AAR8004

UNIVERSIDAD CATÓLICA ANDRÉS BELLO
ESTUDIOS DE POSTGRADO
POSTGRADO EN INSTITUCIONES FINANCIERAS

IMPACTO DE LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS SOBRE EL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES EN VENEZUELA.

AURA TORRES MEDINA
C.I. 17. 076.190
PROFESOR: REINALDO LÓPEZ

TRABAJO ESPECIAL DE GRADO PRESENTADO COMO REQUISITO PARA OPTAR AL TÍTULO DE ESPECIALISTA EN INSTITUCIONES FINANCIERAS MENCIÓN FINANZAS INTERNACIONALES

MARZO DEL 2010

#3350

Índice de Contenido

1. Introducción 4

CAPITULO 1 7

1. Problema Planteado 8

1.1 Objetivos de la Investigación: 9

CAPITULO 2 10

2. Marco Teórico 11

2.1 Mercado de Capitales. 11

2.2. Aspectos más importantes que ofrece el Mercado de Capitales.: 12

2.3. Entidades que conforman el Mercado de Capitales en Venezuela 13

2.4. Marco Legal 15

2.5 Instrumentos financieros más importantes del mercado venezolano 16

2.5.1 Mercado monetario 17

2.5.2 Mercado de Capitales 18

2.6 Antecedentes de la Titularización. 19

2.7 Titularización 24

2.7.1 ¿Qué es la Titularización de activos financieros? 25

2.7.2 Objetivos de la titularización 26

2.7.3 Bienes y activos objetos de la titularización. 26

2.7.4. Elementos que intervienen en el proceso de Titularización. 29

2.7.5 Estructuras básicas y etapas del proceso de Titularización 29

2.7.6 Ventajas y desventajas de la Titularización. 32

2.7.7. Finalidad de la Titularización. 34

2.7.8 Marco Legal Específico. 35

2.8 Los Costos de una Titularización. 37

2.9 Análisis de Riesgo. 40

2.9.1 Calificaciones Nacionales 42

2.9.2 Calificación de riesgo de Títulos de Participación 45

2.9.3 Análisis de la estructura de la emisión. 46

2.9.4 Análisis del Activo Subyacente 47

2.9.5 Administración de los Activos. 50

2.9.6 Aspectos Legales 50

CAPITULO 3 51

3. Titularización en Venezuela. 52

3.1. Experiencia nacional en materia de titularización. 52

3.2 Perspectivas del desarrollo de la titularización en el Mercado de Valores Venezolano. 54

CAPÍTULO 4 58

4. Conclusiones. 59

Bibliografía 61

Anexos 63

1. Introducción

Los mercados de capitales están integrados por una serie de participantes que, compra y venden acciones e instrumentos de crédito con la finalidad de que los agentes deficitarios de la economía cubran sus necesidades de capital y los agentes excedentarios coloquen su exceso de capital en negocios que generen rendimiento.

En una economía, el Mercado de Valores juega un papel importante debido a que este brinda seguridad, liquidez y transparencia al mercado de activos financieros dentro y fuera del país. En Venezuela el mercado de capitales brinda seguridad y transparencia al mercado, pero desafortunadamente presenta un gran problema que es la ausencia de instrumentos financieros que satisfagan la necesidad del mercado y otorgue liquidez al mismo.

En virtud de este problema, el trabajo que se desarrolla a continuación, explicará el mecanismo de la titularización de activos financieros y su posible aplicación en el sistema financiero venezolano, para su crecimiento y aporte de liquidez al mismo.

La titularización es el proceso por el cual un bien o conjunto de bienes, en este caso activos financieros, se transforma en un valor transferible y potencialmente negociable en un mercado organizado. De esta manera, activos no líquidos se convierten en otros que pueden generar liquidez inmediata.

Concebida en los años 30 dada la depresión existente a nivel mundial, cuando el gobierno de Estados Unidos, tuvo que implementar mecanismos que permitieran la protección del ahorro del público y la solvencia de las entidades financieras, creando agencias federales que garantizaran el repago de los créditos hipotecarios. Sin embargo fue en la década de los setenta como consecuencia de las altas tasas de interés en el otorgamiento de créditos y de la necesidad de las entidades financieras de reducir costos para la obtención

de fondos, cuando muchos préstamos se transformaron en instrumentos negociables, a los que se denominó Securitización del crédito.

Desde entonces, la titularización se ha utilizado en Estados Unidos de América, Inglaterra, España, Francia e, incluso, en países latinoamericanos como México, Chile, Perú, Colombia y Argentina, llegando en algunos casos, a ocupar un lugar privilegiado como instrumento financiero.

El principal objetivo de la titularización es lograr el desarrollo de un sistema de adquisición de recursos financiero más eficiente y profundo. Adicionalmente entre otros objetivos está el de brindarle al inversionista un rendimiento superior al que pueda obtener a partir de inversiones financieras o bancarias tradicionales. Constituirse en un mecanismo orientado a la disminución del costo del dinero en el mercado, siempre dependiendo del manejo que se le dé a las variables macroeconómicas del lugar y así contribuir al desarrollo del mercado de capitales.

Este mecanismo que puede ser aplicado sobre todo activo que genere un flujo de caja o que pueda generarlo. En el mercado estos activos se encuentran subyacentes y son más variados, puesto que los hay desde muy conservadores, como lo pueden ser las hipotecas, hasta los más inesperados, por ejemplo, regalías sobre las ventas futuras de artistas famosos.

Con respecto al marco legal del mercado de capitales, este está regulado por la Comisión Nacional de Valores, a través de la Ley de Mercado de Capitales, y adicionalmente otras leyes como las son la Ley de Fideicomisos, Ley de Caja de Valores, Ley de entidades de Inversión Colectiva, Ley del Banco Central de Venezuela rigen el sistema.

Específicamente en el tema de titularización, el 21 de agosto del 2002 sale en gaceta oficial las Normas Relativas a la Oferta Pública sobre la Titularización de Activos en la cual se expresa cuales son los elementos que intervienen en el proceso de titularización y como a grosso modo es el procedimiento.

Sin embargo tal como lo veremos en el desarrollo del tema, si bien existe una normativa y la misma se completa con las leyes que rigen el sistema, la misma debe ser modernizada y ajustada a la realidad, para de que esta forma el proceso pueda ser transparente y seguro.

En Venezuela la titularización ha sido utilizada por pocas empresas, el desarrollo de este mecanismo en el mercado de valores venezolano, es una realidad que sólo depende de la toma de conciencia por parte de los diversos sectores de la economía nacional, de la potencialidad y numerosos beneficios que este producto puede aportar al sistema financiero y productivo.

Entre las ventajas que se desarrollan en el trabajo, podemos nombrar como las más importantes el hecho de que este mecanismo otorgaría liquidez al mercado, disminuye el nivel de recursos ociosos mejorando así los índices de rentabilidad, transfiere parte o todo el riesgo al mercado y promueve la desintermediación financiera mejorando así la circulación de los productos.

CAPITULO 1

1. Problema Planteado

El Mercado de Valores es importante en la economía de una nación, porque este brinda seguridad, liquidez y transparencia al mercado de activos financieros.

Brinda seguridad porque es un mercado organizado con arreglo a la ley, liquidez, debido a que permite el fácil acceso al mercado en donde el inversionista puede comprar y vender valores en forma rápida y a precios determinados de acuerdo a la oferta y demanda, y otorga transparencia porque permite a los inversionistas contar en forma oportuna y veraz con información referente a los valores cotizados y transados en el, y de las empresas emisoras, de esta manera los inversionistas pueden contar con los elementos necesarios para tomar adecuadamente sus decisiones de inversión. [1]

En tal sentido en el Mercado de Valores Venezolano el principal problema es la ausencia de instrumentos financieros que satisfagan la necesidad del mercado y otorgue liquidez al mismo, es por ello que la titularización de activos financieros podría ser el mecanismo que ayude al sistema a crecer y a proporcionar a las compañías financiar sus proyectos y capitalizar su negocio.

La titularización es el proceso por el cual un bien o conjunto de bienes, en este caso activos financieros, se transforma en un valor transferible y potencialmente negociable en un mercado organizado. De esta manera, activos no líquidos se convierten en otros que pueden generar liquidez inmediata. [2]

---

1 http://www.monografias.com/trabajos5/bols/bols.shtml

2 http://es.wikipedia.org/wiki/Titulización

Teniendo esto en cuenta, el trabajo a desarrollar tratará de responder ¿Qué es y cómo es el proceso de titularización de un activo financiero? ¿Existen las condiciones técnicas y legales para desarrollar este mercado en Venezuela?, ¿Cuáles son los efectos, las ventajas y desventajas económicas y financieras de la titularización? ¿Cómo es el proceso de calificación de riesgo para los títulos de participación? ¿Cuáles áreas específicas podrían ser consideradas para la aplicación de este mecanismo?

1.1 Objetivos de la Investigación:

Objetivo General

Analizar el proceso de titularización, en función del mejoramiento y el crecimiento del Mercado de Valores en Venezuela y como fuente de financiamiento para compañías.

Objetivos específicos:

- ✓ Definir el proceso de titularización y detallar el proceso que lo integran.
- ✓ Establecer el marco legal y normativo que rige la titularización en Venezuela.
- ✓ Reflexionar acerca de las experiencias en países donde la titularización ya ha sido implementado, como lo son Colombia y Estados Unidos.
- ✓ Determinar las áreas puntuales sobre la cual se puede desarrollar la titularización. Perspectivas.
- ✓ Determinar si es factible o no implementar el proceso en Venezuela.

CAPITULO 2

2. Marco Teórico

2.1 Mercado de Capitales. [3]

Los mercados de capitales están integrados por una serie de participantes que, compra y venden acciones e instrumentos de crédito con la finalidad de que los financistas cubran sus necesidades de capital y los inversionistas coloquen su exceso de capital en negocios que generen rendimiento.

En Venezuela el mercado de capitales está regulado por la Comisión Nacional de Valores, a través de la Ley de Mercado de Capitales. Esta Ley regula la oferta pública de valores, cualquiera que éstos sean, estableciendo a tal fin los principios de organización y funcionamiento, las normas rectoras de la actividad de cuantos sujetos y entidades intervienen en ellos y su régimen de control

El Mercado de Capitales en Venezuela, como cualquier otro mercado internacional, está conformado por una serie de participantes que, compran y venden acciones e instrumentos de crédito con la finalidad de ofrecer una gama de productos financieros que promuevan el ahorro interno y fuentes de capital para las empresas. Los mercados de capitales son una fuente ideal de financiamiento por medio de la emisión de acciones, con el fin de mantener balanceada la estructura de capital de la empresa.

---

3. Página Web de la Bolsa de Valores de Caracas. www.caracasstock.com

2.2. Aspectos más importantes que ofrece el Mercado de Capitales.:

- ✓ Debe estar en capacidad de ofrecer una gama de productos financieros que promuevan el traslado de capitales hacia este último, a fin de incentivar el ahorro interno y por otro lado, estimular la inversión.

- ✓ Fuente de capital para aquellas empresas que deseen incrementar el mismo, lo cual contribuiría al desarrollo y crecimiento de las empresas, de industrias y del país.

- ✓ Fuente de mano de obra: El fortalecimiento del Mercado Laboral dependerá proporcionalmente del desarrollo del sector industrial y empresarial.

- ✓ Debe brindar facilidad y los medios necesarios a objeto de permitir la entrada y la salida del capital cuando el inversionista así lo desee.

- ✓ Debe contar con mecanismos óptimos a fin de brindar la seguridad, el control y la fiscalización necesaria por el resguardo del patrimonio de los inversionistas.

- ✓ Debe contar con los mecanismos y operatividad necesaria, ajustada a estándares internacionales, tales como aquellos ofrecidos por mercados del primer mundo, a objeto de competir en los mejores términos con otros mercados internacionales y ser capaces de atraer inversión foránea.

2.3. Entidades que conforman el Mercado de Capitales en Venezuela

Posicionando a la Comisión Nacional de Valores (CNV) como el organismo central que vela por el desarrollo y actuación de los entes que interactúan entre sí, tenemos:

- ✓ Ministerio de Finanzas: Despacho del Poder Ejecutivo central encargado de la dirección de las finanzas públicas y de la formulación de políticas económicas y presupuestarias.

- ✓ Comisión Nacional de Valores: es el organismo público encargado de promover, regular, vigilar y supervisar el mercado de capitales; tiene personalidad jurídica y patrimonio propio e independiente del Fisco Nacional. La Comisión está adscrita al Ministerio de Finanzas, a los efectos de la tutela administrativa; y gozará de las franquicias, privilegios y exenciones de orden fiscal, tributario y procesal que las leyes de la República otorgan al Fisco Nacional. Los miembros del Directorio son nombrados por el Presidente de la República.

- ✓ Bolsa de Valores: Institución abierta al público que tiene por objeto la prestación de todos los servicios necesarios para realizar en forma continua y ordenada las operaciones con títulos valores objeto de negociación en el mercado de capitales con la finalidad de proporcionar adecuada liquidez.

- ✓ Casas de Bolsa: Sociedades de corretaje o intermediación de títulos valores constituidas para prestar servicio al público en las operaciones bursátiles. Deben estar dirigidas por un corredor público de títulos valores

- ✓ Caja Venezolana de Valores: La Caja Venezolana de Valores C.A, fundada por iniciativa de la Bolsa de Valores de Caracas en 1992, luego de varios años de preparación y de un proceso de promoción y de ampliación de su base accionaria, comenzó operaciones en 1996. La

Caja tiene por objeto el depósito, custodia, liquidación y compensación de títulos, y su funcionamiento está regido por la vigente Ley de Cajas de Valores.

- ✓ Empresas Emisoras: Empresas que emiten y ponen en circulación títulos valores, obligaciones y otros documentos, están representadas por la Asociación Venezolana de Sociedades Emisoras de Valores – AVESEVA.

- ✓ Corredores Públicos de Títulos Valores: Son personas naturales o jurídicas que realizan operaciones de corretaje con acciones, bonos y otros títulos valores, dentro o fuera de la bolsa, con previa autorización de la Comisión Nacional de Valores.

- ✓ Administradoras de Fondos Mutuales: Sociedades anónimas que tienen por objeto la inversión en títulos valores con arreglo al principio de distribución de riesgo, sin que dichas inversiones representen una participación mayoritaria en el capital social de la sociedad en la cual se invierte, ni permitan su control económico o financiero.

- ✓ Agentes de Traspaso: Son aquellos que están autorizados para llevar los libros de accionistas o para emitir certificados de acciones, provisionales o definitivos de una empresa. Representados por la Asociación Venezolana de Agentes de Traspaso – AVATRA.

- ✓ Asesores de Inversión: Son las personas que tienen como objeto principal asesorar al público en cuanto a las inversiones en el Mercado de Capitales, con autorización de la Comisión Nacional de Valores.

- ✓ Calificadoras de Riesgo: Las Sociedades Calificadoras de Riesgo son las encargadas de establecer los niveles de riesgo de los diversos instrumentos que se negocian en el Mercado de Capitales.

2.4. Marco Legal

El marco legal del mercado de valores en Venezuela está conformado por el conjunto de leyes que regulan la oferta pública de valores. Entre ellas podemos mencionar:

- ✓ **Ley de Mercado de Capitales:** Promulgada por el Presidente de la República y publicada en la Gaceta Oficial de la República de Venezuela N° 36.565 el jueves 22 de Octubre de 1998. Esta Ley regula la oferta pública de valores, cualquiera que éstos sean, estableciendo a tal fin los principios de organización y funcionamiento, las normas rectoras de la actividad de cuantos sujetos y entidades intervienen en ellos y su régimen de control. Se exceptúa del ámbito de aplicación de esta Ley, los títulos de Deuda Pública y los de Crédito, emitidos conforme a la Ley del Banco Central de Venezuela, la Ley General de Bancos y otras Instituciones Financieras y la Ley Nacional del Sistema de Ahorro y Préstamo.

- ✓ **Ley de Cajas de Valores:** Establece el marco regulatorio de los servicios de depósito y custodia de títulos valores, en la cual, por vía de consecuencia, se facilita la inmovilización física de los mencionados títulos. Vigente desde el 13 de agosto de 1996. Gaceta Oficial de la República de Venezuela, N° 36.020.

- ✓ **Ley de Entidades de Inversión Colectiva:** Tiene por objeto general fomentar el desarrollo del mercado de capitales venezolano, a través del diseño y creación de una variedad de entidades de inversión colectiva, para canalizar el ahorro hacia inversión productiva. Esta ley entró en vigencia el jueves 22 de agosto de 1996. Gaceta Oficial de la República de Venezuela, N° 36.027.

- ✓ **Ley Especial de Carácter Orgánico:** Autoriza al Ejecutivo Nacional para realizar operaciones de crédito público destinadas a refinanciar deuda pública externa, publicada en la Gaceta Oficial de la República

de Venezuela N° 34.558, en fecha 21 de Septiembre de 1990, así como el Decreto No.1.317, mediante el cual se procede a emitir Bonos de la Deuda Pública Nacional, denominados Bonos a la Par, por un monto equivalente a siete mil cuatrocientos noventa millones de dólares, publicado en la Gaceta Oficial de la República de Venezuela N° 34.607 en fecha 3 de Diciembre de 1990.

- ✓ **Ley del Banco Central de Venezuela:** Publicada en la Gaceta Oficial de la República de Venezuela N° 35.106 de fecha 4 de Diciembre de 1992, contiene normas que afectan la negociación de títulos valores en el mercado de valores venezolano.

- ✓ **Ley de Impuesto Sobre la Renta y su Reglamento Parcial en Materia de Retenciones**, en lo que concierne a los gravámenes de enriquecimientos o ingresos brutos originados de las operaciones efectuadas en el mercado de capitales. Estas leyes conforman el marco legal del mercado venezolano de capitales, en tanto gravan los enriquecimientos o ingresos brutos originados de las operaciones efectuadas en este mercado.

- ✓ **Ley de Fideicomiso** publicada en Gaceta Oficial Nº 496 en fecha 17/08/1956, regulando el área fiduciaria en nuestro país.

2.5 Instrumentos financieros más importantes del mercado venezolano

Tal como señala el Profesor Urbi Garay (2005), los instrumentos del mercado venezolano más importantes son: [4]

4.Urbi Garay (2005). Los Mercados de Capitales con Aplicaciones al Mercado Venezolano. Nota de Estudio Nº 11, IESA.

2.5.1 Mercado monetario

Letras del Tesoro: Son títulos de deuda emitidos por el Ministerio de Finanzas con el objetivo de financiar insuficiencias presupuestarias del gobierno central. Las Letras del Tesoro son bonos de descuento, es decir, bonos que no devengan ningún interés y cuyo rendimiento consiste en la diferencia entre el precio al cual se adquiere el bono y el precio al cual éste es redimido. Su vencimiento suele ser de tres, seis o doce meses.

Depósito a la vista o en cuenta corriente. Depósito de dinero en los bancos y otras instituciones financieras realizado por el público, contra el cual los depositantes pueden emitir cheques o retirar efectivo en cualquier momento.

Depósito de ahorro y a plazo. Depósito de dinero en los bancos y otras instituciones financieras realizado por el público, en los cuales se especifica un determinado plazo para su retiro.

Papeles comerciales: Son obligaciones quirografarias emitidas por empresas grandes y bien establecidas con el objeto de financiar capital de trabajo; constituyen, conjuntamente con los préstamos bancarios y los pagarés, una alternativa de financiamiento de corto plazo a disposición de las empresas. Los papeles comerciales fueron emitidos en Venezuela por primera vez en 1990. Pueden gozar de la garantía de un banco u otra empresa financiera. La tasa de interés que devengan puede ser fija o variable.

Repos: Los repos son un tipo de operación de mercado abierto mediante el cual el Banco Central absorbe liquidez de la economía temporalmente, empleando para ello papeles de deuda pública que ha venido recibiendo del Ministerio de Finanzas como pago de distintas acreencias.

Los repos representan operaciones de venta de títulos de la Deuda Pública acional propiedad del Banco Central de Venezuela (BCV), con pacto de

2.5.2 Mercado de Capitales

Bonos: Los bonos representan una promesa y son emitidos por las corporaciones o por los gobiernos: otorgan a su tenedor el derecho de percibir intereses o una renta fija por un determinado período, al final del cual el capital es reembolsado.

Bonos gubernamentales: El objetivo de los bonos emitidos por el gobierno central es financiar el déficit fiscal –caso de las Letras del Tesoro y de los bonos de la Deuda Pública Nacional en Venezuela–, mientras que los títulos de deuda emitidos por el Banco Central representan uno de los instrumentos de la política monetaria.

Bonos corporativos Los bonos corporativos poseen riesgo de incumplimiento de pagos, bien sea del principal o de los intereses, cuando la empresa que los emite atraviesa por una situación de tensión financiera o bancarrota.

Los bonos (deuda), conjuntamente con las acciones (capital), constituyen las formas de financiamiento de los activos de las empresas. La inexistencia de un mercado de renta fija de largo plazo en Venezuela ha dificultado significativamente la emisión de deuda a largo plazo en moneda local.

Es por ello que en diversas oportunidades las empresas se han visto en la necesidad de obtener financiamiento a largo plazo en el exterior (en moneda extranjera), con el consecuente riesgo cambiario.

Cédulas hipotecarias: Son títulos emitidos por los bancos hipotecarios y tienen como garantía los créditos concedidos por el banco emisor, los cuales a su vez gozan del respaldo de una hipoteca sobre un inmueble urbano.

Acciones comunes: Constituyen una de las formas de financiamiento de los activos de una empresa y representan el aporte realizado por los socios

de la misma. Las acciones comunes u ordinarias son valores de rendimiento variable sin privilegios especiales, que proporcionan dividendos a sus tenedores.

Acciones preferidas: Son acciones que gozan de ciertos privilegios con respecto a las acciones comunes u ordinarias. Estos privilegios pueden ser: el número de votos que otorguen en la asamblea, el derecho a percibir un dividendo fijo o dividendos antes que las acciones comunes.

American Depositary Receipts (ADR): Estos instrumentos fueron emitidos por primera vez en 1927 por J. P. Morgan y representan acciones de empresas de países distintos a Estados Unidos. Los ADR se negocian en la Bolsa de Valores de Nueva York y en dólares (por ejemplo, ADR de Cantv en la Bolsa de Nueva York). Cada ADR representa un número determinado de acciones de una empresa, las cuales se negocian en moneda local en la bolsa de valores del país respectivo (por ejemplo, acciones de Cantv en la Bolsa de Valores de Caracas).

2.6 Antecedentes de la Titularización.

Durante la primera guerra mundial, Estados Unidos se convierte en el gran banquero del mundo, reafirmando su calidad de potencia económica, al financiar gran parte de los recursos utilizados por algunos de los países participantes en el conflicto bélico. [5]

A la par con esta condición, crece vertiginosamente la industria estadounidense, de manera especial la del acero y los automóviles, a tal grado que en ese período la General Motor y la Ford Motor vienen a adquirir un valor 50 veces mayor que el original.

---

5 Wellington Reyes. Titularización de activos como nuevo producto financiero. Monografías.com

La expansión de estos elementos vitales de la economía estadounidense, hizo que también los mercados de valores crecieran rápida e instantáneamente durante los primeros años de la década de 1920, aumentando la cantidad de transacciones de acciones en la bolsa de valores de medio millón diarias, a 5 millones diarias.

Sin embargo a principio de octubre del 1929, se comenzaron a ver indicadores negativos en la economía, que inquietaron mucho a los corredores de la bolsa, como por ejemplo, el alza en los precios del hierro, acero y cobre, frente a la caída de los beneficios de la industria del automóvil, que tuvieron su clímax el Jueves 24 de ese mismo mes, también conocido como el jueves negro, con el que se inicia la crisis económica mundial con el "crack financiero" de Wall Street.

Es en ese capítulo de la historia mundial que se concibe la titularización, cuando en la década de 1930 y dada la depresión existente, el gobierno de Estados Unidos, tuvo que implementar mecanismos que permitieran la protección del ahorro del público y la solvencia de las entidades financieras, creando agencias federales que garantizaran el repago de los créditos hipotecarios.

Sin embargo fue en la década de los setenta como consecuencia de las altas tasas de interés en el otorgamiento de créditos y de la necesidad de las entidades financieras de reducir costos para la obtención de fondos, cuando muchos préstamos se transformaron en instrumentos negociables, a los que se denominó Securitización del crédito. Así nacieron los títulos de deudas respaldados, es decir garantizados por un activo real, como por ejemplo sobre prendas de automotores, con garantía de facturas conformadas, hipotecas, etc.

El gobierno de los Estados Unidos creó un organismo que inició el mercado de securitización, desarrollando un título garantizado por préstamos hipotecarios para viviendas; de esta manera se incentivaba a las entidades financieras a otorgar ciertos tipos de préstamos hipotecarios que se financian

con la emisión de títulos respaldados por dichas hipotecas y garantizados por el gobierno. Posteriormente se incorporan en la operatoria los bancos comerciales y las sociedades de ahorro y préstamos para la vivienda; y en la actualidad existen entidades mayoristas dedicadas exclusivamente a la securitización.

Desde entonces, la titularización se ha utilizado en Estados Unidos de América, Inglaterra, España, Francia e, incluso, en países latinoamericanos como México, Chile, Perú, Colombia y Argentina, llegando en algunos casos, a ocupar un lugar privilegiado como instrumento financiero.

En Inglaterra, a mediados de la década de los 80, se inicia la titularización de cartera hipotecaria a través de la figura de las sociedades especializadas de objeto social único.

Las hipotecas objeto de la medida, son aquellas que generan intereses mensuales, teniendo amortizaciones del capital sólo hasta el final de la vigencia de la hipoteca. El desarrollo de la titularización, favorecido por un ambiente regulatorio y legal amplio, a llevado a esta nación a estar a la vanguardia en el total de emisiones efectuadas bajo el sistema de titularización frente a los demás países europeos.

Por su parte, en España, a través de la Ley 19 del 7 de julio de l992, se consagró legalmente el mecanismo de la titularización (transformación de créditos hipotecarios en rentas fijas), labor desarrollada por fondos de titularización hipotecaria, la cual tiene una amplia cobertura, dado que el 80% de los préstamos hipotecarios otorgados, son utilizados para la emisión de títulos.

En Francia su origen está dado en la Ley 88-1201 y Ley 88-1202 de 1988. Con las cuales se crearon los fondos comunes, contra los cuales se emiten títulos de propiedad y se permite la titularización de activos.

En lo que respecta al continente americano, en Colombia se empieza a encontrar el mecanismo de la titularización en 1905, cuando la Ley 50 estableció la posibilidad de emitir cédulas y títulos representativos de derechos sobre inmueble, mecanismo que no tuvo mayor acogida en aquel momento. Pero, en 1992 la Superintendencia de Valores Titularización de Activos Como Nuevo Producto Financiero inició el desarrollo de la titularización, lo cual se logró cristalizar a través de la Resolución 645 de agosto de 1992.

La experiencia de titularización en Colombia se inició en la década de los noventa, cuando algunas de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda existentes adelantaron titularizaciones de su cartera hipotecaria. Sin embargo, sería a partir de la Ley de Vivienda de 1999 en la cual se definieron los lineamientos generales para el desarrollo de esta actividad y se les otorgaron beneficios tributarios, que la titularización tendría su mayor auge. En el año 2002, Colombia obtuvo el primer lugar en América Latina con una participación del 34 % de las emisiones.

En lo que respecta a México, se contempla en su legislación desde los años veinte, los "certificados de participación fiduciaria" y ha sido el país Latinoamericano que ha estado a la vanguardia de temas relacionados con fideicomiso. En la actualidad se han llevado a cabo algunos procesos de titularización interesantes, sobre todo relacionados con obras públicas, con la participación de importantes bancos fiduciarios.

En tanto que en Chile, se ha contemplado en su Ley de Mercado de Valores y fondos de inversión No. 18.045 del 22 de octubre de 1981, la existencia de las Sociedades Securitizadoras cuyo objeto es la titularización a partir de la conformación de patrimonios separados.

Perú recoge la figura jurídica en mención en la Ley de Mercado de Valores del 21 de octubre de 1996, que permite la titularización fundada en fideicomiso, a través de sociedades de propósito especial o de cualquier otra forma que establezca la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y

Valores (CONASEV). Quienes actúan como fiduciarios de los procesos sustentados en fideicomiso, son las denominadas "Sociedades Titularizadoras".

Y en Argentina, se dictó en 1995 la Ley No. 24.441 denominada "Ley de Financiamiento de la Vivienda y la Construcción", norma que contempla el denominado "fideicomiso financiero" y que contiene disposiciones relacionadas con la titularización, a través de la emisión de certificados de participación en el fideicomiso o títulos representativos de deuda, garantizados con los bienes del fideicomiso.

Se tiene en Brasil, la aprobación de la Ley 9514 de 1997 la cual permitió el desarrollo de las titularizaciones hipotecarias, crearon las compañías titularizadoras, como un instrumento fundamental para el desarrollo de la política de vivienda en este país. Esta Ley surge a raíz de la necesidad de los emisores de darles una mayor seguridad jurídica a sus inversionistas.

Finalmente en Venezuela, se mantiene un marco legal que se compone de las siguientes normas: Ley de Fideicomiso, Ley de Mercado de Capitales y algunas Normas Relativas a la Oferta Pública sobre Titularización de Activos, como la emitida bajo la Resolución 129-2002.

En Venezuela existe todo el marco regulatorio para llevar a cabo procesos de Titularización. Sin embargo, muchas de estas leyes deben ser modernizadas para facilitar estos procesos y hacerlos más transparentes hacia los inversionistas. La experiencia de titularización en Venezuela es principalmente la Titularización Agrícola.

2.7 Titularización

El imparable crecimiento global, inmerge a cada país en una disyuntiva a la cual no puede negarse: o se dinamiza a la par de la modernización, asimilando y adoptando los nuevos instrumentos financieros y jurídicos que amplíen el horizonte de la inversión; o, se queda anclado a las viejas estructuras que por defectuosas, truncarán su desarrollo. [6]

Las empresas deben contar con una base de recursos que les permita soportar su operatividad y financiar sus proyectos. En principio la obtención de este financiamiento en el corto plazo resulta difícil y muy costoso, cuando se recurre al mercado de dinero o la banca comercial.

Tomando en cuenta que el financiamiento comprende todas aquellas actividades encaminadas a proveer el capital necesario para la organización de las empresas o bien, para el desenvolvimiento de sus funciones, el estudio y la determinación del costos de los recursos disponibles y las fuentes para obtenerlos, son los aspectos más importantes a la hora de desarrollar un proyecto.

Es así que las empresas hoy en día son más selectivas y tratan de diversificar sus fuentes de financiamiento hacia fuentes económicas seguras y con menos costos, lo cual ha llevado a las empresas a recurrir al mercado de valores a través de la emisión de títulos valores y papeles comerciales.

Es aquí donde aparece la titularización de activos, como una alternativa para obtener recursos, la cual además de ser confiable se caracteriza por ser una de las opciones de financiamiento a bajo costo.

---

6. Wellington Reyes. Titularización de activos como nuevo producto financiero. Monografías.com. Pág. 62

2.7.1 ¿Qué es la Titularización de activos financieros?

La titularización, también conocida como securitización es el proceso por el cual un bien o conjunto de bienes se transforma en un valor transferible y potencialmente negociable en un mercado organizado. De esta manera, activos no líquidos se convierten en otros que pueden generar liquidez inmediata. [7]

La Titularización de Activos Fijos es un mecanismo financiero por medio del cual se obtienen recursos para financiar las actividades de expansión del cual se obtienen recursos para financiar las actividades de expansión de los distintos sectores económicos, con lo que se busca estimular el ahorro interno, financiar las actividades de inversión a menor costo y profundizar el mercado de capitales como estrategia de crecimiento económico. [8]

La cesión onerosa, plena, definitiva, irrevocable e incondicionada de créditos bancarios con vencimiento futuro que luego serán fraccionados e incorporados a valores negociables. En dicho proceso, la institución originaria del crédito lo enajena a un "vehículo de propósito especializado" (VPE), el cual opera bajo la figura de un fideicomiso o de una sociedad, quien lo agrega a su patrimonio y emite valores con la garantía de los derechos de crédito cedidos. [9]

Tomado en cuenta todos los conceptos mencionado se puede definir la Titularización como la operación por la que se transforma un activo que no es negociable, en un Título valor que si es negociable en el mercado de capitales y que por lo tanto puede ser adquirida directamente por inversionistas.

Existen varios tipos de titularizaciones de acuerdo con el activo que se utilice, siendo las más comunes las cuentas por cobrar, carteras de crédito, activos inmobiliarios, rentas o flujos de cajas cuyo comportamiento futuro

---

7. http://es.wikipedia.org/wiki/Titulizaci%C3%B3n

8. Lic. Carla Decet Z (Marzo 2007). Titularización de activos respaldados por hipotecas como alternativa de inversión en los mercados de renta fija en dólares estadounidenses.

9. Tapia Hermida, Alberto Javier.

pueda predecirse, títulos de deuda pública, títulos inscritos en la Comisión Nacional de Valores etc.

2.7.2 Objetivos de la titularización

El principal objetivo de la titularización es lograr el desarrollo de un sistema de adquisición de recursos financiero más eficiente y profundo. [10]

Adicionalmente la titularización persigue otros objetivos como los son: [11]

- ✓ Permitir el contacto directo entre los demandantes de recursos monetarios con los inversionistas.
- ✓ Tratar de brindarle mayor rendimiento al inversionista, superior al que pueda obtener a partir de inversiones financieras o bancarias tradicionales.
- ✓ Beneficiar al demandante de fondos con la obtención de dinero a un costo menor que el del endeudamiento y sobre todo sin crearle "papeles" (valores) que le signifiquen pasivos (obligaciones, papel comercial) o cuya solución represente cargo al patrimonio contable (acciones, partes beneficiarias).
- ✓ Constituirse en un mecanismo orientado a la disminución del costo del dinero en el mercado, siempre dependiendo del manejo que se le dé a las variables macroeconómicas del lugar.
- ✓ Posibilitar la disminución del costo del endeudamiento.
- ✓ Contribuir al desarrollo del mercado de capitales.

2.7.3 Bienes y activos objetos de la titularización.

Todo activo que genere un flujo de caja o que pueda generarlo, es susceptible de ser titularizado. En el mercado, estos activos se encuentran

10. http://www.elespectador.com/historico/2005-11-06/contenido_MI-2456.htm
11. http://www.vinodkothari.com/sececuad.htm

subyacentes y son más variados, puesto que los hay desde muy conservadores, como lo pueden ser las hipotecas, hasta los más inesperados, por ejemplo, regalías sobre las ventas futuras de artistas famosos. [12]

Los activos se pueden clasificar por la manera en que se genera el flujo de caja y por la manera en que se liquidan, por lo tanto, y a los efectos de la Titularización, se habla de dos tipos: los *"Rotativos"* y los *"No Rotativos"*. Por los primeros entendemos los que generan su flujo de caja una sola vez o de manera periódica, en tanto que por los segundos nos referimos a inventarios que al ir variando en stock generan los recursos necesarios para honrar los compromisos con los Inversionistas, y así se titularizan los activos actuales y los que se esperan obtener.

Por ejemplo, son comunes las titularizaciones de flujos de caja futuros en las que se compromete una porción del efectivo que se espera obtener, como en el caso de las rentas, tasas y proyectos de obras públicas, de forma que el subyacente sea el efectivo en caja que se espera generar.

Con base en lo anterior, en los mercados mundiales se encuentran emisiones con los más variados subyacentes, entre los cuales, los más comunes son:

- ✓ Inmuebles, como alquileres, rentas y proyectos de construcción, tanto comerciales como de vivienda.
- ✓ Contratos de arrendamiento.
- ✓ Carteras de crédito, incluso tarjetas de crédito, hipotecas, préstamos para botes y automóviles, deuda de empresas de alta calificación de crédito, entre otros.

---

12. Observatorio de Coyuntura Económica Internacional. www.ocei.es/docs/especiales/1206TITULIZACION

- ✓ Carteras de Inversión, que incluyen bonos del gobierno, bonos privados y papeles comerciales, deuda externa soberana e incluso papeles de renta variable.
- ✓ Flujos de caja, originados por regalías de franquicias, tasas, peajes, rentas públicas y privadas, tanto presentes como futuras.
- ✓ Obras de infraestructura y servicios públicos.
- ✓ Títulos valores inscritos en el registro nacional de valores

Al estructurar una Titularización es indispensable que los activos se ajusten a ciertos parámetros mínimos, exigidos tanto por las leyes de los diferentes países como por la naturaleza misma del negocio, a través de las calificaciones de riesgo. Por lo tanto, es importante que:

- ✓ Se disponga de estadísticas, a fin de predecir:
    1. Los flujos de caja
    2. Los índices de morosidad, falta de pago o pérdida de valor en el mercado.
- ✓ Los flujos de caja sean suficientes para respaldar las obligaciones estadísticamente predecibles que se generan.
- ✓ Los activos se encuentren libres de gravamen y sean transferibles.
- ✓ Los activos sean valorables en el mercado, en términos de precio y calidad.
- ✓ Los activos sean relativamente homogéneos a fin de que se puedan agrupar en clases diversificables, es decir, diferentes clasificaciones cualitativas.
- ✓ Se pueda evaluar la empresa propietaria de los activos, a fin de calificar su capacidad operativa y gerencial, así como sus niveles de riesgo.

En general, es indispensable que tanto los activos, como la empresa que promueve la emisión sean capaces de respaldar un proceso con la debida diligencia por medio de las agencias calificadoras de riesgo como lo exige la

ley, y al mismo tiempo, que los activos sirvan para garantizar los papeles que se emitan.

2.7.4. Elementos que intervienen en el proceso de Titularización.

La titularización no se desata en un sólo acto, sino que implica una serie de etapas en las que participan activamente los siguientes elementos:

- ✓ **Interesado**: es la persona natural o jurídica, de naturaleza pública o privada propietaria de los activos que van a titularse y debe encargarse de todos los trámites necesarios para lograr autorización de la tramitación. [14]

- ✓ **Vehículo de Propósito Especializado (VPE)**: cualquier persona jurídica creada con el fin de recibir el activo subyacente, y que a su vez podrá emitir los Títulos de Participación. Por ejemplo un fideicomiso o cualquier otra fuente societaria.
- ✓ **Administrador o agente de cobranzas**: es la entidad que administra los bienes titularizados y recauda los flujos que dichos bienes generan.
- ✓ **Activo subyacente**: cualquier bien o conjunto de bienes aportados a un vehículo de propósito especializado, destinados a respaldar la oferta pública de los Títulos de Participación.
- ✓ **Custodio**: es la entidad responsable de vigilar la conservación de los derechos patrimoniales inherentes a los inversores de los Títulos de Participación.

2.7.5 Estructuras básicas y etapas del proceso de Titularización.

La securitización o titularización de activos, ha hecho su aparición en el mercado internacional, como un mecanismo que, siempre que sea utilizado por operadores responsables y comprometidos con el cumplimiento de su marco legal, minimiza la intermediación financiera y moviliza las carteras crediticias,

---

14. Normas relativas a la oferta pública sobre la titularización de activos. Resolución Nº 129-2002.

abriendo la puerta para acceder a un mercado de capitales ágil y eficiente, que brinde a la sociedad las respuestas que necesita en cuanto a financiamiento se refiere.

Para llevar a cabo el proceso de Titularización, es necesario cumplir con varias etapas generales las cuales dependerán del tipo de activo que se quiere titularizar, ya que no todos los activos son de la misma naturaleza. Para llevar a cabo este proceso es preciso de cumplir con ciertos requisitos en una serie de pasos ordenados que se presentan a continuación: [15]

- ✓ **Estudio previo**: debe llevarse a cabo un estudio con la finalidad de seleccionar el modelo que mejor se adapte a las necesidades del caso particular. Esto es debido a la naturaleza del activo a titularizar.

- ✓ **Bursatilización**: consiste en transformar el activo en título valor capaz de ser transado en la bolsa de valores, con lo que se le otorga liquidez y un mayor interés comercial al bien, esto constituye la principal ventaja del proceso de titularización. Para llevar a cabo esta transformación es necesario trasladar el activo a un patrimonio autónomo fiduciario, para que este lo convierta en unidades bursátiles.

- ✓ **Estudio de la superintendencia de valores (CNV)**: este organismo es el encargado de reglamentar, controlar, y registrar los títulos. La misma, una vez consignados los estudios financieros, jurídicos y económicos y todos los documentos contemplados en las normas legales, realiza un estudio que puede durar hasta 60 días. Durante ese tiempo es posible que se soliciten aclaraciones sobre la información presentada en los estudios. Una vez aclarados todos los aspectos, la Superintendencia de Valores ordena la inscripción en el Registro Nacional de Valores, mediante una resolución, y autoriza la oferta pública de los Títulos.

---

15. http://www.monografias.com/trabajos28/activos-inmobiliarios/activosinmobliarios.

- ✓ Es necesario aclarar que existen montos mínimos para una emisión, y eso varía de acuerdo a los reglamentos de cada nación.

- ✓ **Calificación de riesgo**: este proceso puede desarrollarse en paralelo con el estudio de la Superintendencia de Valores, ya que básicamente los requisitos son los mismos. El proceso consiste en examinar el activo con la finalidad de conocer su calidad y expectativas de valorización, ubicación y riesgos futuros. Lleva a cabo igualmente un análisis de la estructura del sistema de titularización empleada para determinar si es el más adecuado, también analiza de la calidad del emisor y del arrendatario, los flujos futuros, etc. Con toda esta información la calificadora clasifica el título según el nivel de riesgo establecido en el estudio.

- ✓ **Emisión**: Una vez los títulos han sido autorizados y calificados, puede llevarse a cabo la emisión, para lo cual se inscriben en la Bolsa de Valores y se hace la oferta pública. Así el titulo queda inscrito en el mercado primario y puede llevarse a cabo el proceso de promoción y colocación en el mercado secundario, que es el que le va a otorgar la mayor liquidez al título y es función del promotor bursátil interesar al público en este, para que existan compradores interesados en la recompra del título.

- ✓ **Terminación**: El proceso finalmente concluye y el activo regresa a su estado original cuando el emisor recompra los títulos.

- ✓ **Plazo**: El plazo puede variar de un país a otro, según sus leyes, pero generalmente, como es el caso de Colombia, el tiempo de redención final de los títulos no será inferior a un (1) año. No obstante podrán efectuarse amortizaciones parciales a término inferior de un año, siempre que la sumatoria de las mismas no supere el 30% del valor capital del titulo. La superintendencia de Valores podrá autorizar títulos con redención inferior o con amortización parcial que superen el porcentaje mencionado cuando las condiciones particulares del proceso

así lo requieran. El plazo máximo de redención de los títulos no podrá superar el plazo del contrato que dio origen a la conformación del patrimonio o del fondo de valores.

2.7.6 Ventajas y desventajas de la Titularización.

:

Se deben considerar dos áreas del análisis para evaluar los beneficios y desventajas del mecanismo de la Titularización: la economía y los individuos, dentro de los últimos los originadores y los inversionistas. Esta innovación financiera ha permitido dinamizar muchos sectores económicos en varios países y proveerles de recursos que de otra manera se hubiesen obtenido en menor cuantía y a costos más altos y de hecho en muchos países latinoamericanos es tomada como una herramienta importante para fomentar el desarrollo. [16]

Ventajas:

Para el originador:

- ✓ Liquidez, pues para grandes empresas es posible obtener recursos en los mercados incluso en épocas de contracción monetaria, a costos más bajos. Por otros lado, grandes proyectos requieren similares montos de inversión, que los banco no siempre pueden ofrecer debido a sus regulaciones técnicas..

- ✓ Endeudamiento: no existen restricciones ante entidades crediticias, las condiciones de financiamiento encaja a los flujos de la empresa, mejora el indicador de endeudamiento y se obtienen mejores tasas de financiamiento.

16. http://www.monografias.com/trabajos28/activos-inmobiliarios/activos-inmobiliarios.shtml

- ✓ Nivel de activos improductivos: disminuyen recursos ociosos, mejora los índices de rentabilidad.
- ✓ Capacidad de crecimiento: no requiere de incremento en patrimonio o endeudamiento adicional, facilita la inversión en nuevos proyectos.
- ✓ Capacidad de asumir el cambio: facilidad de financiar reconversión industrial y reestructuraciones.
- ✓ Gestión de riesgos: transferencia de parte o todo el riesgo al mercado, equilibra estructura de plazos de activos y pasivos.

Para el inversionista:

- ✓ Ofrece una gran gama de alternativas de inversión debido a la gran cantidad de títulos existentes en el mercado.
- ✓ Alta rentabilidad: en promedio en 35% dependiendo de la calidad del inmueble titularizado.
- ✓ Bajo riesgo: Tienen una alta calificación por parte de las calificadoras de riesgo.
- ✓ Buena experiencia de pago de los títulos en otros países.

Para el mercado:

- ✓ Genera una nueva área de operaciones para los agentes.
- ✓ Promueve el desarrollo del mercado.
- ✓ Estructura financiera que mejora circulación de los recursos.
- ✓ Sustituye intermediación financiera tradicional por una mediación directa.

Desventajas:

- ✓ Complejidad: las estructuraciones requieren de traspasos de propiedad con alto costo legal, de análisis de riesgo que son costosos en sí mismos y aprobaciones gubernamentales, todos estos procesos suelen ser lentos.
- ✓ Costo y beneficio fiscal: Dependiendo de la legislación en cada país, la ventas del activo al fideicomiso y de este al originador (si es el caso, al final de la emisión) puede conllevar impuestos sobre la renta e IVA, por lo que estos aspectos son esenciales a la hora de utilizar la

titularización, por otro lado, también se reduce el monto a pagar por impuestos sobre el patrimonio.

Por otra parte, a nivel más amplio se han encontrado efectos que han llamado la atención de los organismos reguladores:

- ✓ Manipulación de balances: el mecanismo tiene el efecto colateral de hacer ver a muchos originadores mejores, con mayor liquidez y mejor calidad crediticia de lo que realmente existe, lo cual desorienta al mercado y organismos reguladores y tributarios al brindar información difusa.
- ✓ Ingresos extraordinarios, pues se puede crear un ingreso fantasma si ocurre una venta de los activos la fideicomiso, dejando de lado los costos y beneficios fiscales, permitirán al originador mostrar ingresos extraordinarios que al final engañan al accionista.
- ✓ Regulaciones bancarias: es usual que los diferentes sistemas financieros impongan restricciones a las instituciones financieras, que utilizan la titularización para obtener fondos pero también para esquivarlas.

2.7.7. Finalidad de la Titularización.

Las razones que usualmente motivan a los originadores llevar a cabo procesos de titularización son:

- ✓ **Rotación de activos**: Los reutiliza para mejorar la rotación de activos de baja o nula liquidez (termino mayor a 2 años en el caso de Colombia).
- ✓ Alternativa de búsqueda de fondos menos costosa que el endeudamiento tradicional: es una forma de financiamiento por la vía de transformación del activo y no el incremento del pasivo.
- ✓ Potenciación del patrimonio del originador: se mejoran los índices de endeudamiento, esto permite mayor crecimiento sin el costo del capital asociado.

- ✓ Equilibrio y estructura de balance: al obtener activos más líquidos permite atender obligaciones de vencimiento más próximo.

2.7.8 Marco Legal Específico.

Adicionalmente a las leyes que rigen el Mercado de Valores en Venezuela, el 21 de Agosto del 2002 bajo la Resolución Nº 129-2002 sale en Gaceta Oficial las Normas Relativas a la Oferta Pública sobre la Titularización de Activos.

Estas normas tienen por objeto regular la oferta pública de los Títulos de Participación, respaldados por un activo subyacente, tal como lo expresa en su primer artículo.

Veamos algunos de los artículos que presenta esta normativa:

- ✓ En el Título II De la Autorización de los Títulos de Participación, en su artículo 4 se expresa "Las personas que se propongan hacer oferta pública de Títulos de Participación, deberán obtener la autorización de la CNV, la cual tendrá un plazo de vigencia no mayor al vencimiento de los derechos patrimoniales que constituyan los activos subyacentes.....pero en aquellos casos en que opere la sustitución por otros de la misma especie no se requerirá nuevamente la autorización".

  En este artículo se refleja la flexibilidad de la normativa, que permite que la cartera de activos que vaya a ser titularizada puede tener una cobertura crediticia o colateral para garantizar el flujo de caja de pago a los inversionistas. Adicionalmente si por ejemplo un crédito no se cobra al vencimiento, puede inmediatamente ser sustituido por otro de la cartera colateral. Sin embargo la normativa debería ser más específica y ampliar estas deducciones, de manera que el proceso sea más transparente y seguro.

- ✓ En el artículo quinto de la normativa se indica que la solicitud de la autorización deberá ser acompañada de un prospecto, que debe contener por lo menos lo siguiente:
  1. Identificación del ente emisor.
  2. Declaración jurada del representante judicial.
  3. Monto por el cual se solicita la emisión.
  4. Características del Activo subyacente.
  5. Valor nominal del título de participación.
  6. Determinar si se trata de un titular de participación nominativo o a la orden (no puede ser al portador).
  7. Plazo de vencimiento de la emisión de los títulos de participación .
  8. Rendimiento esperado de los títulos de participación.
  9. Relación de costo y gastos a cargo del ente emisor, incluyendo los honorarios si fuese el caso.
  10. Las garantías o mecanismos de cobertura que amparen la emisión de los Títulos de Participación. Lugar y fecha de pago de los títulos de participación.

  La información que se exige en el prospecto, es la básica para que el público inversor esté bien informado, se hace un análisis del activo subyacente y no de la empresa emisora. Asimismo se exige un mecanismo de cobertura que ampare la emisión, el cual está especificado en el Título V de la ley, artículo 10, lo cual fue especificado en el capítulo anterior.

El resto de la normativa indica en un breve artículo como debe ser la colocación primaria de los títulos de participación, como y donde el ente emisor podrá difundir la colocación de los títulos y que debe incluir dicha oferta.

Si bien existe una normativa y la misma se completa con las leyes que rigen el sistema, la misma debe ser modernizada y ajustada a la realidad, para de que esta forma el proceso pueda ser transparente y seguro.

2.8 Los Costos de una Titularización.

Una emisión de titularización implica varios costos que al compararlos con los de otras fuentes de financiamiento determinan la decisión de utilizar el mecanismo. Entre tales costos están:

- ✓ En primer lugar se encuentra el costo financiero representado en la tasa efectiva a la que se colocan los títulos en el mercado, generada por el interés nominal de los títulos y por el monto realmente recaudado, el cual está en función de su precio de negociación.

- ✓ En segundo lugar se encuentran los mecanismos de cobertura de riesgo es decir las garantías mediante las cuales se apoya la emisión, que se convertirán en costos relevantes en función de la manera en que se estructure la titularización. A mayores niveles de riesgo se incurre en mayores costos contables y de oportunidad representados en activos dedicados al fideicomiso, en pago de pólizas, cartas de crédito y demás instrumentos. Por ejemplo un alto nivel de riesgo conllevará mayores costos implícitos representados en un mayor sobre colateral (o lo equivalente: más activos dedicados a recaudar un mismo monto) y así mismo, colaterales adicionales como fianzas o cartas de crédito que incrementarán el costo contable de la emisión.

- ✓ Además existe un costo de oportunidad derivado de las adaptaciones del sistema productivo específico de cada originador y (o) reiniciar procesos productivos a partir del retiro de los activos titularizados.

- ✓ En tercer lugar, se encuentran los costos de la emisión propiamente dichos. En cuales se incurre y en qué cuantía, depende del tipo de activo, del tipo de emisión de la regulación gubernamental y de las condiciones del mercado.

En función de lo mencionado pueden tipificar los costos como aquellos que ocurren antes de la emisión y los que se causan durante la misma. En líneas generales son los siguientes:

1. Costos contables usuales previos a la emisión:

- ✓ El costo de los estudios jurídicos.
- ✓ Las comisiones cobradas por las agencias calificadoras de riesgo.
- ✓ Las comisiones de estructuración.
- ✓ Las comisiones de colocación.
- ✓ Las tarifas cobradas por los organismos gubernamentales de vigilancia.
- ✓ Las tarifas cobradas por los mercados organizados donde se coloquen los títulos.
- ✓ Los costos fiscales y financieros emanados de la transferencia de los activos, tanto en el momento de su compra por parte del fideicomiso como en el de su devolución, si es el caso.
- ✓ El costo de adaptación de los sistemas administrativos y productivos del originador, si actúa como administrador y (o) custodio.
- ✓ Emisión de prospectos.

2. Costos comunes durante la vida de la emisión:

- ✓ El costo financiero.
- ✓ La administración y supervisión de los activos.
- ✓ El recaudo de los rendimientos de los activos y pago a los inversionistas.
- ✓ Los análisis continuos de las Agencias Calificadoras de Riesgo, que deben actualizar su concepto, dependiendo de la vida de la emisión.
- ✓ Las cargas tributarias emanadas de la tenencia y la transferencia de los activos.

En el anterior planteamiento se observa que, al igual que en otras actividades, existen costos fijos y costos variables, por los primeros y a los efectos de esta investigación son aquellos en que se incurre una vez o de manera continua a lo largo de la vida de la emisión y por los segundos,

aquellos que están en relación directa con el volumen de activos vinculados al fideicomiso y que es necesario asumir antes y durante la Titularización.

Unos de los aspectos fundamentales de la evaluación de un proyecto de titularización es el estudio de costos y es importante realizar al menos dos evaluaciones: la del originador y la del Fideicomiso. Como quiera que la manera de estructurar una Titularización la misma está sujeta a las particularidades de los activos y del originador así como en la creatividad del estructurador, parte de su éxito yace en su habilidad para asignar los cosos entre los diferentes participantes, en términos de contabilidad y tiempo en que se asumen.

Al realizar los estudios de costos es usual que el estructurador se percate de que son bastantes altos. El análisis de su impacto conduce a que la emisión debe ser de un tamaño mínimo necesario para que efectivamente titularizar sea una actividad rentable frente a otras actividades de financiamiento y generar economías de escala para mantener la rentabilidad de la operación. La experiencia demuestra que existe un monto mínimo de emisión que justifica el uso del mecanismo tanto para el originador como para el fideicomiso, que debe absorber tanto los costos contables como los descuentos efectuados por el mercado en razón de la tasa de interés y los factores de riesgo y aún así brindar un valor de financiación aceptable.

Se debe comparar entre las diversas alternativas de financiación, una titularización bien estructurada aísla los activos de originador y apoya la emisión exclusivamente en el flujo de caja que producen y si las actividades en materia de evaluación de riesgo están bien realizadas disminuirán las exigencias de los inversionistas, en consecuencia disminuirá el costo financiero efectivo. No obstante a empresas con muy buena calificación de riesgo el mercado les exigirá bajas tasas de interés, de allí que no se produce un ahorro adicional, por el contrario de las anteriores actividades constituyen una erogación adicional y por esta razón se dice que "las empresas que titularizan tienden a tener una calidad de crédito más bajas que otras", sin embargo una empresa puede preferir incurrir en dichos costos adicionales a pesar de tener

muy buena calificación de riesgo debido a las garantías que debe colocar para obtener recursos mediante fuentes alternativas.

2.9 Análisis de Riesgo.

El inicio de la calificación de riesgos se remonta al 1860 cuando Henry V. Poor inició los servicios de calificación de riesgos para los inversionistas en renta fija, en el mercado estadounidense. Posteriormente, en 1909, John Moody realizó las primeras calificaciones de emisiones y en la década de los veinte el Moody's Investors Service, inició la época moderna de las calificadoras. [18]

La calificación de riesgo representa una opinión independiente acerca de la calidad crediticia de un determinado instrumento de deuda (papeles comerciales, bonos, títulos de participación) o de una determinada empresa (bancos, seguros).

La calificación de riesgo es una de las referencias más importantes para la toma de decisiones de inversión de acuerdo con las preferencias de rentabilidad y riesgo del inversionista. En los mercados emergentes, y en especial en el mercado venezolano, la calificación de riesgo cobra mayor importancia por la relativa ausencia de información pública y por lo complejo que resulta analizarla por lo cual, esta se convierte en una de las principales fuentes de información, contribuyendo así, a mejorar la calidad de las decisiones de inversión.

La calificación de instrumentos de deuda representa una opinión independiente acerca de la capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados. En el caso de la calificación de empresas dicha calificación refleja el riesgo crediticio asociado con el pago oportuno de los compromisos financieros de mayor jerarquía.

18. Wellington Reyes. Titularización de activos como nuevo producto financiero. Monografías.com. Pág. 87.

Las entidades Calificadoras de Riesgo tienen como finalidad principal la calificación de valores de oferta pública y de personas jurídicas o emisores en el mercado de valores. Son entidades especializadas en el estudio del riesgo que emite una opinión sobre la calidad crediticia de una emisión de título valores. En Venezuela se encuentran: [19]

- ✓ **Fitch Venezuela Sociedad Calificadora de Riesgo, S.A.**: la cual es la única calificadora del país que cuenta con apoyo internacional. Fitch Venezuela cuenta con la aprobación de la Comisión Nacional de Valores de Venezuela para la calificación de títulos de deuda (resolución 655-95 del 14 de junio de 1995) y para títulos de participación (aprobada en el Directorio de este organismo el 3 de noviembre de 1997) y es la empresa líder en calificaciones bancarias y de empresas de seguros.

- ✓ **Softline Rating, C.A**: la cual es una empresa con capital 100% nacional y es la primera sociedad calificadora de riesgo, autorizada por la Comisión Nacional de Valores de Venezuela desde 1994.

- ✓ A1A Calificadora de Rieso, C,A,:

- ✓ Clave Sociedad Calificadora de Riesgo, C.A.

- ✓ Conafin Sociedad Calificadora de Riesgo, S.A.

- ✓ Prime Sociedad Calificadora de Riesgo, C.A.

- ✓ S.A Sociedad Calificadora de Riesgo Califin.

19. www.cnv.gob.ve

- ✓ Sociedad Calificadora de Riesgo Econorisk, C.A.

- ✓ Sociedad Calificadora de Riesgo Servifin, C.A.

2.9.1 Calificaciones Nacionales

Las calificaciones otorgadas por las calificadoras, son calificaciones nacionales, es decir, representan una medida del riesgo relativo dentro del territorio venezolano. La calificación de riesgo utiliza una nomenclatura definida por la escala de riesgo. En el caso de los instrumentos de deuda, las calificadoras de riesgo inscritas en la Comisión Nacional de Valores de Venezuela están obligadas a utilizar una misma escala y nomenclatura de calificación. Sin embargo, esto no garantiza que la calificación otorgada por las distintas calificadoras sea la misma, ya que las metodologías de calificación y, en último término, la percepción de riesgo de un mismo instrumento puede ser diferente para las distintas agencias.

Según las Normas Relativas a la Autorización de las Sociedades Calificadoras de Riesgo, establece que los títulos representativos de deuda, se calificarán tomando en consideración, entre otras circunstancias la solvencia del emisor, la capacidad potencial de pago del capital e intereses, las características del instrumento, y la información disponible a la Sociedad Calificadora de riesgo pata dictaminar su calificación. [20]

Las categorías y sub-categorías de calificación de títulos representativos de deudas son las siguientes:

La **categoría A** corresponde a instrumentos con una muy buena capacidad de pago de capital e intereses, en los términos y plazos pautados al

20 Normas Relativas a la Autorización de las Sociedades Calificadoras de Riesgo G.O. N° 4.808 (E) de 02 de Diciembre de 1994

momento de la emisión. Esta capacidad no se ve significativamente afectada ante eventuales cambios en el emisor, el sector económico donde este opera y en la economía en su conjunto. Dentro de esta categoría se incluyen las siguientes sub-categorías:

- ✓ **A1** Se trata de instrumentos con escaso riesgo de inversión, ya que muestran una excelente capacidad de pago del capital y los intereses, en las condiciones y plazos pactados. A criterio del calificador, se considerará que no existe la posibilidad de que cambios predecibles en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, incrementen el riesgo del instrumento bajo consideración.
- ✓ **A2** Se trata de instrumentos con un mínimo riesgo de inversión. Su capacidad de pago tanto del capital como de los intereses, es muy buena. Según la opinión del calificador, de producirse cambios predecibles en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, no se incrementaría significativamente su riesgo.
- ✓ **A3** Se trata de instrumentos que presentan para el inversor un muy bajo riesgo. Cuentan con una adecuada capacidad de pago, del capital e intereses, en los términos y plazos pactados. A juicio del calificador, sólo en casos extremos, eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la marcha de la economía en general, podrían incrementar levemente el riesgo del instrumento bajo consideración.

La **categoría B** corresponde a aquellos instrumentos con buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero susceptibles de ser afectada, en forma moderada ante eventuales cambios en el emisor, en el sector o área a que pertenece o en la economía. Dentro de esta categoría se incluyen las siguientes sub-categorías:

- ✓ **B1** Se trata de instrumentos que presentan un bajo riesgo para la inversión. Tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses,

en los términos y plazos pactados, pero a juicio del calificador eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que esta pertenece o en la marcha de la economía en general, podrían incrementar el riesgo.

- ✓ **B2** Se trata de instrumentos que, actualmente presentan un relativo bajo riesgo para la inversión. Tienen una adecuada capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero, a juicio del calificador eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece, o en la marcha de los negocios en general, podrían incrementar el riesgo.
- ✓ **B3** Se trata de instrumentos que presentan algún riesgo para la inversión en ellos. Tienen capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, pero a juicio del calificador son susceptibles a ser afectados ante eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico al que ésta pertenece, o en la marcha de los negocios en general.

La **categoría C** corresponde a instrumentos que no poseen una buena capacidad de pago al ser vulnerables a cambios en el emisor, el sector donde éste opera o en la economía en su conjunto, lo cual se podría traducir en retardos en los pagos de interés y de capital, con respecto a lo pautado al momento de la emisión. Además, los factores de operación están sujetos a variación. Dentro de esta categoría se incluyen las siguientes sub-categorías:

- ✓ **C1** Se trata de instrumentos que presentan riesgo moderado para la inversión. Cuentan con una baja capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, ya que ante eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico o en la marcha de la economía en general, tendrían probabilidad de retardo en el pago o de pérdida de los intereses.
- ✓ **C2** Se trata de instrumentos que presentan riesgo para la inversión. Cuentan con una baja capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, ya que ante eventuales cambios en la sociedad emisora, en el sector económico a que ésta pertenece o en la

economía en general, tendrían alta probabilidad de retardo en el pago o pérdida de los intereses.

- ✓ **C3** se trata de instrumentos con un alto riesgo de incumplimiento. Su probabilidad de pago, del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, depende de una futura evolución más favorable de la sociedad emisora, del sector económico al que ésta pertenece y en la marcha de a economía en general.

La **categoría D** corresponde a instrumentos con una mínima capacidad de pago de intereses y de principal, por lo que existe una alta probabilidad en los pagos de capital e intereses.

La **categoría E** corresponde a aquellos instrumentos sobre los cuales no se dispone de información suficiente o representativa.

2.9.2 Calificación de riesgo de Títulos de Participación

En la titularización, los títulos suelen depender exclusivamente, para el repago de capital e intereses, del flujo de caja generado por los activos subyacentes. Es por ello que el enfoque de calificación difiere del de una emisión tradicional, en donde se analiza la capacidad de pago e la empresa emisora. [21]

Según la normativa venezolana, para este caso sólo se requiere la opinión de una sociedad calificadora de riesgo, contrario a lo que ocurre en la emisión de papeles comerciales u obligaciones donde se considera necesario que sean dos las calificadoras que se pronuncien.

Los principales riesgo que asumen los inversionistas de estos títulos de participación, están asociados a la incertidumbre de futuros pagos (riesgos de prepago) y al riesgo en el flujo de caja (riesgo de mora).

21 Softline Ratings. Resumen de la Metodología de Calificación de Riesgo de Títulos de Participación.

2.9.3 Análisis de la estructura de la emisión.

El proceso comienza chequeando la calidad y validez, de la información suministrada por el interesado sobre la empresa y el activo subyacente. En esta fase se analiza la información presentada (estados financieros en caso de ser necesario, proyecciones, información estadística sobre el activo subyacente, estructura legal de la emisión e información complementaria) que permite predecir razonablemente la capacidad de generación de caja actual y futura. [22]

Debido a la complejidad de una titularización, es necesario analizar la estructura planteada con la idea de identificar cuales son las características más relevantes del activo subyacente, de las personas involucradas y de cómo va fluir entre esas personas la información, el flujo de dinero y el nuevo activo subyacente, y así poder detectar las variables criticas que incidirán en el riesgo de la operación.

Se analizan las características generales del activo subyacente, su nivel de atomización por sectores o clientes, políticas de cobranzas, morosidad histórica, restricciones legales, sobrecolateralizaciones y garantías entre otros, de manera que tal que se puedan identificar los factores de riesgo que se deben evaluar durante el proceso de calificación.

En los casos en que el interesado se comprometa a sustituir al activo subyacente durante la vigencia de la emisión, es importante evaluar a la empresa, sin necesidad de realizar una calificación exhaustiva de ella.

En una titularización, se requiere normalmente un extenso detalle contractual que garantice un traspaso real al Vehículo de Propósito Especializado (VPE), de todos los derechos del activo subyacente, así como la verificación que éste se encuentre libre de gravámenes. Los gravámenes

---

22 Softline Ratings. Resumen de la Metodología de Calificación de Riesgo de Títulos de Participación.

deben garantizar que los flujos de dinero y las responsabilidades operativas estén especificados claramente y vayan acorde con la estructura planteada.

Adicionalmente, la experiencia del VPE también es analizada, para revisar que pueda ejecutar sus deberes y obligaciones para lograr el pago del principal e intereses a los tenedores de los títulos.

2.9.4 Análisis del Activo Subyacente

En esta fase se evalúa la calidad crediticia del activo, basada en diversas estadísticas de desempeño y en un examen del crédito del originador del activo con la finalidad de proyectar los flujos de ingreso y determinar los niveles de riesgo asociados.

Si el activo subyacente está concentrado en pocos deudores, se debe evaluar cada uno de ellos individualmente, de lo contrario se deben aplicar criterios estadísticos para evaluar su calidad, tomando como base, entre otros factores, el grado de atomización por montos y por sectores, así como la experiencia crediticia con los deudores.

En el caso en que la estructura de la emisión obligue al interesado a sustituir el activo subyacente en mora o a reponer los que vayan venciendo, es necesario evaluar financieramente al interesado para determinar los riesgos asociados.

La estructura de la titularización debe ser producto de un análisis minucioso de la realidad financiera del emisor, en donde se busca que los ingresos generados por el activo subyacente calce con la estructura de gastos y pagos al capital e intereses planteados en la emisión. Por ello se deben analizar los siguientes aspectos:

Flujo de caja: Se construye un flujo de caja que permita identificar los riesgos específicos inherentes a la estructura de pago. Para emitir una calificación, se debe examinar cada estructura y estudiar los efectos de condiciones extremadamente adversas en el flujo de caja. La titularización debe ser capaz de resistir pérdidas superiores a las históricas y a las posibles futuras pérdidas, siendo posible cubrir todas las obligaciones de la emisión de forma completa y puntual.

Riesgo de mercado: Se refiere a las pérdidas patrimoniales asociadas a cambios en el comportamiento de variables críticas que condicionan los flujos futuros. Para ello se identifican las principales fuentes de incertidumbre dependiendo del tipo de activo a ser titularizado.

Riesgo de tasa de interés: El origen de la rentabilidad del vehículo de propósito especial es la tasa de interés contractualmente acordada y que debe ser pagada por el originador.

Riego cambiario: Es el originado por las eventuales oscilaciones de los tipos de cambio entre distintas monedas del pool que difieran de la moneda de emisión de los títulos.

Riesgo de liquidez: Es uno de los riesgos más importantes y se origina por desfases temporales de los flujos de entrantes y salientes, causados generalmente por repagos tempranos sobre parte de la deuda y cuando los títulos emitidos en el mercado primario son comercializados en el mercado secundario. Para evitarlo se requiere de un cronograma transparente de los ingresos y gastos a lo largo de la transacción. Asociado al riesgo de liquidez se encuentra el riesgo de prepago, que se refiere a una situación en la que los deudores ejercen algún derecho de prepago temprano, Este repago reduce el ingreso del VPE, el cual puede ser insuficiente para servir a los inversionistas.

Riesgo de crédito: se refiere al riesgo de incumplimiento de pago de las obligaciones. La estructura de una titularización sirve para mitigar este riesgo, al distribuirlo entre los diversos inversores.

Riesgo operativo: se origina debido al gran número de partes envueltas en esta transacción. En este sentido, cada una de ellas puede tomar ventaja, buscando sus objetivos personales, en detrimento de los intereses de los inversionistas.

Resguardos y garantías.

Dada la cantidad y variedad de riesgos que se asumen en una transacción de titularización, existen una serie de mecanismos que buscan limitarlos. Los más comunes son:

Sobrecolaterización: significa que el portafolio transferido para el VPE tiene un valor nominal más alto que los títulos emitidos a los inversionistas. El interés adicional y los repagos del principal están disponibles para cubrir cualquier retraso.

Exceso de márgenes: es un mecanismo que permite satisfacer la demanda de los inversionistas y otras partes interesadas. Puede ser el caso por ejemplo, cuando el interés pagado a los inversionistas excede al interés total pagado a los deudores individuales como resultado de los efectos de la diversificación. El margen excedentario es invertido dentro de la transacción y puede ser usado para cubrir el riesgo de crédito si fuere necesario.

Acuerdos de rescate: limita el riesgo de crédito del originador dentro del pool para compensar la readquisición de los efectos por cobrar relevantes a valor nominal. Estos acuerdos están limitados solo a una parte del pool.

Fondos de reserva: Se pueden hacer dos tipos de fondos:

- ✓ Fondos levantados con la colocación de la emisión, en instituciones de la banca comercial.
- ✓ Fondos recaudados por vía del activo subyacente en exceso de los montos requeridos para cubrir los cupones o intereses de los títulos, como los costos de seguro, administración y otras tarifas

Sustitución de activos: el originador se compromete a reponer la totalidad o un porcentaje del activo subyacente que se encuentre en el estado de atraso o presente alguna mora.

Garantías: incluye garantías generales (como por ejemplos cartas de créditos), compromisos (depósitos en efectivo, colaterales), y seguros de crédito (garantías financieras). Una garantía puede compensar el riesgo de crédito para cierto monto.

2.9.5 Administración de los Activos.

En esta etapa se busca tener una opinión sobre la calidad de todas las partes que intervengan en el proceso de titularización, para poder evaluar si van a cumplir con las obligaciones establecidas en los contratos de la emisión. Para ello se puede evaluar: la existencia de calificaciones otorgadas por calificadoras de riesgos, situación financiera, experiencia, estructura organizativa, políticas y procedimientos de cobranza, sistemas de información y procedimientos para la administración de los fondos.

2.9.6 Aspectos Legales

Se evalúa el marco legal que sustenta la emisión mediante el análisis de los contratos involucrados en el proceso. Los documentos deben estar acorde con los aspectos económicos -financieros analizados y debe especificar con claridad cómo van a interactuar las partes, va fluir el dinero y la información.

CAPITULO 3

3. Titularización en Venezuela.

3.1. Experiencia nacional en materia de titularización.

La primera operación de titularización que se llevó a cabo en Venezuela fue realizada por el Banco Unión en 1992, sobre la cartera de cuentas por cobrar causada a través de la utilización de las tarjetas de crédito emitidas por la compañía Crédito Unión. Al momento de la operación el monto de la cartera ascendía a más de 7.800 millones de bolívares, con una población de 326.952 tarjetahabientes. El volumen de la cartera y la población de tarjetahabientes dieron lugar a que las estadísticas que se obtuvieron del estudio de la cartera tuvieran un alto grado de confiabilidad. La experiencia indicó que el 96% del total de las cobranzas de la cartera se realizan de contado y esto permitió determinar la suma de 2.000 millones de bolívares que constituiría el monto de la cartera sobre el cual se llevaría a cabo la operación de titularización. [23]

Para la realización de esta operación se constituyó una compañía de propósitos especiales (CPE), la cual se denominó Interval Unión y tanto el fideicomiso de cartera, como el fideicomiso de activo subyacente fueron constituidos mediante contrato entre Interval Unión S.A. y Banco Unión S.A.C.A., actuando este último como el fiduciario para ambos fideicomisos.

La emisión estuvo compuesta por un total de 10.780 títulos divididos en cinco series de diferentes denominaciones que van desde Bs. 50.000 hasta Bs. 5.000.000, con un plazo máximo de dos años y el rendimiento de los mismos estaba fijado mensualmente mediante el cálculo del promedio de las tasas activas de los bancos Provincial, Venezolano de Crédito y Consolidado, menos el 3%.

En el caso de que el fiduciario no contara con el efectivo suficiente para satisfacer el pago a los tenedores de los títulos de participación, existía una

23 La Titularización como medio de financiamiento para la inversión. El caso Agropecuario. Carlos Arturo Restrepo, Mayo 2004.

línea de crédito, girada por la Sociedad Financiera Unión, por 290 millones de Bolívares, destinada a pagar, a los propietarios de los títulos en caso de que los deudores de las acreencias no pagasen.

Esta emisión se realizó fundamentalmente para permitir la generación de los fondos necesarios de modo que Interval Unión, S.A., a través y conforme a los fideicomisos constituidos, pueda adquirir periódicamente, carteras correspondientes a cuentas por cobrar de Banco Unión, S.A.CA., originadas de la utilización de tarjetas de crédito emitidas por Crédito Unión C.A.

Adicionalmente podemos nombrar las siguientes emisiones:[23]

- ✓ Títulos de participación al portador, sobre cartera de cuentas por cobrar de Inversora Seguridad C.A., por Bs. 800 millones en dos series a un palzo de 8 meses cada una con un rendimiento del 95% de la tasa activa (excluyendo la agrícola) de cuatro bancos nacionales de primera línea, actuando como estructurador Fivenez Sociedad Financiera, en el primer semestre de 1994.
- ✓ Títulos de participación al portador, sobre las órdenes de venta de exportaciones de Sidor, por USD 7,5 millones a 18 mese de plazo y al 9% anual pagadero trimestre vencido sobre el valor nominal del título, actuando como fiduciario el Fiduciaria del Valle de Colombia y custodio el Banco Provincial sobre la cartera de vehículos del Citibank.
- ✓ Títulos de participación sobre la cartera de créditos de vehículos del Citibank Venezuela por Bs. 13.000 millones en títulos cero cupón y a plazo y precio definidos en el momento de la colocación, en un fideicomiso establecido en el Banco Venezolano de Crédito, emisión realizada en el primer semestre de 1999.

---

23 La Titularización como medio de financiamiento para la inversión. El caso Agropecuario. Carlos Arturo Restrepo, Mayo 2004.

- ✓ Títulos de participación sobre la cartera de créditos de vehículos del Banco Mercantil por Bs. 20.000 millones, en títulos cero cupón y a plazo y precio definidos en el momento de la colocación, en un fideicomiso establecido en Seguros Mercantil, emisión realizada en Julio de 1999.
- ✓ Títulos de Participación a la Orden sobre la cartera de cuentas a cobrar o derechos de créditos cedidos por el interesado, las cuales han sido adquiridas por el interesado All Factoring de Venezuela C.A., en virtud de la realización de operaciones de factoring con terceros. Hasta por un monto de Bs.F 10.000.000,oo. Emitidos por AFV Activos Financieros C.A.
- ✓ Títulos de Participación a la Orden sobre la cartera de cuentas a cobrar o derechos de crédito transferidos por el interesado Consorcio ISVEN C.A, representados por contratos de venta con reserva de dominio de bienes muebles (línea blanca y marrón) suscritos entre el interesado y sus clientes. Hasta por Bs.F 12.000.000. Emitidos por @Crédito Inversora C.A.
- ✓ Títulos de Participación Nominativos sobre los Contratos de Colaboración y Aprovechamiento Empresarial celebrados entre el Interesado ABA Servicios Financieros y los operadores ganaderos: Ganadería Palma Sola C.A y Jesús Rincón Viloria & CIA. S.A. Hasta por Bs.F 4.000.000. Emitidos por ABA Titularizadora de Valores C.A.

3.2 Perspectivas del desarrollo de la titularización en el Mercado de Valores Venezolano.

Hasta ahora en Venezuela el mecanismo de titularización ha sido utilizado por algunas empresas las cuales se han centrado en sus distintas operaciones, en hacer oferta pública o privada de títulos de participación, sobre activos evidenciados por instrumentos, y otras pocas empresas han incursionado en el campo de las operaciones de titularización.

El desarrollo del mecanismo de la titularización, en el mercado de capitales venezolano, es una realidad que sólo depende de la toma de conciencia por parte de los diversos sectores de la economía nacional, de la

potencialidad y numerosos beneficios que este novedoso producto de la ingeniería financiera puede aportar al sistema financiero y productivo.

Titularización sobre inmuebles.

Como se mencionó, la titularización puede desarrollarse sobre bienes inmuebles. El mecanismo consiste en emitir títulos respaldados en inmuebles que se aportan a un fideicomiso, para financiar proyectos de construcción. En este caso se puede ofrecer como rendimiento a los inversionistas el producto de contratos de arrendamiento sobre bienes inmuebles o la valorización sobre efectos productos.

A través de este instrumento se logra que el constructor pueda obtener los fondos necesarios para financiar su proyecto, lo cual ayudaría al crecimiento y desarrollo del sector construcción en Venezuela y de esta forma se atacaría el problema de deficitario de viviendas que existe actualmente en el país.

La Titularización en la Banca Hipotecaria.

El campo de la banca hipotecaria en Venezuela es otro de los sectores atractivos para el desarrollo del mecanismo de la titularización. La creación de títulos de participación sobre una cartera de créditos hipotecarios o sobre una cartera constituida por hipotecas a favor de una entidad financiera pudiera contar con el interés de muchos inversionistas que tuvieran deseos de participar de los rendimientos otorgados por estos títulos y tener como respaldo, la garantía de un bien inmueble.

La creación de títulos de participación sobre hipotecas o créditos hipotecarios, liberaría recursos que la banca hipotecaria pudiera aprovechar para emprender nuevas actividades de crédito, y así fomentar la construcción de soluciones habitacionales que tanta falta hace en el país. Sin embargo es de hacer notar que la actual crisis financiera tiene sus orígenes en la aplicación de este mecanismo en Estados Unidos, precisamente para promover la

construcción y adquisición de viviendas. Por lo cual su aplicación en Venezuela debe ser estudiada a más profundidad y detalle.

La Titularización y la Banca Comercial.

La creación de títulos de participación sobre portafolios de activos constituidos por los créditos otorgados por los bancos de mayor prestigio en el país, pudiera constituir una fuente de liberación de recursos para la banca comercial la cual podría emprender nuevas actividades crediticias con los recursos liberados por este mecanismo.

El rendimiento de estos títulos estaría determinado en un punto entre el margen existente de las tasas activas y pasivas que la banca comercial utiliza para sus actividades de crédito y captación de recursos respectivamente. El respaldo para los títulos de participación estaría constituido por los contratos de crédito con sus correspondientes garantías si las tienen y además por otros mecanismos que contempla el esquema de las operaciones de titularización.

Titularización de Valores.

Esta quizá sea la perspectiva más interesante de desarrollo para la titularización dentro del mercado de capitales venezolano. Se trata de crear títulos de participación sobre otros títulos ya existentes. Los títulos de deuda emitidos por las empresas tanto privadas y del estado no están al alcance de las posibilidades de inversión de un gran número de personas debido a sus altas denominaciones. Pero mediante la creación de un portafolio de estos títulos, y su aporte a un fideicomiso con el objeto de que este emita títulos de participación, respaldados sobre los papeles originales con denominaciones menores a las de éstos se permitiría la inversión de un gran número de personas naturales o jurídicas, que de otra forma verían imposibilitada su oportunidad de invertir en títulos de esta naturaleza.

El rendimiento que devengarían estos títulos sería menor al generado por los papeles sobre los cuales se emiten debido a que la institución que

estructura la emisión de los títulos de participación cobrará una comisión destinada a cubrir los costos de la estructuración de ésta y proveer un margen de ganancia para la compañía.

La creación de títulos de participación sobre otros títulos valores, podría generar una mayor entrada de recursos al mercado de capitales, ya que ofrecería una nueva opción para los inversionistas que buscan diversificar su portafolio. La liquidez que proporcionaría al sistema la creación de estos títulos en un aspecto que también debe tenerse en cuenta al momento de evaluar la conveniencia de su creación.

CAPÍTULO 4

4. Conclusiones.

Del estudio de mecanismo de la titularización y de la evaluación de las ventajas y desventajas de este instrumento de financiamiento frente algunas de las opciones tradicionales de financiamiento que ofrece el mercado de capitales, se obtienen las siguientes conclusiones:

La titularización permite incrementar de manera sustancial la liquidez del sistema financiero. La liberación de recursos que se origina en la medida en que se transfieren las carteras de las empresas y de las instituciones financieras a las sociedades especializadas, y esta a su vez coloca esos títulos en el mercado de valores, traerá como consecuencia el aumento de la liquidez en el sistema y por ende una mayor disponibilidad de recursos para realizar nuevas actividades de crédito para el financiamiento de proyectos o planes de inversión.

El aumento en la disponibilidad de fondos para realizar nuevas actividades de crédito trae como consecuencia la estabilización de la tasa de interés, que ayudará a compensar la demanda por créditos.

La titularización sobre activos financieros a largo plazo, como por ejemplo la cartera hipotecaria de un banco, solucionaría el problema de la lenta rotación propia de ese tipo de carteras, proporcionando mayor liquidez y mejorando la rentabilidad de este tipo de actividad.

Motivado a que la titularización se aplica de la misma manera sobre activos financieros, como sobre activos tangibles, la titularización sobre estos últimos constituiría una forma directa de financiamiento para las empresas del sector, en la medida en que el producto de los títulos colocados por la entidad especializada ingresa al flujo de las empresas como pago por la venta de los activos.

Titularizar es comparativamente un proceso largo y costoso, pero los beneficios obtenidos de la desintermediación financiera y de usar los activos

como respaldo, adicionado al conjunto de garantías utilizadas, superará los costos y a cualquier otra alternativa de financiación.

Bibliografía

DECET Z, Carla. Titularización de activos respaldados por hipotecas como alternativa de inversión en los mercados de renta fija en dólares estadounidenses. (Marzo 2007).

DR. GONZALEZ TORRE, Roberto. Securitization Law and Markets in Ecuador en http://www.vinodkothari.com/sececuad.htm.

http://www.elespectador.com/historico/2005-11-06/contenido_MI-2456.htm

MENDEZ PARRA, Rosalba. Titularización de activos inmobiliarios, en http://www.monografias.com/trabajos28/activos-inmobiliarios/activos-inmobiliarios.shtm.

Normas relativas a la oferta pública sobre la titularización de activos. Resolución Nº 129-2002.

Normas Relativas a la Autorización de las Sociedades Calificadoras de Riesgo. G.O. N° 4.808 (E) de 02 de Diciembre de 1994.

Observatorio de Coyuntura Económica Internacional. www.ocei.es/docs/especiales/1206TITULIZACION

Página Web de la Bolsa de Valores de Caracas. www.caracasstock.com

RESTREPO. Carlos Arturo. La Titularización como medio de financiamiento para la inversión. El caso Agropecuario., Mayo 2004.

Sociedades Calificadoras de Riesgo en www.cnv.gob.ve.

Softline Ratings. Resumen de la Metodología de Calificación de Riesgo de Títulos de Participación.

Titularización. http://es.wikipedia.org/wiki/Titulización

URBI GARAY (2005). Los Mercados de Capitales con Aplicaciones al Mercado Venezolano. Nota de Estudio Nº 11, IESA.

WELLINGTON REYES. Titularización de activos como nuevo producto financiero., en Monografías.com.

Anexos

1

BOD Saca al mercado una titularizadora y bono de Merrill Lynch

Fuente: El Universal (Victor Salmerón)

Caracas, 13 de agosto de 2006.- La emisión comienza el 15 de agosto y podrá colocarse desde un millón.

En medio de un salto estelar del petróleo que abarrota de bolívares al mercado, el Grupo Banco Occidental de Descuento considera que llegó el momento de agrandar la canasta de bonos disponible para la venta a través de lo que llama la Titularizadora.

La idea es que este vehículo convierta en papeles para el público una amplia gama de activos que van desde cuentas por cobrar de un taller mecánico de mediana envergadura hasta créditos hipotecarios.

"Por ejemplo, hay un taller mecánico que obviamente arregla automóviles y tiene una cantidad de cuentas por cobrar en 90 días a las compañías de seguros. Nosotros compramos esas facturas y las convertimos en bonos. Vendemos los bonos y le entregamos el dinero al dueño del taller con un descuento y, por supuesto, cobramos a las compañías de seguros para pagar el interés y el capital de los papeles", explica Enrique Colmenares, quien se desempeña al frente de la Titularizadora.

La primera emisión comenzará el próximo martes 15 de agosto. Cartera de Inversiones, la casa matriz del Grupo BOD, compró un bono a Merrill Lynch que tiene un valor total de 208 mil millones de bolívares. Este papel se va a subdividir en cientos de participaciones que pueden comprarse con una inversión mínima de un millón de bolívares.

"El plazo del bono es 270 días y el interés, que es de 9,75%, se cobra al vencimiento", detalla Colmenares.

El control de tasas que ha impuesto el Banco Central obliga a que todas las instituciones financieras paguen a sus clientes, por colocaciones a plazo que van desde 30 a 90 días, una tasa mínima de 10%.

No obstante, Enrique Colmenares afirma que el papel es atractivo porque el cliente puede vender el bono cuando lo desee, a diferencia de la banca en donde debe dejar el dinero hasta el vencimiento de la participación.

Otro punto a considerar, sostiene, es que de seguir aumentando los bolívares en el mercado es posible que las tasas de interés bajen ante el exceso de liquidez y en este caso "el bono que estamos ofreciendo te garantiza 9,75% pase lo que pase".

Si bien el comienzo es con un papel respaldado por Merrill Lynch, uno de los principales bancos de inversión en el mundo, el norte de la Titularizadora es que pequeñas y medianas empresas conviertan sus activos en bonos, con lo que podrían obtener fondos con antelación a bajo costo sin copar sus líneas de crédito.

Dependiendo del tipo de actividad y de empresa dependerá el riesgo del bono, que será establecido por una calificadora independiente.

"Nuestra meta de aquí a fin de año es haber emitido participaciones hasta por un monto de 600 mil millones de bolívares, ya estamos trabajando en otras operaciones", señala Enrique Colmenares.

Para respaldar esta expectativa asegura que "hasta ahora no existe en el mercado de capitales operaciones de esta magnitud".

Comisión Nacional de Valores

Se autorizó la Oferta Pública de Títulos de Participación a la Orden de AFV ACTIVOS FINANCIEROS, C.A., (Emisor) y ALL FACTORING DE VENEZUELA, C.A. (**Interesado**), hasta por un monto de Bs. 10.000.000,oo.

Emisor: AFV ACTIVOS FINANCIEROS, C.A.

Interesado: ALL FACTORING DE VENEZUELA, C.A.

Datos del Registro del Emisor: Sociedad domiciliada en la ciudad de Caracas, inscrita en el Registro Mercantil Quinto, de la Circunscripción Judicial del Distrito Federal y Estado Miranda, en fecha 01 de noviembre de 2007, bajo el Nº 35, Tomo 1703-A. Fue constituida con la finalidad de servir como Vehículo de Propósito Especial para las emisiones de Títulos de Participación.

Datos del Registro del Interesado: Sociedad domiciliada en la ciudad de Caracas, inscrita en el Registro Mercantil Quinto, de la Circunscripción Judicial del Distrito Federal y Estado Miranda, en fecha 21 de febrero de 2005, bajo el Nº 63, Tomo 1043-A.

Objeto Social del Emisor: El objeto de la compañía es la adquisición de cobranzas de cuentas por cobrar de otras compañías, representadas en facturas, letras de cambio y cualesquiera otros documentos usados para tales fines en el comercio, conforme a los usos y costumbres mercantiles, con dinero propio de terceros, estableciéndose en todo caso como garantía de dichos fondos los activos adquiridos; la realización de todo tipo de operaciones con títulos valores y la emisión de títulos de participación, previa aprobación de la Comisión Nacional de Valores. El capital social suscrito y pagado es de Bs. 10.000,oo, representado por 10.000

acciones comunes, con un valor nominal de Bs. 1,oo cada una.

Objeto Social del Interesado: Principalmente la prestación de todo tipo de servicios relacionado con el descuento de facturas, así como invertir y comercializar en el sector de cesión de créditos y operaciones de factoring. El capital social suscrito y pagado es de Bs. 1.000.000,oo, representado por 1.000.000 acciones comunes, con un valor nominal de Bs. 1,oo cada una.

Titularización de Activos: Es la operación por la que se transforma un activo que no es negociable, en un Título Valor que si es negociable en el mercado de capitales y que por lo tanto puede ser adquirido directamente por inversionistas. La presente autorización se refiere a la Oferta Pública de Títulos de Participación a la Orden sobre un activo subyacente, el cual es el activo de la empresa que sirve de soporte para la emisión de dichos títulos, en este caso en particular, el activo subyacente está constituido por cuentas a cobrar o derechos de crédito cedidos or el interesado, han sido adquiridas por éste en virtud de la realización de operaciones de factoring con terceros.

Monto: Hasta por un monto de Bs. 10.000.000,oo.

Características de la Emisión: La presente Oferta Pública de Títulos de Participación a la Orden, podrá ser colocada n una o en varias series, cada una de las cuales no podrá ser inferior al 1% del monto autorizado, siendo el vencimiento de los Títulos en ningún caso menor de 15 días, ni superior a 360 días. Está representada por 100.000 Títulos, con un valor nominal de Bs. 100,oo, cada uno, los cuales a su vez estarán representados por un Macrotítulo para cada serie. El precio de la colocación primaria de los Títulos de Participación será a descuento sobre su valor nominal.

Agente de Pago de los Títulos: Se determinará al inicio de la colocación de cada serie.

Custodia de los Títulos: C.V.V. CAJA VENEZOLANA DE VALORES, S.A. y/o BANCO CONFEDERADO, C.A.

Representante Común: BANCO CONFEDERADO, C.A.

Calificación de la Emisión: Softline Ratings, Sociedad Calificadora de Riesgo, C.A., calificó la emisión como categoría "B", subcategoría "B-1".

Rendimiento: El rendimiento que recibirán los Tenedores de los Títulos de Participación a la Orden, estará determinado por la diferencia entre el valor nominal de los Títulos de Participación a la Orden y el precio de colocación primaria de los Títulos de Participación a la Orden, de cada serie, lo cual se indicará al inicio de la colocación primaria y se indicará en los respectivos títulos y en el aviso de prensa respectivo.

Destino de los Fondos: El Interesado empleará los fondos provenientes de la colocación de la presente emisión de Títulos de Participación, como una fuente adicional para la realización de actividades propias de su objeto

social, el cual consiste, esencialmente, en la realización de operaciones de factoring.

Comisión Nacional de Valores

Se autorizó la oferta pública de Títulos de Participación a la Orden, hasta por un monto de Bs. 12.000.000,oo, a ser emitidos por @CREDITO INVERSORA, C.A.

Emisor: @CREDITO INVERSORA, C.A.

Interesado: CONSORCIO ISVEN, C.A.

Datos del Registro del Emisor: Sociedad domiciliada en la ciudad de Caracas, inscrita en el Registro Mercantil Quinto (V) de la Circunscripción Judicial del Distrito Capital y Estado Miranda, en fecha 24 de diciembre de 2007, bajo el Nº 52, Tomo 1.738-A-Qto.

Datos del Registro del Interesado: Sociedad domiciliada en la ciudad de Caracas, inscrita en el Registro Mercantil Quinto (V) de la Circunscripción Judicial del Distrito Capital y Estado Miranda, en fecha 17 de julio de 1998, bajo el Nº 44, Tomo 231-A-Qto, En el año 2003 se fusiona y absorbe a la sociedad mercantil "La Boutique del Sonido, C.A." y posteriormente, en el año 2006, se fusiona y absorbe a la sociedad mercantil IMGEVE, C.A.

Objeto Social del Emisor: Tiene como objeto la adquisición y gestión de cobranza de cuentas por cobrar de otras compañías, representadas en facturas, letras de cambio, valuaciones y cualesquiera otros instrumentos o documentos usados para tales fines en el comercio, conforme a los usos y costumbres mercantiles, con dinero propio o de terceros, estableciéndose en todo caso como garantía de dichos fondos los activos adquiridos. La compañía podrá realizar directamente o por intermedio de terceros o compañías afiliadas todas las actividades relacionadas con la consecución del objeto antes mencionado, para lo cual podrá celebrar convenios o contratos con terceros o compañías afiliadas para tales fines. El capital social suscrito es de Bs. 10.000,oo, representado en 10.000 acciones, nominativas, con un valor nominal de Bs.F. 1,oo cada una, y está pagado en un 20%.

Objeto Social del Interesado: Tiene por objeto el estudio, planificación, desarrollo y ejecución de las inversiones mobiliarias, pudiendo realizar todas las actividades directas o indirectamente relacionadas con el mismo y además prestar servicios a terceros en los campos y materias señaladas, bien directamente con sus propios elementos o a través de otros, podrá arrendar bienes muebles con o sin opción de compra-venta; podrá igualmente ser representante o agente de otras sociedades mercantiles o personas naturales,

adquirir por compra, permuta o, en cualquier forma, bienes y derechos muebles y enajenarlos a cualquier título. De igual forma, la empresa podrá dedicarse a la compra, venta, distribución, representación, fabricación, importación y exportación de muebles y accesorios para el hogar, artefactos y artículos y sus accesorios para uso domestico, eléctricos y no eléctricos, equipos de ventilación, aire acondicionado, refrigeración y afines, prendas de vestir para damas, caballeros y niños, lencerías, etc, etc, suministro de computación y oficina; servicios varios, seguros, celulares, TV por cable o satélite e inversiones en otras empresas. El capital social suscrito y pagado es de Bs. 12.066.622,oo, representado en 12.066.622 acciones comunes, nominativas, con un valor nominal de Bs.F. 1,oo cada una.

Titularización de Activos: Es la operación por la que se transforma un activo que no es negociable, en un Título Valor que si es negociable en el mercado de capitales y que por lo tanto puede ser adquirido directamente por inversionistas. La presente autorización se refiere a la Oferta Pública de Títulos de Participación a la Orden sobre un activo subyacente, el cual es el activo de la empresa que sirve de soporte para la emisión de dichos títulos, en este caso en particular, el activo subyacente está constituido fundamentalmente por cuentas a cobrar o derechos de crédito transferidos por el **interesado**, representados por contratos de venta con reserva de dominio de bienes muebles (línea blanca y marrón) suscritos entre el **interesado** y sus clientes.

Monto: Hasta por un monto de Bs. 12.000.000,oo.

Características de la Emisión: La presente oferta pública de Títulos de Participación a la Orden, se efectuará en una serie, el vencimiento de los Títulos en ningún caso podrá ser menor de 15 días, ni superior a 300 días. Está representada por hasta 120.000 Títulos, con un valor nominal de Bs. 100,oo, cada uno, representados por un Macrotítulo que será entregado al agente custodio. El precio de la colocación primaria de los Títulos de Participación será a valor nominal mas los intereses acumulados desde el inicio de la colocación hasta la fecha de adquisición y la modalidad de colocación será " A Mayores Esfuerzos". Los Títulos de Participación serán amortizados bimestralmente.

Agente de Colocación: BANACCI CASA DE BOLSA, C.A.

Agente de Pago y Custodia de los Títulos: C.V.V. CAJA VENEZOLANA DE VALORES, S.A.

Representante Común: BOLIVAR BANCO, C.A.

Rendimiento: El rendimiento que recibirán los Tenedores de los Títulos de Participación a la Orden, estará determinado por una tasa de interés fija, la cual será fijada al inicio de la colocación primaria y se indicará en los respectivos títulos y en el aviso de prensa respectivo. El rendimiento será calculado al inicio de cada bimestre y será cancelado por bimestre

vencido.

Destino de los Fondos: El **Interesado** empleará los fondos provenientes de la colocación de la presente emisión de Títulos de Participación, como una fuente adicional para la realización de actividades propias de su objeto social, la cual consiste, esencialmente en la realización de ventas con reserva de dominio a aquellas personas naturales que requieren adquirir bienes relacionados con Línea Blanca y Marrón

Comisión Nacional de Valores

Se autorizó la oferta pública de Títulos de Participación Nominativos de ABA TITULARIZADORA DE VALORES, S.A., (Emisor) y ABA SERVICIOS FINANCIEROS, C.A., (**Interesado**)

Emisor: ABA TITULARIZADORA DE VALORES S.A.

Interesado: ABA SERVICIOS FINANCIEROS , C.A.

Datos del Registro del Emisor: Sociedad mercantil, constituida y domiciliada en la ciudad de Maracaibo, Estado Zulia e inscrita en el Registro Mercantil Primero de la Circunscripción Judicial del Estado Zulia, en fecha 12 de junio de 2008, bajo el Nro. 29, Tomo 28-A.

Datos del Registro del Interesado: Sociedad mercantil domiciliada en la ciudad de Maracaibo, Estado Zulia, constituida originalmente bajo la denominación de INVERSIONES 395 C.A., según consta en documento inscrito en el Registro de Comercio llevado por el Registro Mercantil Primero de la Circunscripción Judicial del Estado Zulia, el 11 de Agosto de 1.995, bajo el Nº 49, Tomo 79-A.

Objeto Social del Emisor: Consiste en colocar, negociar, adquirir o recibir activos subyacentes de cualquier naturaleza, con el objeto de respaldar ofertas públicas o privadas de Títulos de Participación emitidas o efectuadas por ella misma dentro o fuera del Territorio Nacional. Asimismo, para el cumplimiento del objeto anterior, se podrá dedicar a la adquisición y gestión de cobranza de cuentas por cobrar de otras compañías, representadas éstas en facturas, letras de cambio, valuaciones y cualesquiera otros instrumentos o documentos usados para tales fines en el comercio, conforme a los usos y costumbres mercantiles, con dinero propio o de terceros, establecidos en todo caso como garantía de dichos fondos los activos adquiridos.

Objeto Social del Interesado: Adquisición, compra venta de todas clases de bienes muebles, inmuebles, derechos y/u obligaciones, así como el cabildeo, transacción e intermediación comercial para la consecución y el perfeccionamiento de todo tipo de negocios, la administración de los mismos, pudiendo realizar en el cumplimiento del objeto social, cualquier actividad que

sea consecuencia directa o indirecta de aquellas, participar en la constitución de otras sociedades, sean mercantiles o civiles y actuar en toda negociación licita según nuestras leyes, todo a juicio de la Junta Directiva. El capital social suscrito y pagado es de Bs. 2.000.000,oo, representado en 20.000 acciones, con un valor nominal de Bs. 100,oo cada una.

Titularización de Activos: Es la operación por la que se transforma un activo que no es negociable, en un Título Valor que si es negociable en el mercado de capitales y que por lo tanto puede ser adquirido directamente por inversionistas. La presente autorización se refiere a la Oferta Pública de Títulos de Participación Nominativos sobre un activo subyacente, el cual es el activo que sirve de soporte para la emisión de dichos títulos, en este caso en particular, el activo subyacente está constituido por los Contratos de Colaboración y Aprovechamiento Empresarial celebrados entre el Interesado y los operadores ganaderos: Ganadería Palma Sola C.A y Jesús Rincón Viloria & CIA. S.A.; el Emisor tendrá la más amplias facultades de administración del Activo Subyacente de la presente emisión y constituyó una fianza de fiel cumplimiento otorgada por la compañía de seguros, Financiera se Seguros, S.A., por el monto total de la emisión y en la que se garantiza el fiel cabal y oportuno cumplimiento de las obligaciones contractuales asumidas por el Emisor.

Monto: Hasta por un monto de Bs. 4.000.000,oo.

Características de la Emisión: La presente Oferta Pública de Títulos de Participación Nominativos está representada por 4.000 Títulos, por un valor nominal de Bs. 1.000,oo, los cuales a su vez estarán representados por un Macrotítulo provisional. La colocación se efectuará bajo la modalidad de Mayores Esfuerzos, podrá ser colocada en una o en varias Series, cada una de las cuales tendrán un vencimiento máximo 720 días, pero nunca menor a 360 días, si en la misma figuran miembros de la Bolsa de Valores de Caracas, C.A., podrán efectuar la colocación a través de ésta. Los Títulos de Participación Nominativos de la emisión no podrán exceder en ningún momento el equivalente al 80% del valor nominal del Contrato de Colaboración y Aprovechamiento Empresarial que conforma el Activo Subyacente. Los Títulos de Participación Nominativos de las series serán amortizados a su valor nominal al vencimiento de cada una de las respectivas series.

Características de la Emisión: La presente Oferta Pública de Títulos de Participación Nominativos está representada por 4.000 Títulos, por un valor nominal de Bs. 1.000,oo, los cuales a su vez estarán representados por un Macrotítulo provisional. La colocación se efectuará bajo la modalidad de Mayores Esfuerzos, podrá ser colocada en una o en varias Series, cada una de las cuales tendrán un vencimiento máximo 720 días, pero nunca menor a 360 días, si en la misma figuran miembros de la Bolsa de Valores de Caracas, C.A., podrán efectuar la colocación a través de ésta. Los Títulos de Participación Nominativos de la emisión no podrán exceder en ningún momento el equivalente al 80% del valor nominal del Contrato de Colaboración y Aprovechamiento Empresarial que conforma el Activo Subyacente. Los Títulos de Participación Nominativos de las series serán amortizados a su valor

nominal al vencimiento de cada una de las respectivas series.

Agente de Colocación: ABA MERCADO DE CAPITALES, CASA DE BOLSA, C.A Agente de Pago de los Títulos: C.V.V. CAJA VENEZOLANA DE VALORES, S.A.

Custodia de los Títulos: C.V.V. CAJA VENEZOLANA DE VALORES, S.A.

Representante Común: BANCO OCCIDENTAL DE DESCUENTO, BANCO UNIVERSAL, C.A.

Calificación de la Emisión: Softline Ratings Sociedad Calificadora de Riesgo, C.A., calificó la emisión como categoría "B", subcategoría "B1".

Intereses: Los Intereses que devengarán los Títulos de Participación Nominativos, se determinarán mediante la aplicación de una tasa de interés variable que será revisable trimestralmente. El Emisor fijará la Tasa de Interés que será efectiva durante el primer trimestre de vigencia. A partir del segundo trimestre los intereses serán variables y calculados aplicando un porcentaje sobre la tasa de interés anual promedio ponderada, de las operaciones activas pactadas en el mercado nacional por los 6 principales bancos universales y comerciales de la República Bolivariana de Venezuela, con mayor volumen de depósitos, publicada semanalmente por el Banco Central de Venezuela. La correspondiente tasa de interés será publicada con al menos 5 días de anticipación al inicio de cada periodo de intereses. Los Intereses se empezarán a causar al inicio de cada una de las series.

Precio: Los Títulos de Participación Nominativos serán colocados al 100% de su valor nominal más los intereses acumulados desde el inicio de la colocación de la serie hasta la fecha de adquisición.

Destino de los Fondos: El Interesado, utilizará los fondos provenientes de la colocación de los Títulos de Participación Nominativos, como mecanismo de financiamiento para el incremento de los inventarios que conforman los Contratos de Colaboración y Aprovechamiento Empresarial con los operadores ganaderos.