 Monto de la Emisión

El monto de la emisión no debe ser igual al valor presente neto de los flujos pronosticados. Precisamente por ser pronosticados, debe haber un colchón en caso de no cumplirse las metas en ventas de discos y en difusión. Con el propósito de brindar mayor confianza y seguridad de los inversionistas por medio de una mejor calificación de riesgo por parte de las firmas especializadas, esta emisión tendrá una sobre colateralización de proporción 2:1. Por lo tanto el monto de la emisión será equivalente a la mitad del los flujos de caja proyectados.

VPN Flujos de Caja Proyectados = COL\$ 27.097.130.659 (US\$ 10M aprox.)

VPN Monto de la Emisión = COL\$ 13.548.565.330 (US\$ 4.75M aprox.)

Con el propósito de redondear la cifra a millones múltiplos de COL\$ 150.000, el monto de la emisión será de COL\$ 13.650.000.000 (US\$ 4.75M aprox.)

4.4 Amortizaciones y Pago de Rendimientos.

De acuerdo con el cálculo del valor presente neto de los flujos por concepto de ventas y de regalías durante los diez años de vigencia de la titularización, la tasa a la cual fueron descontados estos títulos será tomada como referencia de la tasa de interés efectiva anual a la cual se ofrecerán los títulos.

Dado que el valor de los flujos fue incrementado, en parte, por efectos de la inflación, se cree necesario indexar la tasa de interés al valor de la inflación. La tasa a la cual fueron descontados los flujos fue de 12.71% (DTF + 5%), entre otras razones por ser la media a la cual se han venido colocando titularizaciones en el mercado de capitales colombiano en el último año. Por lo tanto el título no debe

ofrecer una tasa de interés superior a 12.71% EA. Retomando nuevamente la Figura No. 15 observamos los montos, plazos y tasas de las titularizaciones del año 2002.

FIGURA No. 15

Titularizaciones 2002³⁹ (Miles de Dólares)

TITULARIZACIONES	FECHA EMISIÓN	MONTO EMISIÓN MM	RATING	Tasa de Interés Nominal			
				3 AÑOS	5 AÑOS	7 AÑOS	10 AÑOS
Titularizadora de Colombia	Nov-02	168.700	AAA		UVR+4.5%		UVR+5.9%
Titularizadora de Colombia	May-02	121.828	AAA			UVR+5,41%	UVR+6,05%
INCAUCA Forward de Azucar	Ago-02	40.000	AAA	IPC+8%			
Tifis	Ago-02	250.000	AAA	DTF+1.75%	DTF+2.10%		
TOTAL		580.528					

Indexando la tasa de interés a la inflación, y tomando como referencia la inflación de 2002 (equivalente a 6.99%), así como las proyecciones realizadas previamente, el spread debe ser inferior a 5.72%.

Con el propósito de ofrecer a los inversionistas potenciales una rentabilidad superior a la de una inversión ordinaria como la de un CDT pero manteniéndola dentro de los límites permisibles para cumplir con compromisos de amortización y de pago de rentabilidades.

La tasa de interés que pagarán los títulos será de IPC + 5.7%. Esta tasa de interés supera el 10.46% mínimo requerido el año pasado a los fondos de pensiones, igualmente se sitúa por debajo de la tasa de descuento efectiva anual utilizada para descontar los flujos.

³⁹ Corporación Financiera del Valle. Dirección de Mercados de Capitales. Bogotá, Colombia

Dada la ciclicidad de las ventas de discos y la periodicidad del recaudo de regalías por concepto de difusión se ha decidido realizar amortizaciones y pago de rendimientos de forma semestral. La venta de discos se da en niveles mayores en la época de fin de año y en los momentos en que es lanzada una nueva obra discográfica, produciendo un flujo de ingresos cíclico gobernado por las ventas de diciembre. Por otro lado, el recaudo de regalías es mensual y en montos estandarizados, lo que permite sostener un servicio a la deuda semestral.

El pago de intereses y de capital será de la siguiente manera:

FIGURA No. 33

Amortizaciones y Pago de Intereses

FECHA	CAPITAL	RENDIMIENTOS	AMORTIZACIÓN	IPC	IPC + 5,5%	TOTAL SERVICIO ANUAL
JUNIO 30/04	\$ 13.650.000.000	\$ 782.898.358	\$ 682.500.000	6,30%	11,80%	
DICIEMBRE 30/04	\$ 12.967.500.000	\$ 743.753.440	\$ 682.500.000	6,30%	11,80%	\$ 2.891.651.797
JUNIO 30/05	\$ 12.285.000.000	\$ 667.375.601	\$ 682.500.000	5,66%	11,16%	
DICIEMBRE 30/05	\$ 11.602.500.000	\$ 630.299.179	\$ 682.500.000	5,66%	11,16%	\$ 2.662.674.780
JUNIO 30/06	\$ 10.920.000.000	\$ 564.185.578	\$ 682.500.000	5,10%	10,60%	
DICIEMBRE 30/06	\$ 10.237.500.000	\$ 528.923.980	\$ 682.500.000	5,10%	10,60%	\$ 2.458.109.558
JUNIO 30/07	\$ 9.555.000.000	\$ 470.467.357	\$ 682.500.000	4,59%	10,09%	
DICIEMBRE 30/07	\$ 8.872.500.000	\$ 436.862.546	\$ 682.500.000	4,59%	10,09%	\$ 2.272.329.902
JUNIO 30/08	\$ 8.190.000.000	\$ 385.285.910	\$ 682.500.000	4,13%	9,63%	
DICIEMBRE 30/08	\$ 7.507.500.000	\$ 353.178.750	\$ 682.500.000	4,13%	9,63%	\$ 2.103.464.660
JUNIO 30/09	\$ 6.825.000.000	\$ 307.369.912	\$ 682.500.000	3,71%	9,21%	
DICIEMBRE 30/09	\$ 6.142.500.000	\$ 276.632.921	\$ 682.500.000	3,71%	9,21%	\$ 1.949.002.833
JUNIO 30/10	\$ 5.460.000.000	\$ 236.222.032	\$ 682.500.000	3,34%	8,84%	
DICIEMBRE 30/10	\$ 4.777.500.000	\$ 206.694.278	\$ 682.500.000	3,34%	8,84%	\$ 1.807.916.310
JUNIO 30/11	\$ 4.095.000.000	\$ 170.685.060	\$ 682.500.000	3,01%	8,51%	
DICIEMBRE 30/11	\$ 3.412.500.000	\$ 142.237.550	\$ 682.500.000	3,01%	8,51%	\$ 1.677.922.609
JUNIO 30/12	\$ 2.730.000.000	\$ 109.856.174	\$ 682.500.000	2,71%	8,21%	
DICIEMBRE 30/12	\$ 2.047.500.000	\$ 82.392.131	\$ 682.500.000	2,71%	8,21%	\$ 1.557.248.305
JUNIO 30/13	\$ 1.365.000.000	\$ 53.155.515	\$ 682.500.000	2,44%	7,94%	
DICIEMBRE 30/13	\$ 682.500.000	\$ 26.577.758	\$ 682.500.000	2,44%	7,94%	\$ 1.444.733.273

4.5 Índice de Siniestralidad

El índice de siniestralidad tiene el propósito de cubrir a los inversionistas en caso tal que los ingresos de la titularización no cubran. El índice de siniestralidad es el equivalente a la suma de dos amortizaciones. En caso tal que en cualquier momento después del primer año de la vigencia de la titularización, el valor total de los recaudos por concepto de ventas y de difusión en lo corrido del último año, caiga por debajo de COL\$ 1.365.000.000 se harán exigibles las garantías a favor de los inversionistas, y el ente administrador de la titularización esta en la obligación de reponer el capital no amortizado a todos los tenedores de los títulos por medio de la venta de los derechos de propiedad intelectual o de la ejecución de las garantías vigentes.

5. RESUMEN DE LA EMISIÓN

5.1 Las Partes

El Originador

El emisor de esta titularización es un artista de trayectoria tanto nacional como internacional. El artista se ha ubicado en los últimos 5 años en los primeros puestos de ventas de discos con sus últimos trabajos publicados. El artista, aunque compone varias de sus interpretaciones, está interesado únicamente en titularizar todas sus interpretaciones. Sus interpretaciones son difundidas ampliamente y constantemente a través de los medios de comunicación (televisión y radio). El artista se encuentra afiliado a SAYCO y ACINPRO, por lo tanto los derechos intelectuales por interpretación de obras musicales serán recaudados por ACINPRO y le serán entregados. La empresa discográfica a la cual pertenece, se encarga de promocionar y de posicionar sus interpretaciones en el mercado. Esta empresa es reconocida en el mercado local y aparte del artista en mención, tiene contrato con otros de igual envergadura, de esta manera la calidad profesional de la casa disquera es comparable con sus 40 años de experiencia en el mercado colombiano.

El Fondo de Patrimonio Autónomo

El fondo es utilizado como vehículo de propósito (SPV) especial de manera que su característica que le permite ser inembargable produce un efecto de confianza

sobre el inversionista. Los derechos de propiedad intelectual serán transferidos al fondo antes de la emisión de la titularización. El fondo debe i) pagar al originador la tenencia y beneficio de los derechos de autor durante la vigencia de la emisión; ii) Transferir y asignar los títulos a los inversionistas; iii) Recaudar y distribuir ingresos a los inversionistas; iv) Debe cumplir con todos los objetivos financieros de la emisión (amortizaciones y rendimientos financieros); v) Crear y mantener el fondo de garantía necesario para respaldar la emisión.

5.2 Ingresos

Difusión

Los ingresos por difusión serán los percibidos por el uso de las interpretaciones del autor en radio y televisión. Los ingresos son proporcionales a la cantidad de veces que la(s) interpretación(es) fueron difundidas a través de los medios de comunicación. La entidad difusora esta en la obligación de reportar el número de veces que utilizó la(s) interpretación(es) y debe además pagar la tarifa impuesta por las sociedades de gestión colectiva. Los parámetros bajo los cuales se establecen las tarifas de recaudo tienen en cuenta la población en la cual fue difundida la interpretación y el medio por el cual se realizó (radio, televisión).

Venta de Discos

Las interpretaciones perciben regalías por la venta de discos en donde se incluyen. Dependiendo del contrato con la empresa discográfica, el valor de las regalías por disco vendido varía. El artista tiene un contrato que le deja 30% del

valor de las ventas de discos. Este porcentaje puede cambiar en el evento de realizar una nueva producción discográfica.

5.3 El Mercado Discográfico

Según cifras no oficiales suministradas por Sonolux S.A., de cada 4 discos vendidos, 3 son piratas. El mercado discográfico legal colombiano, vende cerca de 5 millones de copias al año. La legislación actual permite prevenir y castigar la piratería en Colombia. Por otro lado, las emisoras y canales de televisión son consumidores que proyectan un crecimiento hacia el futuro, especialmente la radio. Se estiman 607 nuevas emisoras en los próximos 10 años. Las emisoras y canales de televisión deben estar a paz y salvo con los pagos por uso de derechos de autor para poder operar.

La tecnología cambia continuamente y el mercado discográfico pretende mantenerse en la vanguardia tecnológica ya que cada vez es más sencillo copiar ilegalmente obras musicales, especialmente desde la aparición del formato MP3. Las casas discográficas pretenden migrar su tecnología del todo a la tecnología DVD (Digital Video Disk), de esta manera atacan la copia ilegal por la tecnología 'anti-copiado' incorporada en los DVD.

5.4 Descripción de la Transacción el Día de Cierre de Emisión

A continuación describimos la secuencia de eventos:

- El emisor y el originador entran en un acuerdo de compra de derechos de autor de propiedad intelectual..
- La transacción se realiza con los fondos obtenidos mediante la venta de títulos.
- El emisor distribuye los títulos valor a los inversionistas.

5.5 Descripción de la Transacción Recurrente

- Los recaudos por concepto de regalías son depositados en el 'Fideicomiso Titularización Derechos Intelectuales'.
- En los meses de distribución, el fideicomiso depositará los recaudos en una cuenta de distribución.
- El día de distribución, el agente de manejo se encargará de distribuir a los inversionistas las regalías depositadas en la cuenta de distribución por concepto de amortización al capital aportado y por rendimientos financieros.
- Cualquier exceso de dinero depositado en la cuenta de distribución será reembolsado al fideicomiso.

6. LA OFERTA

PROSPECTO DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN TITULARIZACIÓN ‘FLUJOS FUTUROS DE RECAUDOS POR CONCEPTO DE DERECHOS DE PROPIEDAD INTELECTUAL EN LA DIFUSIÓN Y VENTA DE INTERPRETACIONES MUSICALES’ EMISIÓN 2003 SERIE UNICA	
NOMBRE DEL EMISOR	PATRIMONIO AUTÓNOMO ‘FIDEICOMISO TITULARIZACIÓN DERECHOS INTELECTUALES’ (SPV)
CONSTITUYENTE ORIGINADOR	Artista XXXX
OBJETO DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO	Coordinar el recibo de los recursos provenientes de la emisión de Títulos. Constitución de los Fondos de Manejo y Garantía y cumplir con los demás objetivos económicos y financieros de la emisión.
AGENTE DE MANEJO	Fiduciaria XXXX
AGENTE DE RECAUDO	Fiduciaria XXXX
DOMICILIO AGENTE DE MANEJO	XXXXXXXXXXXX
CLASE DE TÍTULO OFRECIDO	Títulos de Contenido Crediticio a la Orden.
CANTIDAD	100.000 Títulos.
VALOR NOMINAL	\$150.000 Moneda Legal
MONTO TOTAL DE LA EMISIÓN	\$15'000.000.000 Moneda Legal
VALOR MINIMO DE LA INVERSIÓN	\$15'000.000 Moneda Legal
VALOR DE INCREMENTO DE LA INVERSIÓN	Múltiplos enteros de \$1'500,000 Moneda Legal.
DERECHOS QUE INCORPORA EL TÍTULO	Derecho a percibir la cancelación del capital y los rendimientos financieros en los términos y condiciones señalados por el Título.
RENTABILIDAD DEL TÍTULO	Hasta IPC + 5.5% pagadero en su equivalente SV.
FECHA DE DISTRIBUCIÓN	Último día hábil de cada semestre calendario
ÚLTIMO DIA DE DISTRIBUCIÓN	El último día de distribución se espera que sea el ___ de Diciembre de 2013

FECHA DE CIERRE	Diciembre ____ de 2003
PERIODO DE RECOLECCIÓN	Respecto a cualquier fecha de distribución es el semestre inmediatamente anterior.
GARANTÍA DE LA EMISIÓN	Establecimiento del “Fondo Cuenta de Garantía” durante la totalidad del plazo de la emisión en el cual se depositan los derechos de propiedad intelectual.
OBLIGACIÓN DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO DE REINTEGRAR	El ‘Fideicomiso Titularización Derechos Intelectuales’, se obliga a reintegrar a favor de los tenedores de títulos, la totalidad del capital invertido y de los rendimientos financieros hasta la fecha en caso de un evento de amortización acelerada.
ACTIVOS DEL PATRIMONIO AUTÓNOMO	El principal activo del Patrimonio Autónomo son: i) el derecho, la tenencia e interés sobre, cualquier ingreso por recaudo de derechos intelectuales en poder del originador en el momento de cerrar la emisión, ii) todas las cuentas de cobro vencidas y por vencer de los recaudos por derechos intelectuales desde la fecha de cierre y hasta la vigencia de la titularización, iii) todos los derechos de propiedad intelectual sobre las interpretaciones del originador.
PREPAGO OPCIONAL	Todos los títulos son objeto de prepago opcional, total ó parcial, en cualquier momento 2 años luego del cierre de la emisión. El prepago será equivalente al 100% del saldo sobre el capital aportado, sumado a los rendimientos financieros causados y no pagados.
EVENTO DE AMORTIZACIÓN ADELANTADA	Un evento de amortización adelantada ocurrirá en caso de: i) En cualquier fecha de distribución, el promedio recaudado durante el año inmediatamente anterior a la fecha de distribución es menor al 200% de la cantidad a distribuir. ii) El recaudo total para cualquier fecha de distribución caiga por debajo del nivel de alerta
USO DE LOS INGRESOS	El Fondo de Patrimonio Autónomo usara los ingresos netos de la venta de títulos para pagar costos de operación de las transacciones. El originador usara los ingresos netos para objetivos personales.
ENTIDAD ADMINISTRADORA	Fiduciaria XXXX

REPRESENTANTE LEGAL DE TENEDORES DE TÍTULOS	XXXXXXXXXXXX
BOLSA EN QUE ESTARÁ INSCRITO	Bolsa de Valores de Colombia
CALIFICACIÓN	XXXX
<p>La información contenida en el presente prospecto se encuentra actualizada a Mayo 1 de 2003. A partir de esta fecha, la actualización de dicha información podrá ser consultada en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y en la Bolsa de Valores de Colombia.</p>	
<p>LA INSCRIPCIÓN DEL TÍTULO EN EL REGISTRO NACIONAL DE VALORES E INTERMEDIARIOS Y LA AUTORIZACIÓN DE LA OFERTA PÚBLICA POR PARTE DE LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES, NO IMPLICAN CERTIFICACIÓN SOBRE LA BONDAD DEL VALOR O LA SOLVENCIA DEL EMISOR</p>	
<p>EN SU CALIDAD DE AGENTE DE MANEJO LA FIDUCIARIA XXXX CONTRAE UNA OBLIGACIÓN DE MEDIO Y NO DE RESULTADO</p>	
<p>MAYO DE 2003</p>	

CONCLUSIONES

Luego de analizar en Colombia la viabilidad, las características necesarias del mercado de valores, para la emisión teórica de una titularización respaldada por activos podemos concluir que:

Por medio de la titularización de derechos de propiedad intelectual, se ofrece al mercado una nueva alternativa de inversión y de financiamiento. Esta alternativa es viable ya que se ajusta al marco jurídico y de valores que rigen este tipo de instrumentos financieros en Colombia. El éxito en la colocación de las titularizaciones respaldadas por activos, esta sujeto a buenas calificaciones crediticias por parte de los organismos especializados, esto con el propósito de involucrar a los inversionistas que buscan bajos niveles de riesgo en sus inversiones. El financiamiento de proyectos por medio de titularizaciones, se ajusta a las necesidades del emisor y busca obtener un menor costo de capital que el del financiamiento ordinario.

En Colombia, los grandes participantes de los mercados financieros son los fondos de pensiones y cesantías. Las titularizaciones de derechos de propiedad intelectual deben buscar ser demandadas por estos fondos ya que en ellos existe la liquidez suficiente para colocar la totalidad de la emisión. Sin embargo, lograr la demanda de los títulos por parte de los fondos de pensiones y cesantías requiere

de unas calificaciones de riesgo crediticio que superen los niveles en los cuales los fondos de pensiones están autorizados a invertir. Lograr obtener estas calificaciones puede significar la necesidad de adoptar unos índices de siniestralidad y de cobertura que harán menos rentable la inversión.

En busca de mitigantes de riesgo, se puede sugerir la obtención de una garantía parcial por parte de una entidad multilateral (CAF, IFC). Sin embargo, la garantía multilateral podría afectar la tasa de interés que pagaría el título e incrementaría los costos de emisión. Otra mitigante de riesgo para el caso este caso específico, sería descontar únicamente el 15% de los flujos de caja proyectados para las tres obras musicales que se deben publicar durante la vigencia de la titularización y del contrato del artista con la empresa discográfica.

El tamaño el mercado discográfico colombiano es una limitante a la magnitud de la emisión de títulos sobre la propiedad intelectual de obras musicales. Por este motivo es conveniente buscar titularizar las obras musicales de un grupo (pool) de artistas cuyas ventas e ingresos, por otros conceptos relacionados con su obra, son mayores en conjunto. La emisión debe buscar una magnitud acorde con las emisiones de títulos realizadas por otros organismos en el mercado de capitales colombiano.

La efectividad en la lucha contra la piratería de obras musicales se debe demostrar en cifras y en castigos, para así incentivar la comprar de música original. Igualmente la lucha efectiva contra la piratería permitirá un mejor

pronóstico de crecimiento del mercado discográfico colombiano para el futuro, afectando positivamente los ingresos por concepto de venta de obras musicales.

La información del mercado discográfico no es transparente y es manipulada por los participantes. La dificultad en conseguir información veraz puede perjudicar la colocación de los títulos en el mercado ya que los pronósticos pueden estar basados en información aproximada y no en información exacta. La exactitud de los modelos de pronóstico dependen de las fuentes de información y de la confiabilidad que tienen estas fuentes de información ante los inversionistas. Para el caso del número de copias vendidas de determinada obra musical, la cifra para cada artista la maneja la empresa discográfica para la cual trabaja, esta información no está disponible al mercado, por lo que se debería crear una base de datos unificada que aglutine toda la información de la industria discográfica y que sea alimentada por las sociedades de gestión colectiva, las empresas discográficas, los medios de comunicación, los distribuidores y los vendedores minoristas.

Otras alternativas de propiedad intelectual a titularizar pueden ser las propiedades sobre libros, patentes, obras de arte, libretos de obras de teatro o de cine, y cualquier otra creación protegida por los derechos de autor, que tengan la posibilidad de generación de flujos de caja.

BIBLIOGRAFÍA

- Estatuto Orgánico del sistema Financiero en: Sistema Financiero Colombiano, Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, Evolución reciente y marco institucional.
- Superintendencia Bancaria de Colombia. Indicadores Gerenciales, 2000, 2001, 2002, 2003. www.superbancaria.gov.co
- Sector Financiero: Panorama Latinoamericano. Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia. www.asobancaria.org
- Resolución No. 400. Superintendencia de Valores de Colombia. www.supervalores.gov.co
- FABOZZI, Frank y otro. Capital Markets, Institutions and Instruments. Second Edition. Prentice Hall Editorial, USA, 1996.
- Legislación Económica. Editorial Legis, Colombia, 1982.
- Organización Sayco Acinpro. Derechos de Autor y Conexos. Editorial El Artista, Colombia, 2001.
- The Pullman Group. David Bowie Securitization. www.pullmanco.com
- Moody's Investors Services. Music Royalties Securitization, 1997. www.moody.com
- Corporación Financiera del Valle "Corfivalle". Inversionistas institucionales. Colombia, 2003.