

**EVALUACION DE LA TITULARIZACION GANADERA FRENTE A
ALTERNATIVAS DE INVERSION DEL MERCADO COLOMBIANO TALES COMO:
LA TITULARIZACION INMOBILIARIA Y PAPELES DE RENTA VARIABLE
(ACCIONES)**

**MAYLIN ANDREA QUIROGA GUTIERREZ
CLAUDIA MILENA REYES CONTRERAS**

**UNIVERSIDAD AUTONOMA DE BUCARAMANGA
FACULTAD DE INGENIERIA FINANCIERA
BUCARAMANGA
2004**

**EVALUACION DE LA TITULARIZACION GANADERA FRENTE A
ALTERNATIVAS DE INVERSION DEL MERCADO COLOMBIANO TALES COMO:
LA TITULARIZACION INMOBILIARIA Y PAPELES DE RENTA VARIABLE
(ACCIONES)**

**MAYLIN ANDREA QUIROGA GUTIERREZ
CLAUDIA MILENA REYES CONTRERAS**

TRABAJO DE INVESTIGACION PROFESIONAL

LUIS EDUARDO SUAREZ CAICEDO

**UNIVERSIDAD AUTONOMA DE BUCARAMANGA
FACULTAD DE INGENIERIA FINANCIERA
BUCARAMANGA
2004**

Nota de aceptación

Bucaramanga, 14 de julio de 2004

CONTENIDO

	Pag.
INTRODUCCIÓN	10
1. OBJETIVOS	11
1.1 OBJETIVO GENERAL	11
1.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS	11
2. LA TITULARIZACIÓN	12
2.1 PARTES QUE INTERVIENEN EN EL PROCESO	12
2.2 NATURALEZA DE LOS TITULOS	13
2.3 CLASES DE TITULOS	13
2.4 MARCO JURÍDICO	14
3. LA TITULARIZACION GANADERA	15
3.1 AGENTE ADICIONAL DEL PROCESO	16
3.2 FUNCIONAMIENTO DEL PROCESO	16
3.3 CARACTERISTICAS DE LOS TITULOS	17
3.4 VENTAJAS Y DESVENTAJAS	17
3.5 QUIENES PUEDEN INVERTIR	18
4. LA TITULARIYACION INMOBILIARIA	19
4.1 TITULARIZACION DE INMUEBLES	20

4.2 CARACTERISTICAS DE LOS TITULOS	20
4.2.1 Otras Características	21
4.3 FUNCIONAMIENTO DEL PROCESO	22
4.4 BENEFICIOS PARA EL INVERSIONISTA	23
5. INVERSION EN ACCIONES	24
5.1 ANALISIS FUNDAMENTAL	24
5.1.1 Entorno Macroeconómico	24
5.1.2 Análisis por Sectores	31
5.1.2.1 Sector Construcción	32
5.1.2.2 Sector Comercio	33
5.1.2.3 Sector Industrial	33
5.1.2.4 Sector Financiero	34
5.1.2.5 Otros Sectores	35
5.2 ANALISIS TÉCNICO	35
5.2.1 Mercado Accionario	35
5.2.2 Portafolio de Renta Variable (Acciones)	37
6. INVERSION EN TITULARIZACIONES	40
6.1 INVERSION EN TITULARIZACION GANADERA	40
6.2 INVERSION EN TITULARIZACION INMOBILIARIA	41
6.3 PORTAFOLIO DE RENTA FIJA (TITULARIZACIONES)	41
7. PORTAFOLIO DE INVERSIONES	43

7.1 COMBINACION OPTIMA DE RENTA VARIABLE Y RENTA FIJA	44
8. ACTUALIDAD Y TENDENCIA DE LOS TITULOS	46
8.1 SECTOR GANADERO	46
8.2 SECTOR INMOBILIARIO	49
9. CONCLUSIONES	52
BIBLIOGRAFÍA	54
ANEXOS	55

LISTA DE TABLAS

	Pág.
Tabla 1 Ramas de Actividad por Crecimiento Económico	31
Tabla 2 Rendimiento Esperado por Acción	38
Tabla 3 Parámetros de las Titularizaciones	40
Tabla 4 Rendimiento Esperado por Acción con Titularización	44
Tabla 5 Perfil de Riesgo	45

LISTA DE ANEXOS

	Pág.
ANEXO A Análisis por Sectores e Indicadores de Mercado	55
ANEXO B Calificaciones Obtenidas por la Titularización Inmobiliaria	63
ABEXO C Calificaciones Obtenidas por la Titularización Ganadera	64

LISTA DE GRAFICOS

	Pág.
Grafico 1 PIB VS IGBC	26
Grafico 2 IPC VS IGBC	27
Grafico 3 DTF VS IGBC	28
Grafico 4 TRM VS IGBC	29
Grafico 5 IGBC	30
Grafico 6 Dominancia por Acciones	36
Grafico 7 Línea de Frontera Eficiente	37
Grafico 8 Composición del Portafolio Optimo	38
Grafico 9 Inversión en Renta fija y Renta Variable en el Portafolio de acciones	39
Grafico 10 Inversión en Renta Fija (Titularizaciones)	42
Grafico 11 Combinación optima de Renta Variable y Renta Fija	45
Grafico 12 Participación del Sector Ganadero En el PIB	46
Grafico 13 Comportamiento de la Rentabilidad de la Titularización Ganadera	47
Grafico 14 Comportamiento de la Rentabilidad de la Titularización Inmobiliaria	50

INTRODUCCIÓN

Las tendencias económicas mundiales, las necesidades del mundo financiero y de los inversionistas, así como las particulares circunstancias de la economía colombiana en los últimos años, han señalado la conveniencia de estructurar un mercado de capitales sobre sólidas bases que ofrezcan credibilidad para fomentar el ahorro y reactivar la inversión productiva.

Por esta razón se abren nuevas posibilidades de inversión no solo a inversionistas individuales sino a inversionistas institucionales nacionales y extranjeros, que orientan hacia culturas de inversión a corto y largo plazo, dando alternativas de liquidez a los empresarios y permitiéndoles invertir más dinero en actividades propias de su negocio, además dinamizando con nuevos papeles el mercado bursátil con costos financieros menores.

Esto implica una desintermediación financiera dentro de un mercado de capitales abierto, que permite realizar el contacto entre las dos personas: aquella que va a comprar el Título y aquella que va a invertir en el Título. Este contacto directo entre las dos permite bajar la tasa de intermediación lo que significa una ventaja innegable.

El mercado en nuestro país está apenas comenzando a desarrollarse, pues los recientes cambios en legislación, la dinámica impulsada por la creación de la banca de inversión nacional y la confianza depositada por los diversos inversionistas institucionales colombianos han hecho de los nuevos mecanismos, buenos instrumentos de financiación e inversión y harán de ellos, en el futuro cercano, excelentes participantes del desarrollo futuro nacional.

Bajo este contexto, se evalúan Títulos novedosos, como la Titularización Ganadera frente a otras alternativas que ofrecen el Mercado de Capitales como la Titularización Inmobiliaria y las Acciones, para determinar que títulos son más atractivos, además de eso se quiere encontrar cual sería la mejor inversión de acuerdo a la actualidad económica que vive Colombia y la oportunidad que tienen los inversionistas en acceder a esta clase de títulos.

1. OBJETIVOS

1.1 OBJETIVO GENERAL

Evaluar la titularización Ganadera frente a alternativas de inversión del mercado colombiano tales como: La Titularización Inmobiliaria y papeles de Renta Variable (Acciones).

1.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS

- Describir las condiciones y características del proceso de Titularización Ganadera.
- Establecer un portafolio de inversiones en el que se incluyan parámetros de negociación afines para su debida evaluación, teniendo en cuenta la evolución histórica de 3 años.
- Comparar financieramente las alternativas de inversión propuestas, en términos de Rentabilidad. Riesgo, Liquidez y Tiempo.
- Determinar la tendencia financiera de cada una de las alternativas de inversión propuestas para la toma de decisiones por parte del inversionista.

2. LA TITULARIZACION

La titularización es considerada como una alternativa de financiamiento para todo tipo de empresa, con características y ventajas comparativas, frente a las modalidades tradicionales de intermediación financiera. Consiste en seleccionar bienes o activos de poca o ninguna liquidez que puedan generar ingresos futuros y conformar con ellos documentos que serán emitidos al público a un plazo mínimo de un año y que incorporan derechos de participación en patrimonios especiales o en derechos de contenido crediticio respaldados por los activos.

Para los procesos de titularización son las sociedades fiduciarias quienes reciben los activos para titularizar, conformando con ellos un patrimonio autónomo, logrando el aislamiento patrimonial de los mismos, lo que quiere decir que los bienes transferidos salen efectivamente del patrimonio del Originador y no ingresan al patrimonio de la fiduciaria sino a un patrimonio especial, cuya destinación específica es atender las obligaciones adquiridas en el proceso de titularización.

En resumen, la titularización hace posible obtener en forma anticipada un flujo de caja proyectado a largo plazo. Esta operación de carácter financiero pretende convertir activos financieros (cartera, inmuebles, bienes de capital, etc.) en títulos valores. Para ello se recurre a la venta de participaciones a terceros, quienes ganarán un rendimiento sobre este tipo de activos.

2.1 PARTES QUE INTERVIENEN EN EL PROCESO

- **El Originador:** Es quien transfiere los bienes o activos base del proceso de titularización. Puede ser cualquier persona natural o jurídica, nacional o extranjera. El Originador no se requiere para los casos de titularizaciones estructuradas a partir de fondos.
- **El Agente de Manejo:** Es el vocero del patrimonio autónomo. Se encarga de recaudar los recursos provenientes de la emisión y se relaciona con los inversionistas en virtud de tal vocería, de acuerdo con los derechos incorporados en los títulos. El agente de manejo debe velar por el manejo seguro y eficiente de los recursos que ingresen al patrimonio.
- **El Estructurador:** Es quien diseña las condiciones de operación, trabaja con el Agente de manejo en el diseño técnico, jurídico, financiero y operativo del

- proceso; recopila información necesaria para la Supervalores y Firmas Calificadoras de Valores.
- **El Administrador:** Es la entidad encargada de la administración, custodia y conservación de los activos o bienes objeto de la titularización, así como del recaudo y transferencia al agente de manejo de los flujos provenientes de dichos activos o bienes.
- **El colocador:** Es la entidad que, facultada por su objeto social, puede actuar como suscriptor profesional o Underwriter de una emisión. Aunque la existencia de esta entidad no es indispensable en un proceso de titularización, puesto que el mismo agente de manejo puede efectuar directamente la colocación de los títulos en el mercado, se considera que la actuación de un Underwriter puede asegurar el éxito del proceso.
- **Los Inversionistas:** Persona naturales o jurídicas, suscriptores o titulares de los derechos patrimoniales de los títulos de Contenido Crediticio resultantes del proceso de Titularización.

2.2 NATURALEZA DE LOS TITULOS

Los títulos emitidos en desarrollo de procesos de titularización, tienen las prerrogativas de los títulos valores. Lo anterior significa que deben mencionar el derecho que incorporan y la firma de quien los crea. Además, deben inscribirse en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y ser susceptibles de ser colocados mediante oferta pública.

En cuanto a la ley de circulación, estos valores pueden ser nominativos o a la orden.

2.3 CLASES DE TÍTULOS

En los procesos de titularización es factible emitir tres modalidades de títulos:

- **Títulos corporativos o de participación:** En los que el inversionista adquiere una parte alícuota del patrimonio autónomo o fondo y participa de las utilidades o pérdidas que éste genere. Se asimilan a títulos de renta variable y se encuentran normalmente referenciados en unidades de participación. Pueden ser redimidos antes de la extinción del patrimonio autónomo o fondo, debido a la liquidación de parte de sus activos o bienes.

- **Títulos de contenido crediticio:** Incorporan derechos a percibir la cancelación del capital y de los intereses de acuerdo con las condiciones señaladas en el título. Se asimilan a los títulos de renta fija y los activos que conforman el patrimonio autónomo respaldan el pasivo con los inversionistas.
- **Títulos mixtos:** Es la mezcla de los dos anteriores. Esto es, que pueden contemplar una rentabilidad mínima o una máxima o las dos. También pueden incorporar derechos de participación y ser amortizables.

2.4 MARCO JURÍDICO

La Ley 35 de 1.993¹, abrió el camino para incorporar al mercado público de valores colombiano los documentos emitidos en desarrollo de procesos de titularización cuando en su artículo cuarto definió como uno de los aspectos en que el Gobierno puede intervenir en el mercado de valores, estableciendo normas de carácter general para determinar, respecto de los tipos de documentos susceptibles de ser colocados por oferta pública, aquellos que tendrán el carácter y prerrogativas de los títulos valores, sean éstos de contenido crediticio, participación o representativos de mercaderías.

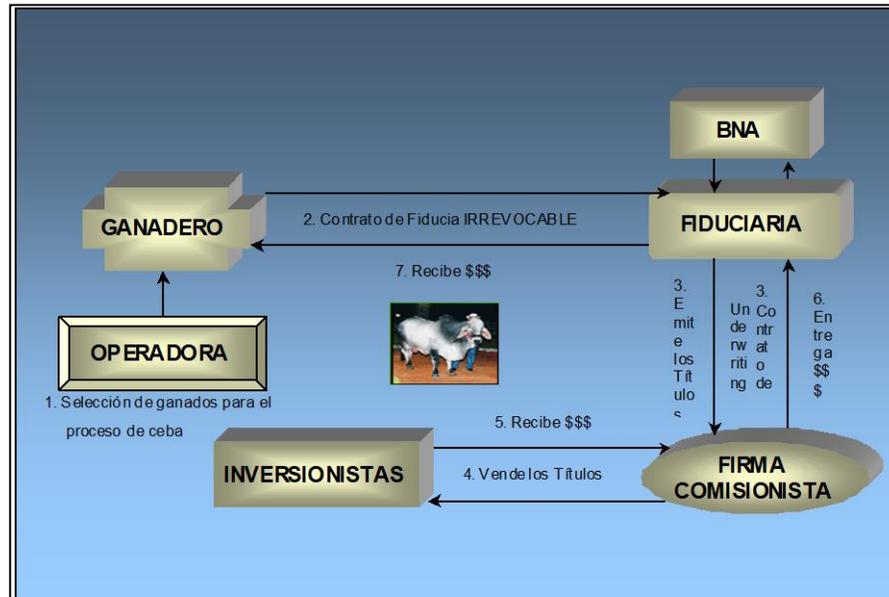
De esa forma se llegó a la reglamentación actual que está consagrada en la Resolución 400 de 1.995 expedida por la Sala General de la Superintendencia de Valores, la cual se constituye en la norma que reúne todos los requisitos y características de los procesos de titularización en Colombia.

La Superintendencia de Valores modificó la parte Pertinente en la Resolución 400, para que se acogieran como nuevos bienes titularizables, los productos agropecuarios y agroindustriales con el fin de fomentar el desarrollo en los procesos de titularización, y estimular la labor del Mercado Público de Valores.

¹ Superintendencia de Valores: <http://www.supervalores.gov.co> - Normatividad

3. LA TITULARIZACIÓN GANADERA

Figura 1. Esquema de la Titularización Ganadera



Es una innovadora estrategia de financiación para el sector agropecuario colombiano, que le permite a los ganaderos del país acceder directamente a nuevas fuentes de recursos del mercado de capitales para adelantar la actividad Ganadera.

Mediante este instrumento financiero se emiten títulos valores de contenido Crediticio, los cuáles están respaldados por un patrimonio autónomo constituido por novillos, **en el caso de ceba**, que han sido seleccionados con base en estrictos criterios técnicos de peso, edad y condición. Cada título representa un novillo y se emiten a un plazo de un año generalmente; aunque en la última emisión realizada Dic-03 se contempló la Serie B: 18 meses²; tiempo durante el cual se cumple con el proceso de engorde del ganado, objeto de la titularización. Con la venta de los novillos se asegura el pago oportuno del capital e intereses a los inversionistas y la rentabilidad a los ganaderos.

² BRC Investors – Sociedad Calificadora de Riesgos – Fidunion T.G 2003 Revisión Anual

3.1 AGENTE ADICIONAL DEL PROCESO

- **Firma Operadora:** Es un ente legalmente constituido y diseñado para realizar consultorías orientadas a estructurar procesos de titularización sobre activos subyacentes agropecuarios o agroindustriales en el ámbito nacional e internacional.

Dentro del proceso de titularización las responsabilidades principales son:

- La selección técnica de los Originadores.
- La selección del ganado a titularizar.
- La supervisión permanente del proceso de ceba dentro de cada una de las fincas participantes y la comercialización del ganado. Para este propósito ha desarrollado sus propios formatos de selección y mecanismos de control, los cuales han sido consultados y aprobados por la Fiduciaria.

3.2 FUNCIONAMIENTO DEL PROCESO

Los ganaderos que posean tierras y novillos con las condiciones requeridas para un buen desarrollo de ganado de carne pueden participar en estos procesos. Para ello deben inscribirse ante la firma operadora, la cual después seleccionará los ganaderos a participar.

Una vez se escojan los ganaderos y se valoren los novillos a titularizar, se establece un contrato de Fiducia Mercantil entre los Originadores o ganaderos y el Agente de Manejo del Proceso, constituyendo un patrimonio autónomo sobre el ganado seleccionado. Se firman además pólizas de seguros contra siniestros como hurto y terrorismo sobre los novillos.

El Agente de Manejo ofrece respaldo financiero si el ganadero no cuenta con los novillos suficientes o desea adquirir más, a través de una línea de crédito.

Finalmente, al culminar el proceso de engorde, los novillos son comercializados por la firma operadora. Del valor total de la venta se paga a los inversionistas su capital mas los intereses pactados, se cubren los gastos del proceso y se entrega a los ganaderos la utilidad correspondiente.

3.3 CARACTERISTICAS DE LOS TITULOS³

- Títulos: Títulos de Contenido Crediticio
- Ley de Circulacion: Nominativo
- Plazos: Serie A: 12 meses.
Serie B: 18 meses.
- Interés: D.T.F. + spread máximo de 4.5% E.A
I.P.C. + spread máximo de 12.0% E.A
- Periodicidad Pago de Intereses: pago único vencido
- Pago de Capital: Único al vencimiento.
- Activo Subyacente: Semovientes para proceso de ceba y los derechos económicos. Documento de cesión de los derechos de pasturas. Compromisos de ganado por parte del Fideicomiso.
- Valor del Patrimonio Autónomo: constituido por el valor total de los animales flacos y el valor de las pasturas.
- Monto mínimo: Es el valor de una unidad (un titulo), que se establece según el peso promedio del ganado seleccionado. El valor nominal de un titulo es el resultado de dividir el monto total de la emisión por el numero de títulos a emitir. En la ultima emisión en diciembre del 2003 el valor nominal fue de \$1.000.000.⁴

3.4 VENTAJAS Y DESVENTAJAS

Para el inversionista la Titularización es un proceso que le ofrece beneficios como:

- Posibilidad de invertir en procesos productivos del campo con una atractiva rentabilidad a la inversión.
- Seguridad de la inversión, dado que para este proceso se seleccionan los mejores ganaderos del país y se contratan pólizas de seguros por el 100% del valor del ganado.
- Los títulos son negociables en la Bolsa de Valores de Colombia S.A.
- Garantía de pago a su inversión, dado que el ganado titulado se comercializa a través de la Bolsa Nacional Agropecuaria en atractivas condiciones de mercado.
- En el valor del titulo se encuentra incluida una póliza contra hurto y siniestro, lo que hace que esta inversión sea mucho más segura.

Las desventajas para el inversionista son:

³ Bolsa Nacional Agropecuaria – Instrumentos Financieros

⁴ Superintendencia de Valores : <http://www.supervalores.gov.co> -Operaciones Autorizadas en oferta publica

- Como son títulos que ofrecen una rentabilidad a una tasa fija con referencia a la DTF del día de la emisión mas unos puntos adicionales, la rentabilidad del inversionista se va a ver afectada si esta tiene una tendencia a subir en el año.
- Los puntos adicionales a la tasa de rentabilidad se pueden ver deteriorados por una mala situación económica del sector ganadero en el momento de la emisión, ya que estos se fijan dependiendo de las condiciones vigentes del mercado al momento de realizar la oferta.

3.5 QUIENES PUEDEN INVERTIR

- Las Entidades financieras como los Bancos, Fondos de pensiones y Fondos mutuos.
- Las Empresas que quieran incursionar en nuevas alternativas de inversión, de una manera segura y con un excelente respaldo.
- Personas naturales interesadas en invertir en títulos ganaderos. El perfil del interesado podría catalogarse así:
 - Aversión al riesgo: Alto, Pues el rendimiento de la inversión es fijo desde el momento de la emisión del titulo. Adicionalmente existen mecanismos de seguridad que respaldan la inversión: La póliza cubre el 100% del valor del titulo; además el ganado seleccionado por la Firma Operadora es escogido estratégicamente en diferentes zonas del país con el objeto de diversificar el riesgo.

4. LA TITULARIZACION INMOBILIARIA

Figura 2. Esquema de la Titularización Inmobiliaria



Fuente: Sociedad Constructora Oikos

En la Titularización Inmobiliaria se encuentra la posibilidad de conformar el Patrimonio Autónomo con **inmuebles construidos**, en los cuales se puede contemplar que los inversionistas que adquieran los títulos emitidos participen en la valorización del inmueble y/o en los ingresos generados por el arrendamiento del mismo. También se pueden definir variantes en cuanto al destino del inmueble una vez finalice la titularización, bien sea venderlo o aplicar una opción o compromiso de recompra por parte del Originador.

De otra parte, la titularización inmobiliaria incluye la posibilidad de estructurar procesos a partir de **proyectos inmobiliarios**. En este caso, el patrimonio autónomo está conformado por el lote en que se construirá el inmueble, los estudios técnicos y de factibilidad económica, y el presupuesto de costos del proyecto. Esta figura constituye una interesante alternativa para la reducción de costos financieros en la construcción inmobiliaria y para facilitar la comercialización de proyectos. Estos esquemas también pueden concebir su conformación con sumas de dinero destinadas a la compra del lote o a la ejecución del proyecto. Adicionalmente, la titularización inmobiliaria incluye el

desarrollo de esquemas de titularización a través de **fondos inmobiliarios**, que son fondos comunes especiales destinados a invertir en inmuebles construidos, en proyectos inmobiliarios o en otros títulos emitidos en procesos de titularización inmobiliaria o de cartera hipotecaria.

4.1 TITULARIZACION DE INMUEBLES

La titularización de inmuebles puede orientarse hacia la vivienda o hacia las construcciones de índole comercial: bodegas, locales y oficinas. La casi totalidad de los procesos de titularización en Colombia se han llevado a cabo con construcciones de índole comercial como la construcción de vivienda que incentivan el mercado del sector y permiten disminuir las tasas de intermediación.

El Título valor le ofrece al inversionista la seguridad que necesita para prestarle el dinero directamente al comprador de vivienda. La intermediación del mercado de capitales, única que interviene en este caso, resulta inferior a la que ofrecen las entidades financieras, ya que éstas tienen que captar el dinero, manejarlo administrativamente e instalarlo en el mercado.

La titularización se propone básicamente partir las unidades inmuebles de tal manera que puedan ser adquiridas paulatinamente, sin necesidad de acudir a un endeudamiento. Las unidades pueden ser de \$ 10'000.000, como en caso de los Títulos Metro, o de \$ 1.000, como en el caso de **OIKOS**⁵. Por ejemplo si una persona no puede comprar una vivienda de ciento treinta millones de pesos; la puede ir comprando poco a poco, ya sea en 13 unidades de diez millones de pesos cada una, o en 130.000 unidades de \$1.000. Estas unidades pueden irse adquiriendo sin necesidad de endeudarse y sin riesgos.

4.2 CARACTERISTICAS DE LOS TITULOS⁶

- Títulos: Títulos de Contenido Crediticio, de Participación o Mixtos.
- Ley de Circulación: Nominativo o la Orden
- Plazo: Largo Plazo.
- Interés: D.T.F. + spread máximo de 4.5% E.A
I.P.C. + spread máximo de 12.0% E.A
- Periodicidad Pago de Intereses: Trimestral Vencido.
- Pago de Capital: Único al vencimiento.
- Activo Subyacente: El inmueble.

⁵ Sociedad Constructora: www.oikostitulos.com

⁶ BRC Investors – Sociedad Calificadora de Riesgos – Revisión Anual Títulos inmobiliarios

- **Valor del Patrimonio Autónomo:** El valor de los activos. Adicionalmente, formarán parte del Patrimonio Autónomo las sumas de dinero recibidas como canon de arrendamiento, las sumas que eventualmente el arrendatario deba cancelar por la terminación anticipada del arrendamiento de los bienes, las reconocidas por las compañías aseguradoras relacionadas con el pago de reclamaciones por los siniestros que pudiesen ocurrir, las percibidas por causa de las sanciones, los rendimientos generados por ellas y en general cualquier suma de dinero que reciba el Patrimonio Autónomo .
- **Monto mínimo:** Es el valor de una unidad (un título).
- **Rendimiento de los Títulos:** Los recursos para el pago de los rendimientos de los Títulos de Contenido Crediticio, serán obtenidos de los ingresos generados por concepto del pago del canon de arrendamiento de acuerdo con lo establecido en el contrato de arrendamiento, efectuado por el arrendatario o el tenedor de los inmuebles y/o las sumas que eventualmente éste deba cancelar por la terminación anticipada del arrendamiento de los inmuebles. Los Títulos de Contenido Crediticio generarán rendimientos desde la emisión de los mismos.

4.2.1 Otras Características

- **Valorización:** Resulta indudable que un inmueble al titularizarse incrementa notablemente su valorización. Esto se debe a que en forma de Títulos aumenta de manera considerable el mercado de posibles compradores. Existen muchos más compradores potenciales para esta clase de unidades, que para el edificio tomado como unidad indisoluble. Se trata de un verdadero proceso de comercialización, que valoriza los objetos por el solo hecho de poder ser vendidos : en el comercio se lo conoce como “venta al detal”. Es cierto que el proceso conlleva un costo, pero que se ve ampliamente compensado con el aumento del mercado de compradores. Esa valorización la adquiere también el inmueble titularizado, porque en ese nuevo estado tiene la posibilidad de acceder a nuevos mercados.

A esto se añaden los bajos costos de la comercialización. Porque un inmueble completo tiene que comercializarse mediante una escritura pública, que implica pagos a la Beneficencia, al Registro, al estudio de títulos, entre otros. Mientras un Título Valor puede simplemente endosarse y manejarse a través de una Bolsa de Valores; trámite mucho más económico, que le confiere al Título mayor atracción y por ende valorización.

- **Bursatilización:** El hecho de que el Título sea un documento bursátil, le otorga una liquidez y un interés muy grande como papel comercial. Porque resulta muy diferente poseer un Título Valor, a tener un papel de un derecho abstracto

o un documento ordinario. El Título le otorga al tenedor una serie de ventajas y beneficios que no poseen otros documentos donde constan derechos, tal como ocurre con las escrituras públicas.

De la bursatilización proviene entonces la más importante cualidad del Título Valor, como es la de incorporar derechos, convirtiéndolos en algo tangible, hasta el punto de que derecho y papel se convierten en una misma realidad física, que puede ser vendida, canjeada o dada en garantía mediante su entrega simple y el endoso hecho con las formalidades legales.

- **Versatilidad:** El hecho de que el Título Valor tenga por ejemplo un precio unitario de \$1.000 como valor nominal, lo hace muy versátil, ya que permite negociarlo en cantidades mucho menores a lo que serían los inmuebles iniciales, que por lo general representan valores de miles de millones de pesos.

Esto permite utilizar los Títulos para el pago de deudas u otros compromisos comerciales, o para ofrecer garantías. El hecho de poder utilizarlos en forma discriminada, facilita toda clase de transacciones y esto es una cualidad de la que carecen los inmuebles y por ello resulta tan difícil su negociación.

4.3 FUNCIONAMIENTO DEL PROCESO

En la titularización debe existir un Estructurador, un Fiduciario y un Propietario del inmueble; son las tres personas que ponen en marcha el diálogo. Una vez realizada la titularización debe existir un Administrador y un Promotor que impulse el mercado secundario, informe y organice a los inversionistas, este Administrador por lo general es el mismo Promotor. Las Fiduciarias que existen en Colombia no suelen estar especializadas en un solo objeto, sino que manejan diferentes tipos de Fiducia. Esto hace indispensable la presencia de un Estructurador especializado, conocedor del sistema de titularización, que lleve a cabo los estudios correspondientes. El Administrador continúa el manejo de los Títulos en el mercado, dándoles un soporte publicitario y comercial, y diagnosticando su evolución, para poder orientar las asambleas de inversionistas y los comités fiduciarios, con el fin de que se tomen las decisiones adecuadas para el futuro de los inmuebles, y por tanto de los Títulos.

Una vez emitidos los Títulos, estos son inscritos en la Bolsa de Valores y se procede a hacer la oferta pública. Al finalizar este proceso el Título queda inscrito en el mercado público de valores y puede hacerse publicidad sobre él⁷. Instalados los Títulos en dicho mercado primario, es cuando se da comienzo al mercado secundario. Este será el que realmente le otorgue vida al Título y es en él donde

⁷ Superintendencia de Valores –<http://www.supervalores.gov.co> – Normatividad

el Promotor y/o el Administrador juega un papel muy importante, en el sentido de continuar interesando al público por los Títulos, dando la información necesaria e incluso colaborando en el impulso del mercado secundario.

4.4 BENEFICIOS PARA EL INVERSIONISTA

- El inversionista encuentra que el arrendatario del inmueble le representa una gran fortaleza. Porque así como en un inmueble ordinario el arrendatario puede convertirse en una debilidad, al disminuirle la posibilidad de venta, en la titularización suele ser al contrario. Un arrendamiento seguro y sólido le incrementa al Título su valor y su liquidez, ya que los compradores de Títulos no buscan el inmueble como tal, sino la renta, que proviene del arrendamiento y de la valorización. O, en el caso de los Títulos de renta fija, de la tasa de interés fijada.
- La titularización inmobiliaria convoca no solamente a una gran cantidad de inversionistas individuales y personas naturales, sino también a instituciones tales como los Fondos de Pensiones y Cesantías, que en el mundo suelen ser los mayores compradores de este tipo de Títulos. Como se trata de papeles bursátiles que se comportan muy bien a plazos largos y poseen al mismo tiempo una gran seguridad, los inversionistas institucionales ven en ellos una inversión bastante atractiva. Esto hace obviamente que en el mercado de capitales y en las Bolsas de Valores se muevan con gran agilidad.

5. INVERSION EN ACCIONES

La posibilidad de invertir en acciones participando en una bolsa de valores, constituye una de las formas eficientes para lograr los propósitos de ambos, ya que las empresas obtienen los recursos para financiar adecuadamente sus planes de expansión, y los inversionistas participan en igualdad de condiciones en la generación de la riqueza que producen las empresas en las que se invierten

El enfoque que se le quiere dar a este portafolio de acciones difiere de otros en la sencillez y la claridad con la que se pretende mostrar a los inversionistas la forma de invertir su dinero eficientemente en acciones, sirviendo de apoyo para ampliar el conocimiento de estos instrumentos ofreciéndole a las personas una mayor perspectiva sobre el mercado accionario en nuestro país, y así permitir un mejor desarrollo y una oportunidad futura en el crecimiento de este mercado.

Además se quiere mostrar otra forma diferente de invertir el dinero en activos financieros de renta variable específicamente las acciones, las cuáles podrían resultar mas atractivas dadas sus altas rentabilidades, por encima de los demás instrumentos de inversión que se analizan en esta investigación, como lo es la Titularización Ganadera y la Inmobiliaria; teniendo en cuenta que para alcanzar estas altas rentabilidades se debe asumir un mayor riesgo.

Se debe realizar un análisis fundamental a través de las principales variables macroeconómicas que influyen en el comportamiento del precio de las acciones, a su vez un análisis por sectores con indicadores financieros y de mercado para tener un criterio más amplio que permita elegir las acciones que hoy son más representativas y generan mejores resultados para el inversionista.

5.1 ANALISIS FUNDAMENTAL

5.1.1 Entorno Macroeconómico.

Hace 10 años la Economía Colombiana contaba con una nueva alternativa para llevar al país a un nivel de desarrollo mas amplio, "LA APERTURA ECONÓMICA" pero hoy se nota que solo fue una idea ya que en realidad lo que le trajo al país es un estancamiento en su producción nacional, debido a la entrada de muchos productos extranjeros lo que conllevó a una notable disminución en el producto interno bruto, lo anterior se sustenta si tomamos como referencia los años 70 y los

80 donde la producción nacional crecía en promedio en 4%, en los años 90 decreció la producción al 2.7%⁸. Podemos decir que existen diversos factores que han llevado a nuestro país a lo largo de los últimos años al estado económico en que se encuentra, tales como: El conflicto armado, la crisis de países vecinos como Argentina y Venezuela, etc. Estos factores han incidido en que la producción baje, ya que por una parte las crisis de países vecinos hacen que sus economías en recesión no acudan a nuestro mercado para importar nuestros productos; a eso le sumamos la estampida de inversionistas que por el conflicto armado no quieren invertir sus capitales por el riesgo que esto conlleva al pertenecer a una economía que intenta surgir en medio de un conflicto agudizado.

A pesar de lo anterior, Colombia es un país fuerte que ha atravesado por buenos y malos momentos, situación que es notoria cuando se analiza el último año (2003-2004), en el cual la economía colombiana presentó resultados positivos que superaron las expectativas y reflejó mejores resultados con respecto a años anteriores. Si se profundiza sobre lo anterior, se pueden mirar dos puntos de vista: El interno, donde los aspectos fiscal y político fueron los más preponderantes; bajo un esquema de austeridad y eficiencia del gasto, así como desarrollo de estrategias de seguridad democrática, el país mantuvo la tendencia de crecimiento de los últimos años. Incrementos en la demanda agregada y en las transferencias provenientes del exterior, con una inflación relativamente baja y una tasa de cambio real competitiva incidieron positivamente en los resultados de fin de año.

En el punto de vista externo, los resultados obtenidos durante 2003 estuvieron acordes con el desempeño económico de Latinoamérica; aunque los países vecinos presentan situaciones políticas difíciles, la interacción económica del país con el resto del mundo permitió fortalecer las variables externas de nuestra economía. Un aspecto importante dentro del ámbito internacional, que debe tenerse en cuenta para la evaluación de la economía colombiana, fue el notable crecimiento que presentó la economía de Estados Unidos durante el tercer trimestre del año 2003, ya que además de ser la más grande del mundo e incidir directa o indirectamente en los resultados globales, es el principal socio comercial, y como tal, su fortalecimiento implica un mayor volumen de intercambio comercial entre los dos países con los consecuentes efectos sobre el sistema productivo nacional.

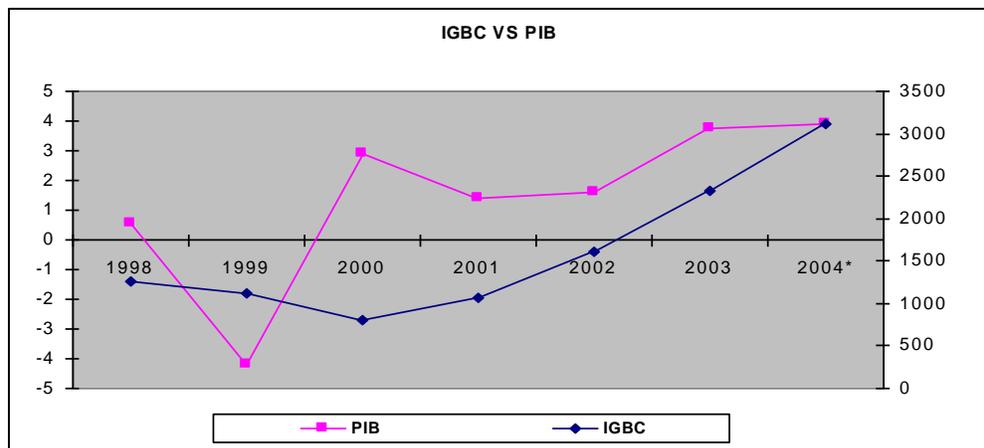
A continuación, se presenta un análisis más detallado de las diferentes variables macroeconómicas de más incidencia e interés, así como del comportamiento del mercado bursátil:

- **PIB.** El desempeño de la economía colombiana en el 2003 fue superior a lo esperado, con un crecimiento del PIB de 3.74% respecto a 2002, el PIB alcanzó la

⁸ Superintendencia de sociedades: <http://www.supersociedades.gov.co> – Informes de Gestión

tasa más alta de los últimos ocho años consolidándose el proceso de recuperación económica iniciado tres años atrás. En esta medida, la tasa de crecimiento observada se ubicó por encima de 3.0% para el primer trimestre del año en curso, debido al mayor dinamismo de algunos sectores que se vieron favorecidos por un repunte de la demanda interna y externa.

Gráfico 1. PIB Vs IGBC



Fuente Datos: Económica Tools for Investment Analysis

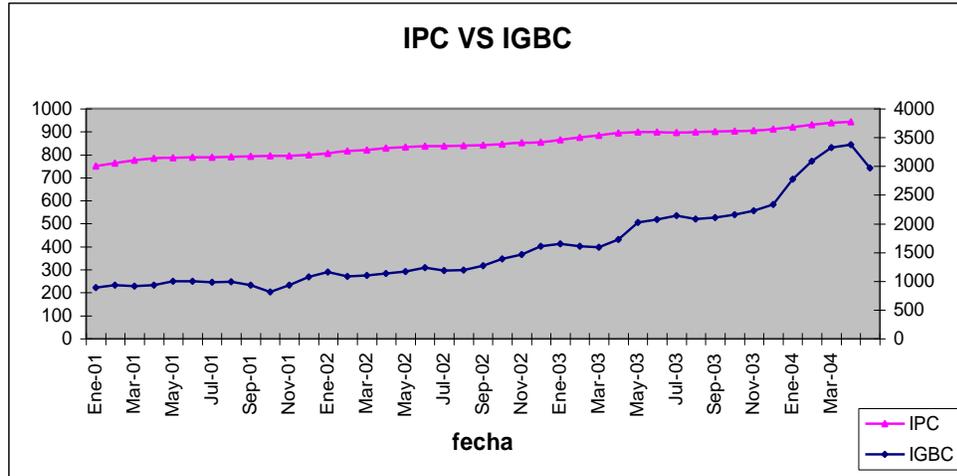
En relación con el IGBC, se aprecia un comportamiento directamente proporcional ya que el PIB, refleja la actividad económica del país y por ende influye en las expectativas de ganancias de las empresas que cotizan en bolsa, provocando que ante un mejoramiento de la actividad económica aumente la valoración de los activos financieros que representan a las empresas. Por otro lado un mayor nivel de ingreso bruto, es señal de un mayor ingreso disponible per cápita, aumentando la demanda de las acciones, lo que finalmente provoca un aumento en los precios de las mismas.

- **IPC.** De acuerdo con los datos suministrados por el Banco de la República, entidad encargada del tema en Colombia, la inflación para 2003 fue de 6.49%, 50 puntos básicos por debajo de la del año inmediatamente anterior (2002) cuando se ubicó en 6.99%.

La revisión de las tasas de crecimiento mensuales de la inflación durante 2003, permite encontrar tres diferentes escenarios de desempeño. El primero, presentado durante el primer trimestre del año, con una variación mensual elevada (valores superiores al 1%), acorde con el incremento de los bienes y servicios no transables como arriendo o educación. El segundo, entre mayo y octubre que

registro un comportamiento moderado explicado por la evolución del mercado de los bienes transables (productos agrícolas por ejemplo) y por una escasa variación

Gráfico 2. IPC Vs IGBC



Fuente Datos: Económica Tools for Investment Analysis

de los no transables. El tercer escenario corresponde al último bimestre del año, hay una marcada tendencia de crecimiento que permite prever un nuevo comienzo del ciclo inflacionario anual, con valores similares a los presentados en el primer trimestre de 2003.

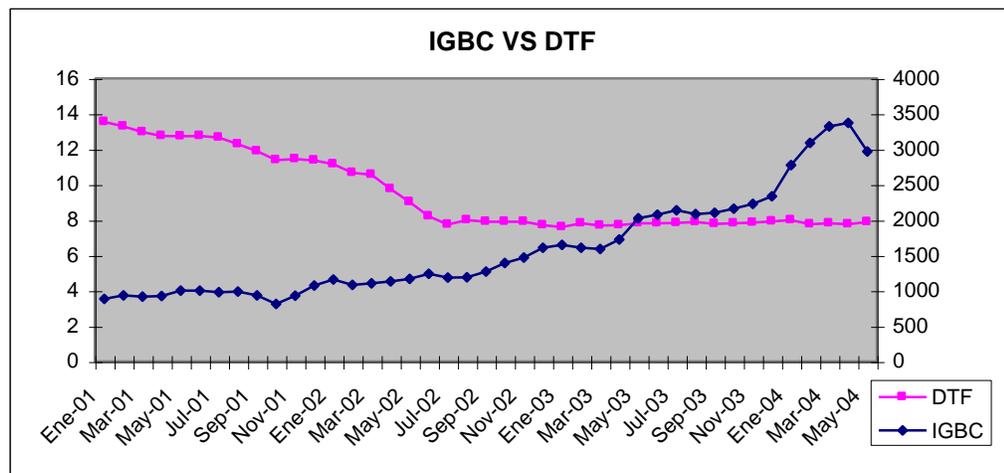
El comportamiento de la tasa de inflación durante 2003 podría explicarse en factores internos como el significativo incremento en precios de los servicios públicos y combustibles, la incidencia del clima y el paro de transporte en el precio de los alimentos y también factores externos entre los que se destaca el comportamiento de la tasa de cambio, devaluándose al comienzo del año y revaluándose a finales del mismo.

Como se ilustra en la grafica anterior, el indicador IPC tiene un comportamiento similar al IGBC, esto es porque la inflación tiene un gran efecto sobre los dividendos y sobre la tasa de capitalización, ya que significa precios al alza y tasas de interés también crecientes. Durante los períodos de inflación elevadas, las empresas aumentan sus costos y requieren de mucho dinero para mantener su crecimiento. Por lo tanto, muchas empresas limitan el crecimiento de sus dividendos por lo que disminuye la inversión en bolsa; mientras si la inflación disminuye las inversiones bursátiles son mas atractivas provocando un aumento en las cotizaciones, puesto que los inversionistas desean proteger su capital con inversiones de crecimiento que son normalmente en renta variable.

En el 2004 se cuenta con dos elementos que respaldan el comportamiento favorable de los precios durante el año, tal es el caso del efecto de la revaluación que ha abaratado el precio de los importados que hacen parte de la canasta familiar. Pueden presentarse presiones al alza debido a dos factores:

- La reversión de la tasa de cambio, que afectaría la inflación al productor, y el mismo encarecimiento de los insumos, como consecuencia de la mayor demanda que la reactivación económica acarrea consigo.
 - La tendencia alcista en el precio de los productos básicos.
- **DTF.** La tasa de captación por CDT a 90 días de los bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial (DTF) cerró el 2003 en 7,92% EA. Durante el 2003 se observaron dos aspectos importantes en el mercado de CDT a 90 días:
 - Se mantuvo relativamente estable el monto captado por el sistema financiero.
 - El valor y la volatilidad de la DTF cayeron drásticamente. Por un lado la DTF promedio en el 2002 fue 9,03% EA. mientras la del 2003 llegó a 7,79% EA.. Por el otro, la volatilidad (medida por la desviación estándar) pasó de 1,29% en 2002 a 0,17% en el 2003⁹.

Gráfico 3. DTF Vs IGBC



Fuente Datos: Económica Tools for Investment Analysis

A comienzos del presente año se ha visto un incremento debido a la reducción de

⁹ Corporación Financiera Suramericana: <http://www.corfinsura.com> – Investigaciones Económicas Mayo 14/03

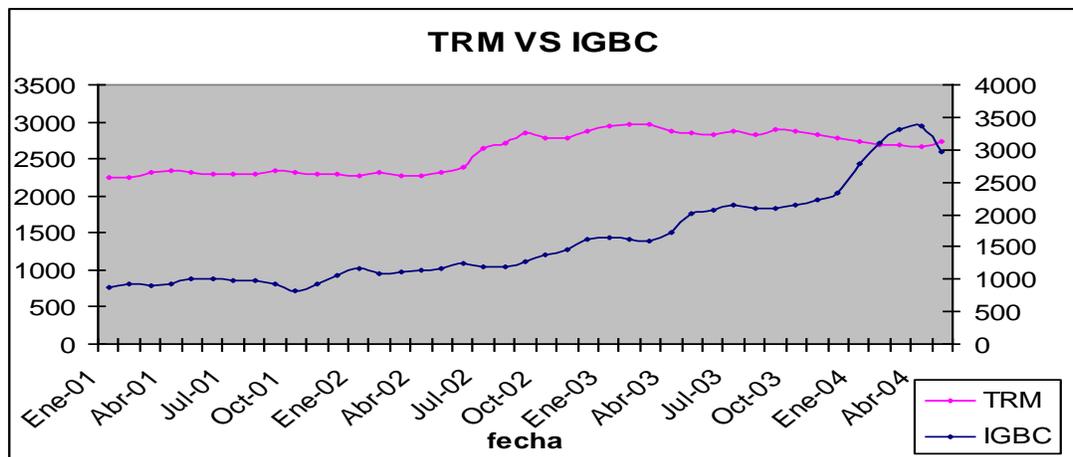
los montos captados por el sistema en CDT que hacen muy sensible al promedio ponderado a negociaciones puntuales de alguna entidad financiera. De todas formas, en lo que va corrido de este año esta tasa se ubica en 7,76% EA. en promedio diario, mientras la DTF de lo corrido del año es de 7,86% EA.

Se puede esperar para el resto del año presiones de las tasas de captación del sistema colombiano, en el caso de que se den incrementos en las tasas de referencia (FED) en los EEUU. En esas circunstancias, posiblemente el Banco de la Republica no tendría que aumentar tasas de referencia pues el mismo sistema se encargaría del ajuste.

El comportamiento de las Tasas de Interés con respecto al IGBC es inverso, ya que cuando el tipo de interés ofrecido por las entidades financieras aumenta, se puede dar un incremento de las cargas financieras de las empresas afectando a sus resultados económicos de forma negativa, provocando una reducción de los dividendos a distribuir y un descenso de las cotizaciones bursátiles. Por otro lado las disminuciones en los tipos de interés pueden ocasionar una reducción de los costos financieros de las empresas, mejorando sus resultados económicos llevando a repartir más dividendos por lo que las cotizaciones de las acciones aumentan.

- **TRM.** El promedio mensual de la tasa representativa del mercado (TRM) para 2003 presentó una revaluación anual de 5.07% al pasar de 2926.46 pesos por dólar en enero a 2778.21 pesos por dólar en diciembre.

Gráfico 4. TRM Vs IGBC



Fuente Datos: Económica Tools for Investment Analysis

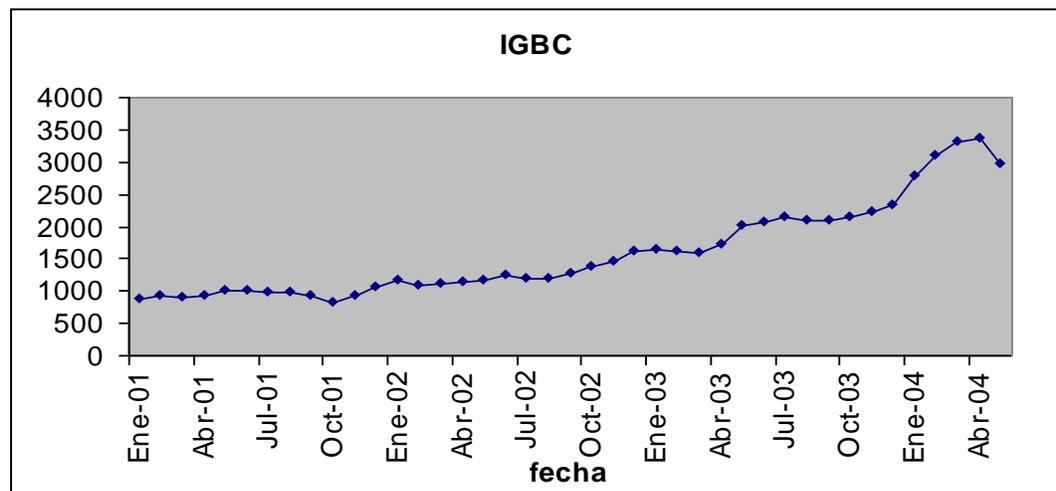
Dentro de las explicaciones contempladas para este comportamiento, que

distorsionó los resultados estimados, pueden mencionarse: la participación del gobierno nacional como oferente de dólares a través del crédito público; el significativo flujo de remesas, que para 2003 fueron mayores que los ingresos reportados por exportaciones de café; las bajas tasas de interés a nivel mundial, cuyo diferencial favorece a los resultados macroeconómicos de países emergentes como Colombia y, finalmente, la política expansiva de Estados Unidos que para incentivar la demanda agregada ha incrementado su gasto público, estimulando el déficit en cuenta corriente. Esta entrada de capitales ha provenido no solo de inversionistas foráneos, sino también de colombianos que han traído divisas invertidas en otros países o han disminuido sus flujos de inversión hacia fuera de Colombia.

El comportamiento de la TRM respecto al IGBC, se ve reflejado cuando el precio del dólar aumenta ya que cuando la empresas que cotizan en bolsa tienen deudas en el exterior, se ven afectadas las utilidades de forma negativa y por lo tanto retribuye en los precios y rentabilidades de las acciones.

- **IGBC.** Al cierre de 2003, el mercado accionario se recuperó de la caída presentada en el tercer trimestre la cual se presentó debido a la recomposición de portafolios hacia el mercado de renta fija, lo cual se revirtió en los últimos meses del año cerrando el 2003 en un máximo de 2,333.70.

Gráfico 5. IGBC



Fuente Datos: Economática Tools for Investment Analysis

Sin embargo, para el cuarto trimestre del 2003 el mercado de renta variable reaccionó al alza gracias a la caída del mercado cambiario y a los resultados financieros, especialmente de las cementeras, los bancos y algunas empresas del

sector de alimentos. Así mismo, durante el último trimestre de 2003, el mercado de renta variable registró un repunte en la capitalización bursátil de las empresas.

Observando el desempeño del IGBC se ha catalogado a las acciones como la mejor inversión en Colombia durante los primeros meses del año en curso y esto obedece a la mayor confianza en el país y a la gestión empresarial de ejecutivos, presidentes y juntas directivas de las compañías inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). Las empresas que cotizan en la BVC representan un sector cada vez más consciente de gobernar de una manera transparente sus empresas, con unos resultados financieros positivos y con una política de distribución de dividendos más atractiva. Cabe destacar que el descenso en la inflación, las bajas tasas de interés y la caída del dólar hace atractiva la inversión en acciones y moviliza recursos de otros mercados hacia la renta variable.

Los márgenes de rentabilidad de las cementeras presentan un notable crecimiento, sustentado en unos mayores ingresos operacionales y una controlada estructura de costos y gastos, se han traducido directamente en utilidades netas. Del lado del sector bancario se observa primordialmente una recuperación en la cartera de consumo, además de un sostenido comportamiento de los ingresos por comisiones. Finalmente, es destacable también la que en el primer bimestre del año, las ventas del comercio minorista registraron un buen desempeño, evidenciado en el crecimiento anual del 7.86% en el índice real de ventas calculado por FENALCO.

5.1.2 Análisis por Sectores.

Tabla 1. Ramas de Actividad por Crecimiento Económico

RAMAS DE ACTIVIDAD	CRECIMIENTO 2003
Agropecuario, Silvicultura, Caza y pesca	2.36%
Explotación de Minas y Canteras	11.04%
Electricidad, Gas de Ciudad y Agua	3.28%
Industria Manufacturera	4.23%
Construcción	11.61%
Trabajos de construcción y Edificaciones	19.19%
Trabajos y Obras de Ingeniería Civil	2.51%
Comercio, Reparación, Restaurantes y Hoteles	4.57%
Transporte, Almacenamiento y Comunicación	4.67%
Establecimientos Financieros, Seguros Inmuebles y Servicios a las Empresas	4.30%
Servicios sociales, Comunes y personales	1.31%

Fuente: Departamento Nacional de Estadísticas - Dane

La construcción y las actividades relacionadas con la misma fueron las ramas productivas que mayor crecimiento presentaron durante 2003 (11.61% y 19.19% respectivamente), seguido por explotación de minas y canteras (11.04%); en un rango menor de crecimiento encontramos las actividades de comercio, reparación, restaurantes y hoteles (4.57%) y la industria manufacturera (4.23%) y, finalmente, entre las ramas de actividad económica con crecimiento inferior, están las agropecuarias, Silvicultura, caza y pesca (2.36%) y la de servicios sociales, comunales y personales (1.31%).

En el primer trimestre del año 2004, el PIB por grandes ramas de actividad tuvo variaciones positivas, con respecto al primer trimestre de 2003: 1,37 por ciento en agropecuario, silvicultura, caza y pesca; 5,59 por ciento en explotación de minas y canteras; 4,55 por ciento en electricidad, gas de ciudad y agua; 4,36 por ciento en industria manufacturera; 12,14 por ciento en construcción; 55,86 por ciento en construcción de edificaciones; 5,76 por ciento en comercio, servicios de reparación, restaurantes y hoteles; 6,34 por ciento en transporte, almacenamiento y comunicaciones; 7,48 por ciento en establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas; 1,78 por ciento en servicios sociales, comunales y personales¹⁰.

Evidentemente esta en marcha un nuevo ciclo económico, en el que todos los sectores participantes del proceso productivo colombiano están en búsqueda de su pleno funcionamiento, de acuerdo con las necesidades propias de la economía. Además, las significativas tasas de crecimiento de la construcción, que podría calificarse como un sector altamente sensible al comportamiento económico, son reflejo de un entorno más dinámico y productivo.

5.1.2.1 Sector Construcción. El buen comportamiento de la construcción en el 2003 obedeció de nuevo a la actividad de vivienda, aunque se comenzó a ver un repunte en las grandes obras públicas. Finalizando el 2003 se aprobaron una cantidad significativa de m² en licencias de construcción, lo cual generó que el renglón de trabajos de edificación y construcción se expandiera.

Actualmente este sector ofrece un panorama atractivo para quienes estén interesados en invertir. Así, en las principales ciudades, la oferta crece en cantidad y calidad, y los inmuebles mantienen una recuperación persistente de precios, incluso los inmuebles usados, que venían perdiendo valor en términos reales, también empezaron a recuperar precio jalonados por los nuevos, que de por sí suben por encima de la inflación al ritmo de sus materiales y mano de obra. La compra de bienes para alquiler también retoma la fuerza perdida durante los años de crisis.

¹⁰ Revista Portafolio: <http://www.portafolio.com.co> - Junio/1/2004

El gran mérito de las iniciativas del gobierno para incentivar la construcción es que han llegado a todos los estratos, con un impacto positivo para la actividad. En ese contexto, los mejores indicadores económicos y el fenómeno de confianza desatado por las políticas de seguridad del actual gobierno han creado un ambiente propicio para invertir en finca raíz.

5.1.2.2 Sector Comercio. Uno de los sectores más competidos en Colombia ha sido el del comercio que podríamos llamar moderno o de las grandes superficies. En este sector se han construido muchísimos metros cuadrados nuevos, lo que ha implicado que todas las cadenas de supermercados, tanto las nacionales como las extranjeras, tengan que ser muy eficientes y por consiguiente aplicar estrategias y generar algunos cambios para mantener su posición en el mercado.

Estos cambios en el negocio del comercio minorista en Colombia se han visto impulsados por la entrada de grandes jugadores del negocio en el ámbito mundial al mercado local y la consolidación de los ya existentes. La entrada de estos nuevos jugadores ha sido a través de alianzas con inversionistas colombianos, que en su mayoría traían un conocimiento de las características de este negocio en el mercado colombiano. La evolución del sector en el país indica la presencia de un mayor nivel de competencia entre las cadenas ya existentes, con estrategias cada vez más agresivas que obligarán a las compañías a lograr ahorros internos importantes que soporten una eventual reducción de precios y de esta manera absorber la reducción en sus márgenes operativos. Además, esta alta competencia ha presionado también la implementación de estrategias que generen valor agregado a los clientes para así poder obtener de estos mayor fidelidad en primer lugar, y el diseño de estrategias para atraer a un gran potencial de compradores que hasta ahora son atendidos por las tiendas de barrio.

En lo que va corrido del año, las utilidades de las empresas del sector comercio inscritas en el Registro Nacional de Valores alcanzaron tan solo \$8.725 millones, prácticamente la mitad de las obtenidas durante igual período del año anterior. La caída de las utilidades del sector se explica por el deterioro del 66,3% en el resultado final del Éxito, el cual -a pesar de tener las ventas más altas del sector (\$1.449 miles de millones)- obtiene utilidades de \$5.527 millones. Por el contrario, Olímpica, con unas ventas de \$653.000 millones, obtuvo utilidades por \$8.047 millones y arrojó la mayor rentabilidad del sector con 1,23%. Por su parte, Carulla Vivero redujo levemente sus pérdidas al alcanzar por -\$4.849 millones¹¹.

5.1.2.3 Sector Industrial. La producción y las ventas continúan en la senda de crecimiento y la confianza sigue siendo un factor de toma de decisiones fundamental entre los empresarios. Adicionalmente, la reactivación del comercio

¹¹ Revista Dinero – Edición 187

con Venezuela, que según cifras del Dane pasó de 33 millones de dólares en el primer bimestre del año pasado, a 66 millones de dólares en el mismo período del presente año, y las ventas a Estados Unidos que han aumentado en 40 por ciento gracias al Atpdea, son cifras que nos permiten llegar a la conclusión de que la industria colombiana se está encaminando hacia un nuevo período de expansión, luego de la contracción de los años anteriores que se reflejaba en los porcentajes de crecimiento.

De la misma forma, se registra con positivismo que el comportamiento de la industria se expanda hacia otros sectores económicos, lo que, sumado a otros factores como las medidas macroeconómicas adecuadas, indica que este crecimiento industrial se debe traducir, en el mediano plazo, en crecimiento general. Adicionalmente, vale destacar que la recuperación de la economía venezolana, la reactivación de la estadounidense y el aprovechamiento de los acuerdos comerciales, deberán redundar en efectos positivos para la industria, vía exportaciones. Sin embargo, por el lado de las importaciones de bienes de capital para el sector, y de la demanda de energía, se percibe una desaceleración. La industria está haciendo su labor primordial de producir y proveer a la Nación de bienes; queda por ver de qué forma este crecimiento se comienza a transformar en empleo para los colombianos, que repercuta a su vez en un bienestar general para la nación.

5.1.2.4 Sector Financiero. La crisis del 99 fue la más profunda del siglo XX. Naturalmente, eso tenía que repercutir en los bancos. Hoy, la situación del sector está mejorando. Es notorio y visible en los resultados de las entidades y va de la mano de la situación del país. Aparte de la recuperación de la economía, que es el factor más importante, los bancos hicieron un enorme esfuerzo por mejorar la capacidad administrativa.

Actualmente las entidades financieras juegan un importante papel, lo cual se ha evidenciado en el desempeño del sector en los primeros dos meses de 2004. En efecto, el sistema ha alcanzado utilidades por \$508 mil millones¹², comportamiento que obedece principalmente a la mayor valorización de inversiones a precios de mercado. La salud de la banca que opera en el país se reflejó de esta manera no sólo en la disminución de los activos improductivos, sino también en el esfuerzo adicional de racionalización de gastos administrativos y el incremento en el margen financiero. Por lo anterior, y luego de la expansión observada en 2003 se espera un crecimiento significativo, lo anterior está sustentado en los beneficios tributarios de financiación para adelantar proyectos de reposición tecnológica tipo leasing, así como en el apoyo a los micro créditos por parte del Gobierno Nacional.

¹²Corporación Financiera Suramericana: [http:// www.corfinsura.com](http://www.corfinsura.com) - Informe Semanal 14/Mayo/04

5.1.2.5 Otros Sectores. Si bien la construcción favorece, a su vez a otros sectores como el Transporte, con la implementación del medio de forma masiva en diferentes ciudades, el crecimiento del sector se ve contrarrestado con el incremento en los precios de la gasolina y el desmonte de subsidios del ACPM, que incrementan los costos respectivos.

5.2 ANALISIS TECNICO

5.2.1 Mercado Accionario

En lo que va de 2004 el mercado accionario ha mostrado un excelente ánimo gracias a las positivas perspectivas de los inversionistas que le siguen apostando a la valorización de los títulos participativos de las empresas colombianas inscritas en la Bolsa de Valores de Colombia. De hecho las acciones del sector financiero y cementero jalonaron el mercado a comienzos de este año, llevando al IGBC a los picos actuales. Esto se debe básicamente a las buenas perspectivas que se avecinan para estos dos sectores en la economía de 2004 y que también impulsaron al mercado en 2003.

Como se puede apreciar, es importante para un mercado accionario profundizar sobre el estudio de métodos de pronósticos de precios de acciones con bases más científicas, que ayuden a los inversionistas a tomar decisiones de inversión y que le permitan tener una predicción mas acertada sobre los precios futuros de las acciones, que no recaigan simplemente en la intuición, buscando con ello incrementar las utilidades, esto se puede lograr por medio de herramientas de el análisis técnico.

Para dicho análisis se analiza el comportamiento de las acciones Nacionales clasificadas por sectores, entre las cuales se tienen:

Sector Construcción: Cementos Paz del Río, Cementos Argos y Cementos Caribe

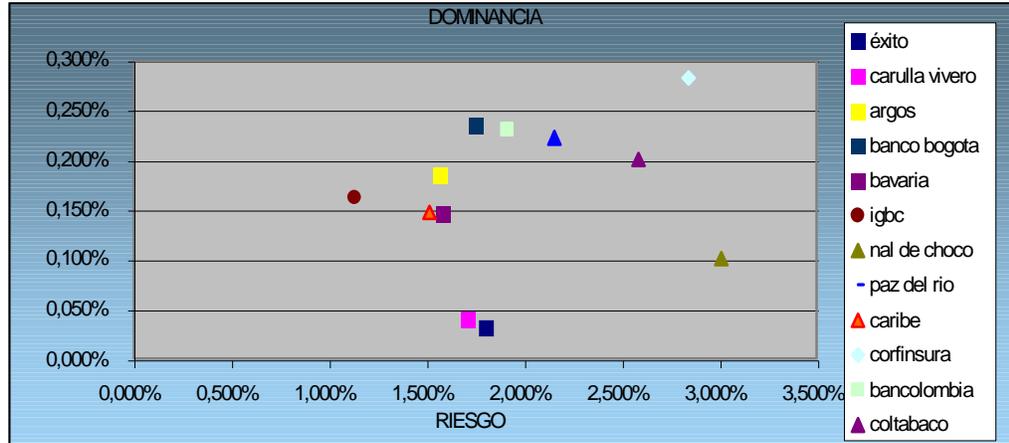
Sector Comercio: Compañía Nacional de Chocolates, Éxito y Carulla Vivero.

Sector Industrial: Bavaria y Coltabaco.

Sector Financiero: Banco Bogota, Bancolombia y Corfinsura.

Para conformar el portafolio, es preciso analizar el gráfico de Dominancia de las acciones, así como algunos indicadores como el UPA, dividendo YIELD y la rentabilidad sobre activos o ROA; ya que son parámetros confiables a la hora de escoger las mejores acciones para invertir. En éste gráfico (Dominancia) se compara riesgo vs rentabilidad y dependiendo del perfil de riesgo del inversionista se preseleccionan las acciones que conformarán el portafolio.

Gráfico 6. Dominancia por acciones



Fuente Datos: Económica Tools for Investment Analysis

Banco Bogotá presenta una alta rentabilidad (0,235%) a un menor riesgo (1,75%) comparada con las otras acciones del sector financiero; Cementos Argos presenta una buena rentabilidad (0,186%) con un nivel de riesgo aceptable (1,57%) comparada con las otras acciones del sector construcción; Almacenes Éxito y Carulla Vivero presentan baja rentabilidad (0,032% y 0,041% respectivamente) a un riesgo mínimo (1,78% y 1,71% respectivamente) comparada con Nacional de Chocolates con rentabilidad de 0,102% y riesgo de 3%. Por último la acción de Bavaria tiene una alta rentabilidad (0,147%) a un menor riesgo (1,58%) que Coltabaco la cual presentó una rentabilidad de 0,2% y un riesgo de 2,58% .

Según la rentabilidad que muestran las acciones en el gráfico de Dominancia se puede decir que las acciones más convenientes para invertir son Banco Bogotá, Bancolombia, Cementos Paz del Río, Corfinsura, Cementos Argos y si se tiene en cuenta solo el riesgo, las acciones más convenientes serían Cementos Caribe, Bavaria, Cementos Argos, Éxito, Banco Bogotá y Carulla Vivero. Para tomar una base se hizo una preselección de las mejores acciones teniendo en cuenta media rentabilidad y bajo riesgo conjuntamente; después de hacer un breve análisis al gráfico de Dominancia las acciones que hasta este nivel son las que van a conformar el portafolio son Cementos Caribe, Cementos Paz del Río, Bavaria, Cementos Argos, Banco Bogotá y Bancolombia.

El siguiente paso es hacer un análisis de los principales sectores económicos (Construcción, Financiero, Industrial y Comercial) teniendo en cuenta que el portafolio de acciones a elegir, se ha de basar no solo en indicadores de rentabilidad históricos de cada acción, sino también que tengan tendencia a mejorar; además hay que tener en cuenta el concepto de diversificación del portafolio, el cual consiste en no invertir todo en una misma canasta que en este

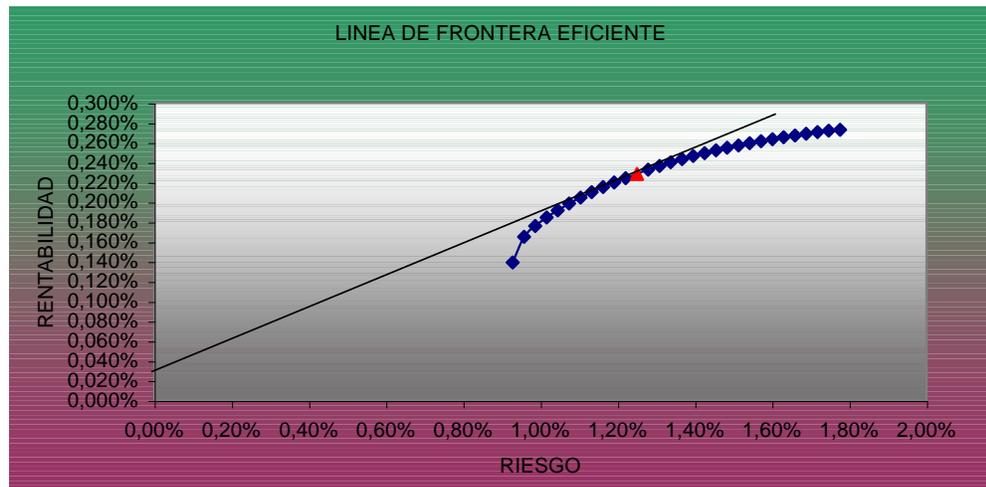
caso es un solo sector y hasta una sola acción.

Los resultados de dicho análisis arrojaron que las mejores acciones para invertir en cuanto a rentabilidad, riesgo, y las que han mostrado unos indicadores estables en general en los últimos 3 años con tendencia a mejorar son: Cementos Argos del sector cementos, Almacenes Éxito y Carulla Vivero del sector comercial, Bavaria del sector industrial y Banco Bogotá del sector financiero.

Para ver el análisis de forma mas detallada ver Anexo A – Análisis por Sectores e indicadores de mercado

5.2.2 Portafolio de Renta Variable (Acciones)

Gráfico 7. Línea de Frontera Eficiente



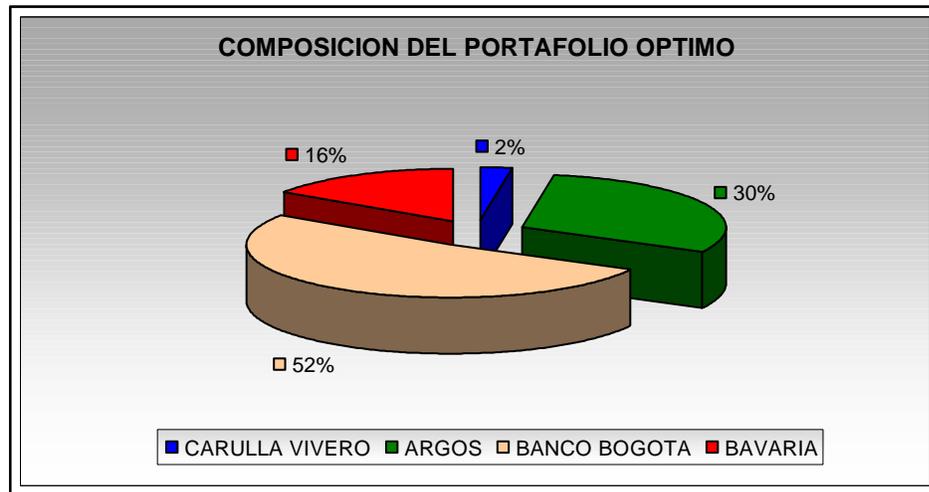
Para llegar a conocer la composición del portafolio óptimo, se hallaron las rentabilidades teniendo en cuenta los dividendos pagados desde el 2001 de las 5 acciones que se escogieron inicialmente; de esta forma se calculó la desviación y el riesgo del portafolio con el cálculo de la varianza, y la rentabilidad del portafolio con el coeficiente de correlación. Los resultados obtenidos se llevan a la herramienta de EXCEL Solver para construir 30 posibles portafolios que se grafican junto con un título libre de riesgo TES mayo 2005 (con rendimiento diario de 0.025%)¹³ para trazar la línea de mercado de capitales que representa carteras conformadas por combinaciones del activo libre de riesgo y de los títulos del portafolio óptimo.

¹³ Dato suministrado por Bloomberg

Para hallar la línea de frontera eficiente se hizo una regresión múltiple cuya ecuación es la siguiente:

$$y = -16,75x^2 + 0,5842x - 0,002407$$

Gráfico 8. Composición del Portafolio Óptimo



Por medio del modelo de valuación de activos (CAPM) se calculó el rendimiento esperado por acción teniendo en cuenta una prima de riesgo de 0.205%, una tasa libre de riesgo del 0.025% diario y los Betas calculados a cada una de las acciones (ver Tabla 2). Los cálculos arrojaron un rendimiento esperado para el portafolio óptimo de 0,1610% diario.

Tabla 2. Rendimiento esperado por acción.

ACCIONES	BETAS	RENTABILIDAD	RENDIMIENTO ESPERADO
ÉXITO	0,423581578	0,061%	0,111%
CARULLA VIVERO	0,061233506	0,062%	0,037%
ARGOS	0,821899104	0,205%	0,193%
BANCO BOGOTA	0,566268393	0,273%	0,141%
BAVARIA	0,787205782	0,162%	0,186%

RENDIMIENTO TOTAL	0,1610%
--------------------------	----------------

Luego de conocer la rentabilidad esperada del portafolio óptimo de acciones, es necesario conocer que porcentaje debo invertir en renta variable y en renta fija

respectivamente, pues no se debe conformar un portafolio sólo con renta variable, ya que es mucho más riesgoso y con la renta fija aunque se asegura un rendimiento mínimo, se reduce la aversión al riesgo.

Para obtener el porcentaje a invertir en renta fija y en renta variable, se utiliza la ecuación del Rendimiento Esperado:

$$R_e = W_v * R_v + W_f * R_f$$

En donde:

- R_e es la rentabilidad esperada del portafolio (0,1610% diario),
- R_v es la rentabilidad de la parte variable (del portafolio óptimo que es de 0,22860% diario),
- R_f es la rentabilidad de la parte fija (TES mayo 2005 que es de 0.025%),
- W_v es el porcentaje a invertir en renta variable y
- W_f es el porcentaje a invertir en renta fija.

Entonces la fórmula quedaría así:

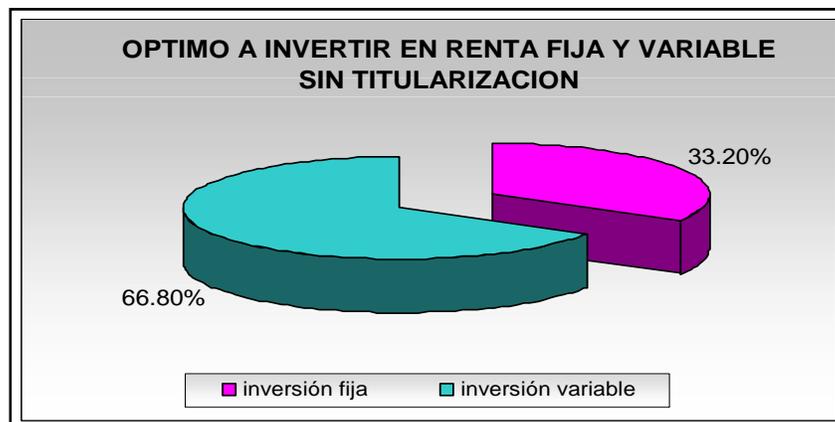
$$0,1610\% = W_v * 0,2294\% + W_f * 0,025\%$$

sabiendo que:

$$W_f + W_v = 1$$

Finalmente, para obtener la rentabilidad esperada del portafolio de 0,016% diario, hay que invertir un 33,20% en renta fija y un 66,80% en renta variable.

Grafico 9. Inversión en Renta fija y Renta Variable en el Portafolio de acciones



6. INVERSIÓN EN TITULARIZACIONES

Para comparar financieramente las alternativas de inversión propuestas es necesario estudiar los títulos por separado. Para evaluar las titularizaciones se obtienen los últimos títulos emitidos realizados en Diciembre del 2003 (Ganadera) y en Diciembre de 1999 (Inmobiliaria), el cual tiene un vencimiento de 1 año y 5 años respectivamente.

Tabla 3. Parámetros de las Titularizaciones

	TITULARIZACION GANADERA	TITULARIZACION INMOBILIARIA
Nombre del Título	Fideicomiso Fidución T.G 2003	Patrim. Autónomo Cartón de Colombia S.XXI
Fecha de Emisión	24/12/2003	17/12/1999
Clase del Título	Tit. Con. Crediticio	Tit. De Contenido Crediticio
Valor Nominal	1.000.000	1.000.000
Cantidad Emitida	37.771	30.000
Monto Emisión	3777.1	30.000.000
Inversión Mínima	1.000.000	1.000.000
Tasa de interés	MAX DTF+4,5%	DTF+4.5%
D.T.F E.A	7.88%	16.71%
% puntos	4.38%	4.0%
Tasa Facial E.A	12.38%	20.21%

Para evaluar las alternativas, se utiliza el método del flujo de Caja de Junio/04 a Dic/04, y se quiere ver el rendimiento que pueden tener, si estos fueran cedidos en el mercado secundario, teniendo en cuenta los mismos parámetros establecidos al momento de la emisión suponiendo que no sea modificada su rentabilidad al momento de cederlos.

La inversión inicial de cada titulo es de \$1.000.000.

6.1 INVERSIÓN EN TITULARIZACIÓN GANADERA



En la Titularización Ganadera faltan 203 días para su vencimiento. El valor Futuro obtenido es de \$1.114.111 con un DTF + 4.38%. La tasa para el 01/06/04 es de 7.89%¹⁴. El pago del capital mas los intereses es al vencimiento. Cabe recordar que a los rendimientos generados se le descuenta la retención en la fuente del 7%.

Con los datos anteriores se obtiene una TIR de 21.12%.

6.2 INVERSION EN TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA:



En la Titularización Inmobiliaria faltan 196 días para su vencimiento. Para el análisis de las inversiones es importante que los títulos tengan el mismo tiempo, por lo cual es necesario reinvertir \$1.025.389 en 7 días con una rentabilidad de 14.97%, para completar el mismo tiempo de la titularización ganadera. El valor Futuro obtenido es de \$1.028.174 con un DTF + 4.00%. La tasa es del día 01/06/04. Los cupones son trimestre vencido y el pago del capital es al vencimiento. A los rendimientos generados se le descuenta la retención en la fuente del 7%.

Con los datos anteriores se obtiene una TIR de 14.97%

6.3 PORTAFOLIO DE RENTA FIJA (TITULARIZACIONES)

Para la combinación óptima entre la titularización ganadera e inmobiliaria es necesario hacer un supuesto de la rentabilidad deseada en inversión fija por un inversionista (17% E.A), la cual se obtiene de un rango entre 14,97% E.A y de 21,12% E.A.

Para conocer los porcentajes a invertir se utiliza la siguiente ecuación:

¹⁴ Economática Tools for Investment Analysis

$$Rf = W_1 * R_1 + W_2 * R_2$$

En donde:

- Rf es la rentabilidad (supuesto) deseada del inversionista en renta fija 0,044% diario
- $R1$ es la rentabilidad de la titularización ganadera (0,0532% diario),
- $R2$ es la rentabilidad de la titularización Inmobiliaria (0,0388% diario),
- $W1$ es el porcentaje a invertir en titularización ganadera y
- $W2$ es el porcentaje a invertir en titularización inmobiliaria.

Entonces la fórmula queda así:

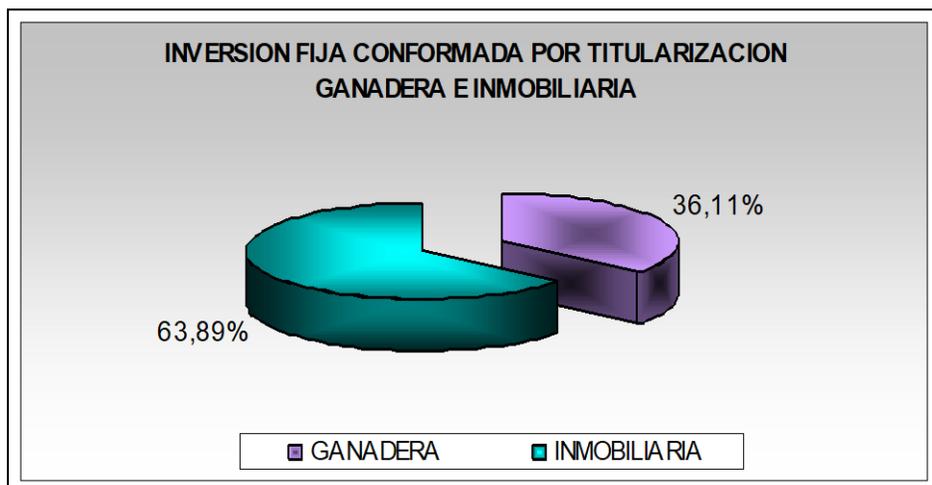
$$0,044 \% = W_1 * 0,052 \% + W_2 * 0,0388 \%$$

sabiendo que:

$$W_1 + W_2 = 1$$

Se concluye que para obtener la rentabilidad supuesta del 0,044% diario en Renta fija, hay que invertir un 36,11% en titularización ganadera y un 63,89% en titularización inmobiliaria.

Grafico 10. Inversión en Renta Fija (Titularizaciones)



7. PORTAFOLIO DE INVERSIONES

Cuando una persona toma una decisión de inversión, tiene en cuenta una vasta cantidad de elementos antes de ejecutar sus órdenes. Sin embargo, debe tener muy claro los rendimientos a los que puede aspirar y el riesgo que debe asumir.

Es ideal mantener una buena diversificación del portafolio, donde invirtiendo en acciones, y titularizaciones, se busque el beneficio de las correlaciones existentes entre los activos. Esta correlación permite alcanzar una mayor rentabilidad para el portafolio, para un nivel de volatilidad ajustado según el perfil de riesgo de cada persona.

No obstante, también se debe contar con algunos aspectos de cada mercado, que también son importantes a la hora de comparar las inversiones en cuestión:

- **Liquidez:** Las acciones, por tener un mercado o un lugar de reunión reglamentado y establecido de oferentes y demandantes, cuentan con un mayor nivel de facilidad para la redención y negociación de la inversión.
- **Montos mínimos de inversión:** Para las acciones el monto mínimo a invertir es determinado por las políticas acordadas de la empresa y en el caso de las titularizaciones estos activos pueden fraccionarse dando una facilidad de acceso para invertir.
- **Impuestos:** En el caso de las titularizaciones, el inversionista deberá pagar la retención en la fuente (7%)o, descontado de los rendimientos financieros obtenidos. Con respecto a las acciones, éstas poseen beneficios en materia de impuestos como la disminución del patrimonio líquido para efectos del cálculo de la base gravable del impuesto a la renta para aquellas personas que tributan bajo el sistema de renta presuntiva. Asimismo, al disminuir el patrimonio líquido, permite pagar un menor tributo en caso de que se decreta de nuevo un impuesto al patrimonio o la suscripción de nuevos Bonos de Paz¹⁵.
- **Riesgos:** Las acciones poseen mayor riesgo por tratarse de un mercado volátil y las titularizaciones están indexadas a la DTF, lo cual implica que poseen un riesgo mínimo del 0,5839% diario, calculado mediante la desviación estándar de la variación diaria de la DTF.

¹⁵ Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales: <http://www.dian.gov.co>

7.1 COMBINACION OPTIMA DE RENTA VARIABLE Y RENTA FIJA

La Renta variable y la Renta fija como inversión son buenos tipos de activos, que combinándolos mediante una óptima diversificación de portafolios se pueden llegar a obtener mejores rentabilidades que escogiendo solo uno. Por esta razón se quiere evaluar las tres inversiones propuestas en esta investigación para determinar si es posible que se cumpla lo dicho anteriormente.

Conociendo ya la proporción a invertir de las titularizaciones y de las acciones, se calcula el porcentaje a invertir en renta fija y el porcentaje en renta variable, con un R_e (acciones) de 0,1714% y un R_f (titularizaciones) de 0,044% ,rendimientos diarios respectivamente.

Tabla 4. Rendimiento esperado por acción con Titularización.

ACCIONES	BETAS	RENTABILIDAD	RENDIMIENTO ESPERADO
ÉXITO	0,423581578	0,061%	0,125%
CARULLA VIVERO	0,061233506	0,062%	0,055%
ARGOS	0,821899104	0,205%	0,202%
BANCO BOGOTA	0,566268393	0,273%	0,153%
BAVARIA	0,787205782	0,162%	0,195%

RENDIMIENTO TOTAL	0,1714%
--------------------------	----------------

La ecuación es la siguiente:

$$R_e = W_v * R_v + W_f * R_f$$

En donde:

- R_e es la rentabilidad esperada del portafolio del 0,1714%
- R_f es la rentabilidad fija supuesta del 0,044% diario
- R_v es la rentabilidad variable del portafolio del 0,2294% diario,
- W_f es el porcentaje a invertir renta fija y
- W_v es el porcentaje a invertir en renta variable.

Entonces la fórmula queda así:

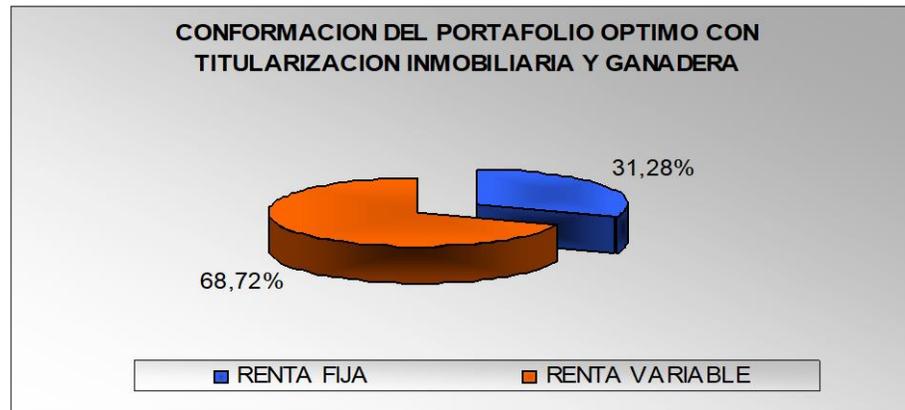
$$0,1714\% = W_v * 0,2294\% + W_f * 0,044\%$$

sabiendo que:

$$W_f + W_v = 1$$

Finalmente se determinó que la parte fija conformado por titularización ganadera e inmobiliaria es del 31,28% y la parte variable conformado por las acciones de Carulla y Vivero, Éxito, Bavaria, Banco Bogotá y Cementos Argos es del 68,72%

Grafico 11. Combinación óptima de Renta Variable y Renta Fija



En conclusión es mejor conformar un portafolio de inversiones compuesto por la titularización ganadera, la titularización inmobiliaria y acciones, pues de esta forma se diversifica el riesgo y se obtiene una mejor rentabilidad. Porque al evaluar las alternativas por separado, sería mejor invertir en el portafolio de acciones, pero hay que tener en cuenta que se tiene mucho más riesgo.

Dependiendo del perfil de riesgo del inversionista, se aconseja que tome determinado opción de inversión, esto es:

Tabla 5. Perfil de Riesgo

PERFIL DEL INVERSIONISTA	CLASE DE INVERSIÓN ACONSEJADA	RENTABILIDAD ESPERADA DIARIA
Agresivo	Solo acciones	0,1610%
Moderado	Acciones y Titularizaciones	0,1714%
Conservador	Mejor opción de las titularizaciones (ganadera)	0,0532%

8. ACTUALIDAD Y TENDENCIA DE LOS TITULOS

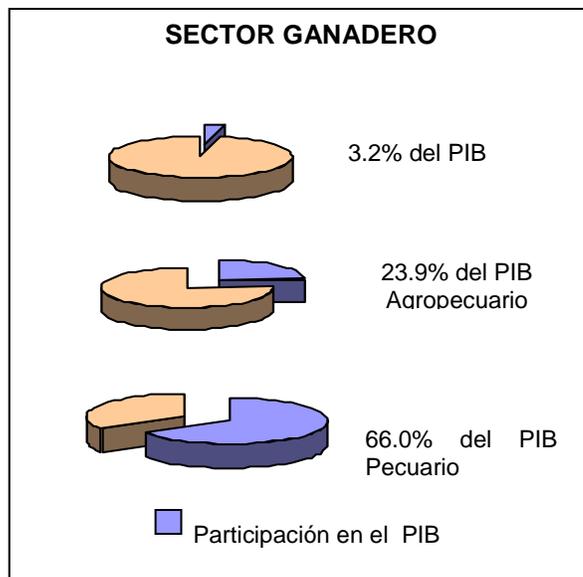
8.1 SECTOR GANADERO

El Sector Ganadero que ha tenido gran influencia por la **Titularización Ganadera** y a convocado a un buen número de inversionistas en torno a un sector como este, que había sido considerado de alto riesgo por la inseguridad del país

Para entender la anterior situación es necesario hablar un poco mas del comportamiento que ha tenido el sector y vislumbrar un posible horizonte hacia donde se dirige. En este punto se puede comentar la coyuntura y las variables que hacen parte del negocio ganadero para entender los resultados, los cuales se miden en cifras concretas de sacrificio, de tamaño del hato nacional, de producción de leche, de exportaciones e importaciones, de costos de producción, en fin, de una serie de variables preestablecidas que permiten llegar a una cifra de crecimiento anual.

Grafico 12. Participación del Sector Ganadero en En el PIB

En términos agregados la ganadería mostró un crecimiento ponderado en valor del orden del 3.2%, toda vez que la ligera disminución en el sacrificio de bovinos (0.8%) fue contrarrestada por el efecto precio del Ganado gordo (variación del sacrificio en valor de +3.8%) y por el incremento en la producción de leche (+1.5% y +2.7% en términos de volumen y valor respectivamente) y en el inventario ganadero (+1.9% en volumen y +1.3% en valor)¹⁶. Así las cosas, la ganadería contribuyó positivamente al dinamismo del sector agropecuario durante el 2003 y dejó sentadas las bases para un crecimiento sostenido durante el 2004.



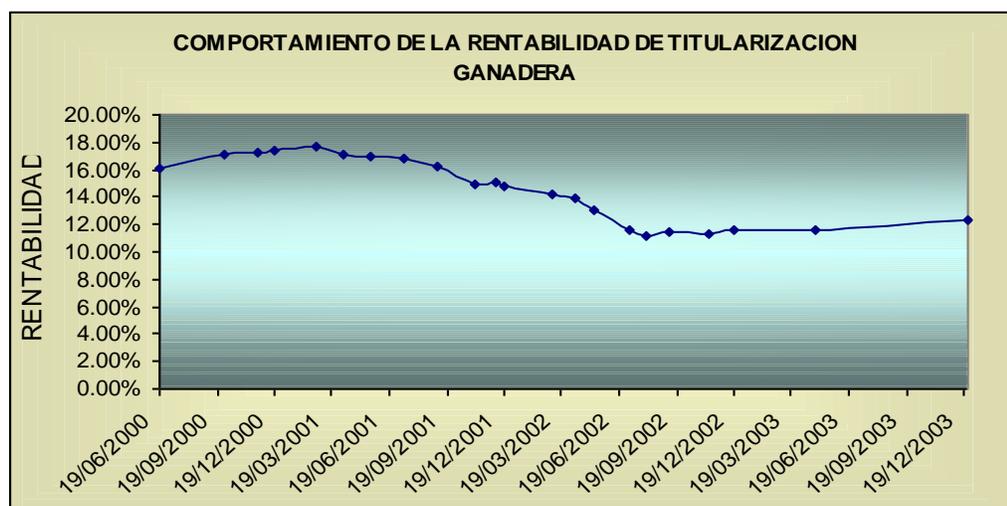
Fuente: FEDEGAN, con base en participación en el valor de la producción

¹⁶ www.cartafedegan.com - Estadísticas

Como se mencionó anteriormente, este componente del análisis del comportamiento de la ganadería colombiana durante 2003, se refiere más a un balance sobre las condiciones generadas que impactaron durante el mismo año o que presentaron bases para la construcción de un mejor escenario futuro para la ganadería colombiana, condiciones generadas tanto por agentes externos como el Gobierno Nacional y sus entidades, o bien, por el mismo gremio ganadero dentro de sus acciones de fomento.

A continuación se observa el comportamiento que ha tenido la titularización ganadera dentro del Sector y un breve análisis de las rentabilidades que ha generado para los inversionistas.

Grafico 13. Comportamiento de la Rentabilidad de la titularización Ganadera



Fuente Datos: Superintendencia de Valores – Ofertas Publicas

Desde la primera emisión que fue realizada en el año 2000, este proceso ha mostrado altos rendimientos porque sus condiciones han permitido romper el miedo del emisor y del inversionista ya que se aceptan garantías diferentes a los inmuebles y además ha representado un mayor acceso de los ganaderos a recursos frescos en momentos en que la inversión del sector se encontraba en caída.

Sus emisiones han tenido calificaciones significativas, la mayoría han obtenido BCR 2-DP1 nivel alto (Ver Anexo C), lo cual representa también un factor determinante para el inversionista a la hora de tomar decisiones.

A pesar de esto, se observa que las rentabilidades a partir del 2002 tuvieron un descenso ya que se presentaron algunos percances económicos como los siguientes:

- Siniestros de ganado presentados en el 2003 equivalente a 1.950 cabezas de ganado¹⁷.
- Factores climatológicos que no permitieron el logro del peso estimado para sacrificio.
- Baja en los precios del ganado gordo.

Las causas anteriormente mencionadas, conllevo a que la calificadora de riesgos BRC Investor Services, bajaran la calificación de los títulos GANAR 2000 A, para la series 19 y 20 de (BRC 2 +(más)) a (BRC 4) correspondiente a la categoría del grado de alto riesgo. No obstante lo anterior, la titularización ha sido exitosa desde el punto de vista de los inversionistas, toda vez que se han honrado las obligaciones derivadas de los títulos emitidos en su totalidad y a tiempo; y de otra parte se están adelantando todas las acciones conducentes a la recuperación de las sumas descritas, para lo cual Fiducolombia está realizando el recaudo que por concepto de solidaridad está pendiente de ser cumplido por algunos ganaderos Originadores; y se están llevando a cabo todos los procesos judiciales en el caso en que ello ha sido necesario.

Como se observa, el proceso tiene garantías y avales que se hacen efectivos en el momento que así lo requiera, y para este año las cosas comenzaron mucho mejor por las políticas gubernamentales que han propiciado un mejor escenario con mayor seguridad. A muestra de esto la titularización se ha puesto en marcha de nuevo con una nueva emisión realizada en Diciembre del 2003, que además contempla la posibilidad de realizar el proceso con serie B: 18 meses.

Como dijo Jorge Visbal Martelo, Presidente Ejecutivo de Fedegán: *“Colombia tiene lo que el mundo quiere: carne y leche de excelente calidad, y el tratado de libre comercio con estados unidos, será nuestra llave maestra para acceder con fuerza a los mercados internacionales. Ese es el futuro inmediato de la ganadería colombiana, al que, no obstante, hemos llegado a pesar de muchas dificultades y amenazas. son cuarenta años en que los ganaderos hemos sido expoliados por la extorsión, el abigeato y, más recientemente, la salvaje matanza del ganado a bala y a machete”*¹⁸

¹⁷ Bolsa Nacional Agropecuaria – Informe Anual 2003

¹⁸ Intervención del Doctor Jorge Visbal Martelo, Presidente Ejecutivo de Fedegan, en el acto conmemorativo de los 40 años de la Federación – 10 Diciembre 2003

8.2 SECTOR INMOBILIARIO

Por otra parte los **títulos valores inmobiliarios** son otra opción que ofrece el mercado. Estos nuevos papeles se originan en procesos de titularización de activos inmobiliarios los cuales se ha llegado a pronosticar que la titularización será para el mercado inmobiliario lo que el UPAC ha sido para la construcción. Se trata de un instrumento que canalizará importantes volúmenes de capital hacia el desarrollo de proyectos cuyo impacto urbano transformará las ciudades del país.

En la actualidad el mercado de los derechos fiduciarios se ha incrementado gracias al ingenio de empresarios que han creído en este tipo de inversión, ya que ofrecen una participación sobre inmuebles ya construidos y de alta valorización que constituyen derechos de bajo riesgo cuya rentabilidad es superior a la ofrecida por el mercado de capitales

Hay que ser conscientes de que se trata de inversiones de largo plazo. Es conveniente dotar a estos derechos de atributos similares a los de un título valor con el fin de hacerlos más competitivos para poder avanzar hacia un mercado secundario en donde participen activamente los inmobiliarios, se logre una adecuada formación de precios y se pueda obtener liquidez inmediata. Si esto se alcanza, habrá señales claras en el mercado sobre las tendencias que presenta el valor de la propiedad raíz representada por derechos fiduciarios

Para hablar del **sector inmobiliario**, es importante describir la renta total de una propiedad raíz que es la suma del alquiler (canon de arrendamiento) y la valorización o desvalorización del inmueble, para entender de donde provienen los rendimientos de las inversiones.

La renta mensual, derivada del alquiler de la vivienda y expresada como porcentaje del valor comercial de la misma, oscila entre el 0.5 y el 1.0% mensual¹⁹, rango que depende de la ciudad, de la localización y del estrato socioeconómico del inmueble.

En algunas ciudades colombianas la propiedad raíz renta más que en otras, y en los estratos altos renta menos que en los bajos. Al cálculo del valor recibido por el arrendamiento deben descontarse la vacancia –que equivale al monto dejado de percibir durante el lapso en que permanece desocupado el inmueble mientras ingresa un nuevo inquilino²⁰– y los costos inherentes a la propiedad del bien. El más representativo de éstos es el Impuesto Predial Unificado, el cual expresado como porcentaje del canon mensual de arriendo representa entre 0,5 y 1 canon mensual, siendo el menor el de la vivienda de estrato bajo.

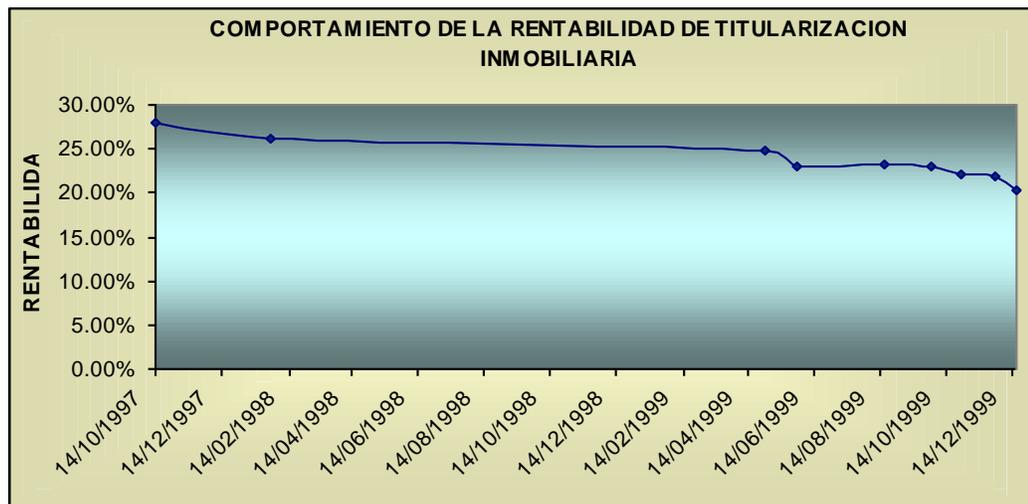
¹⁹ <http://www.propiedades.com.co>

²⁰ <http://www.propiedades.com> - Glosario

A manera de recuento, según estudios de FEDELONJAS, durante el último boom de la construcción (1992–1995), la rentabilidad anual promedio de la vivienda superó el 50% nominal. Al hacer este mismo análisis para la época de la crisis subsiguiente (1996–2001), la vivienda en Colombia transitoriamente dejó de ser una buena inversión, toda vez que al restarle la desvalorización al ingreso por alquiler, resultaba una renta promedio del 4% anual (tasa real negativa al descontar la inflación para cada período anual). A partir del año 2002 se inició la recuperación de precios hasta llegar al año 2003 en el que la vivienda volvió a la tradicional senda de crecimiento y se constituyó nuevamente en alternativa de ahorro e inversión para las familias colombianas.

La siguiente grafica muestra que la titularización inmobiliaria ha generado rendimientos altos desde sus primeras emisiones, manteniéndose constante a través del tiempo. También se puede ver que no se han hecho mas emisiones desde 1999, ya que los tenedores de los títulos mantienen sus inversiones hasta el vencimiento, evitando la participación de otros inversionistas en el mercado secundario.

Gráfico 14 Comportamiento de la rentabilidad de la titularización Inmobiliaria



Fuente Datos: Superintendencia de Valores – Ofertas Publicas

Para dar una visión mas amplia del contexto en el cual se pueden desenvolver estos títulos de renta fija se debe tener en cuenta que si hay un aumento en la principal tasa de interés de referencia de Colombia (DTF), estas inversiones cuyo rendimiento este ligado a este índice serán más atractivas.

Las perspectivas del mercado de capitales para el año 2004 son buenas, ya que las medidas de ajuste económico y de reforma política que impulsa el Gobierno del presidente Álvaro Uribe Vélez restablecerán la confianza de los inversionistas nacionales y extranjeros para desarrollar el mercado de capitales en Colombia. El mercado de valores tiene la gran oportunidad de desarrollarse, gracias a las positivas medidas de ajuste estructural, con lo cual se ayude a la financiación de la vivienda, el Estado y las empresas.

Por lo tanto se invita al inversionista a contemplar mas de cerca las variables económicas que rigen el comportamiento del país y que pueden influir en estos títulos. Puede remitirse al capítulo 5 página 24 donde encontrará un análisis macroeconómico que será de mucha ayuda a la hora de tomar decisiones importantes para sus inversiones.

9. CONCLUSIONES

- Existen diferencias entre las titularizaciones las cuales consisten en que la Titularización Inmobiliaria ofrece 3 clases de títulos: de contenido crediticio, de participación y mixtos , y la Titularización Ganadera solo emite títulos de contenido crediticio. Otra diferencia significativa radica en que la Titularización Ganadera tiene un participante adicional que es la Firma Operadora el cual se encarga de hacer un acompañamiento técnico al ganadero con el fin de asegurar la ganancia de peso del ganado y de esta forma el pago a los inversionistas.
- El Portafolio Optimo de acciones esta conformado por el 66,80% de inversión variable, el cual consta de las acciones de Bavaria en un 15,69%, Cementos Argos en un 30,26% , Banco Bogota en un 51,62%, Carulla Vivero en un 2,4% y Almacenes Éxito en un 0%. El porcentaje de inversión fija es del 33,20% conformado por un TES mayo de 2005 con tasa de 0,025% diario. El rendimiento y riesgo total del portafolio es de 0,229% y 1,259% diario respectivamente y el rendimiento esperado es de 0,1610% diario.
- La combinación optima del portafolio de inversiones esta conformado por el 31,28% en inversión fija, el cual a su vez constituye del 100% un 36,11% de titularización ganadera y un 63,89% de inmobiliaria; y la parte variable por las mismas acciones mencionadas anteriormente y con su respectivo porcentaje de participación.
- La mejor alternativa de inversión es en Acciones, pues arroja mayor rentabilidad pero a su vez mayor riesgo; por otra parte la mejor alternativa de inversión en renta fija es en titularización Ganadera, pues es a corto plazo, posee el mismo riesgo que la titularización inmobiliaria (hablando de la desviación de la DTF que es de 0,5839% diario calculada desde el 1 de enero del 2002) y tiene mayor rentabilidad de 21,12% E.A frente a la inmobiliaria que es de 14,97% E.A.
- Se sabe que aunque existe la titularización como mecanismo de financiación que prevé de cierta liquidez el sector ganadero, se presentaron ciertas deficiencias que nos permiten indagar en su búsqueda y hacer un bosquejo que permita la eliminación de sus riesgos en un nivel confiable de

probabilidad debido a ciertos pormenores que ha tenido en su estructuración, su principal problema por así decirlo fue la quiebra de su unidad operadora en el 2002, lo cual crea de cierta manera incertidumbre ante las expectativa de nuevas emisiones.

- Una de la fallas que se pudo observar con esta investigación y atañe a la titularización ganadera, ha sido no tener esquemas de comercialización bien definidos, en caminado a la exportación de carne en canal. Se tienen esquemas de titularización que no manejan en otros países, pero se presentan fallas en los canales de distribución. Este mecanismo se conforma con el comercio interno que son los supermercados, frigoríficos y algunas instituciones asegurando que solo algunas de estas opciones efectuó el pago oportuno del capital. Esta situación puede afectar el proceso y retribuir en el comportamiento de las rentabilidades, puesto que los inversionistas analizan la seguridad y calidad de los títulos.

BIBLIOGRAFÍA

BOLSA NACIONAL AGROPECUARIA. Javier Caro. Administrador del sistema. División de Instrumentos Financieros. Bogotá

COPORACION FINANCIERA SURAMERICANA .S.A. Proyecciones macroeconómicas.

SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Emisores y agentes, Operaciones autorizadas a mayo del 2004.

GABRIEL DIAZ. Presidente de la Sociedad Constructora Oikos S.A. LA TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA.

FINANZAS CORPORATIVAS. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield y Jeffrey F. Jaffe. Mc Graw Hill. Quinta Edición. Capítulos 9 y 10.

COMISIONISTAS DE COLOMBIA. Federico Aveich. Trader Financiero. Bucaramanga.

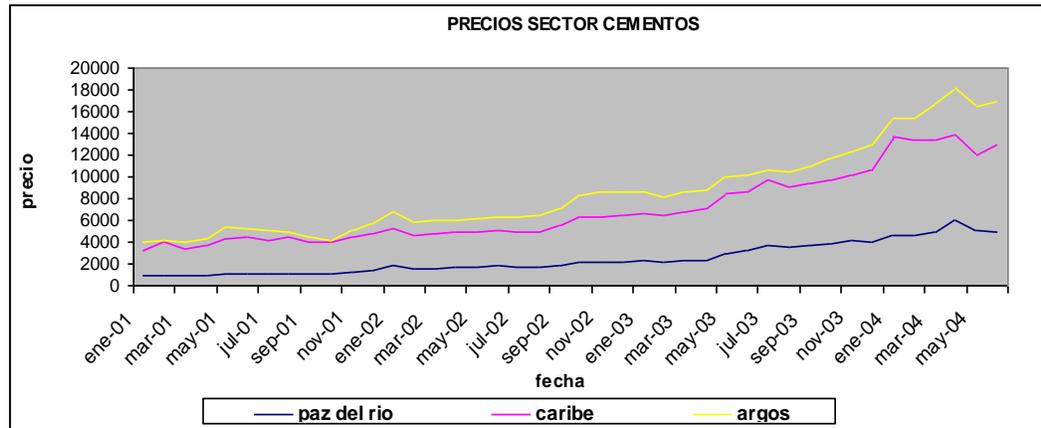
REVISTA ECONOMIA BURSATIL DEL SECTOR AGROPECUARIO. Bolsa Nacional Agropecuaria. 2002

ANEXOS

ANEXO A. ANÁLISIS POR SECTORES E INDICADORES DE MERCADO

SECTOR CONSTRUCCION

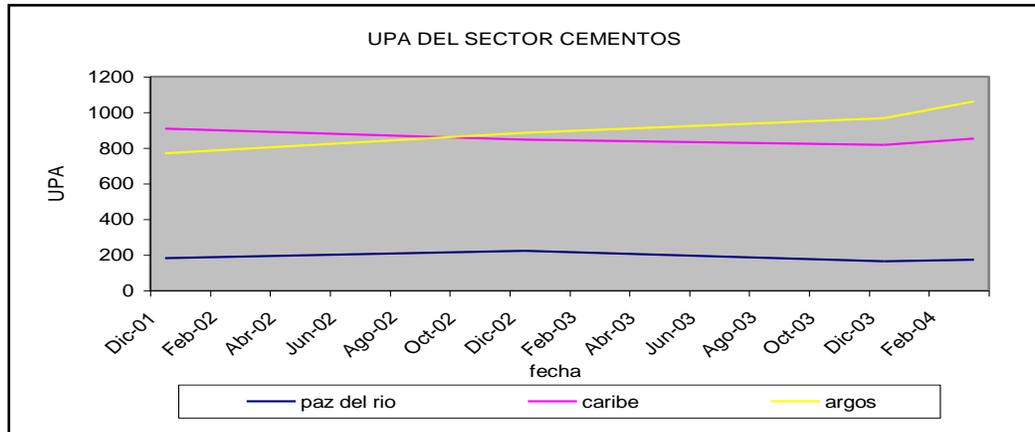
Grafico 15. Precio Sector Cementos



Fuente Datos: Economática Tools for Investment Análisis

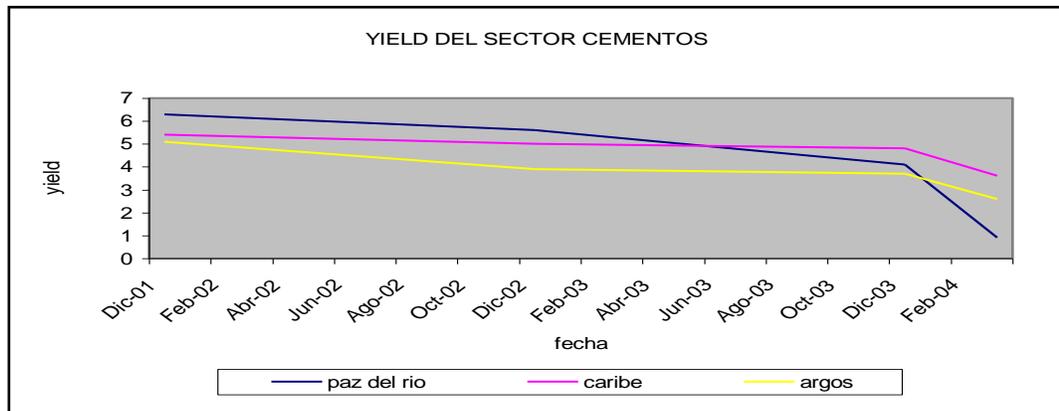
En esta grafica podemos apreciar el comportamiento que han tenido los precios de las acciones del sector Construcción, en la cual vemos que las acciones han tenido una tendencia al alza en el ultimo año. Cementos Argos presenta el mayor precio, seguido de Cementos Caribe y las acciones de Paz del Río tienen una tendencia a la baja en el ultimo periodo.

Grafico 16. UPA Sector Cementos



Las Utilidades por acción presentadas por cada una de las acciones nos muestran que Paz del río y Caribe se han mantenido estables desde los últimos años y presentan un UPA a finales de marzo del 2004 de \$174,06 y \$853,53 respectivamente, a diferencia de Argos que presenta un incremento en sus utilidades terminando el mes de marzo con un UPA de \$1.060,39y con tendencia a seguir subiendo.

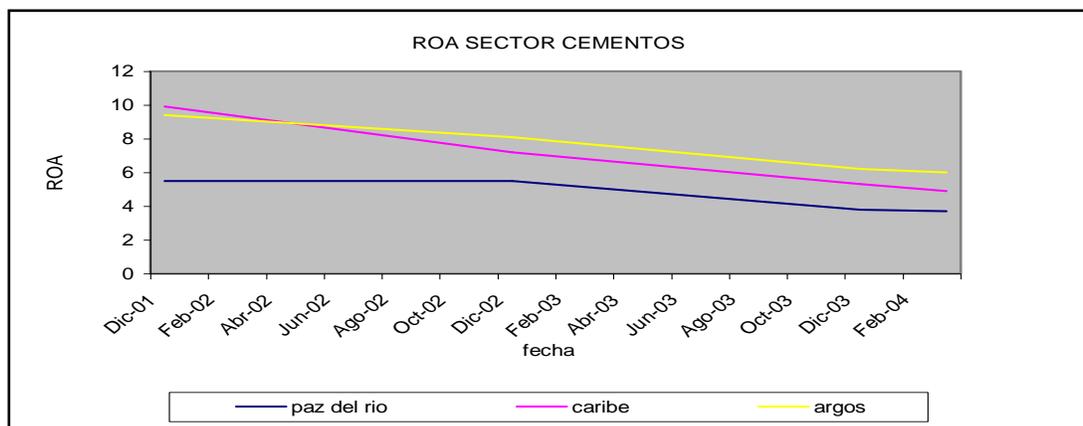
Grafico 17. Yield Sector Cementos



Fuente de Datos: Económica Tools for Investment Analysis

El comportamiento del porcentaje de dividendos YIELD que muestra Cementos Argos y Caribe son más estables que Cementos paz del río, aunque en general las acciones del Sector reflejan una tendencia a la baja a comienzos del 2004, terminando marzo del presente año en 2,6%; 3,6% y 0,9% respectivamente.

Grafico 18. ROA Sector Cementos



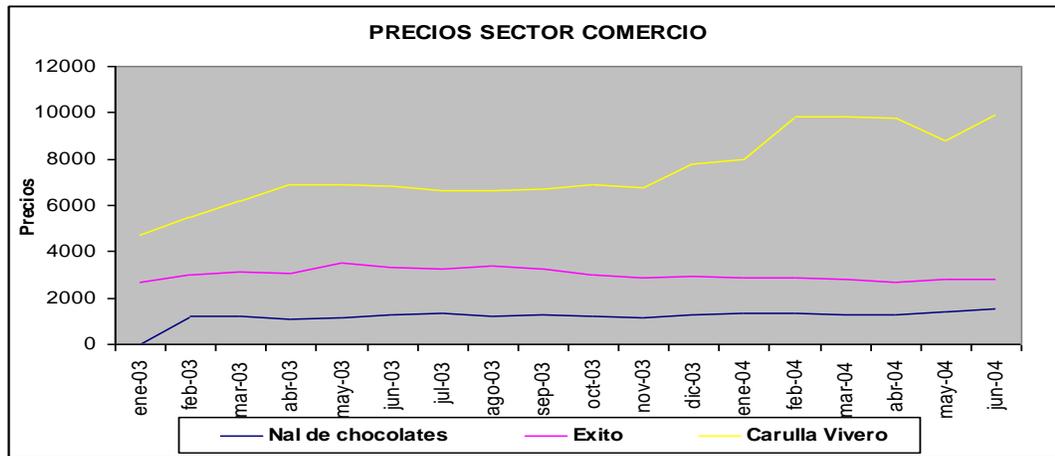
Fuente de Datos: Económica Tools for Investment Analysis

Se observa que para cada una de las acciones del sector la Rentabilidad del Activo ha tenido un comportamiento bajista, aunque Cementos Argos termina en marzo del 2004 por encima de las demás con un ROA de 6% y se espera que

todas las acciones del sector mantengan esta rentabilidad estable para lo que resta del año.

SECTOR COMERCIO

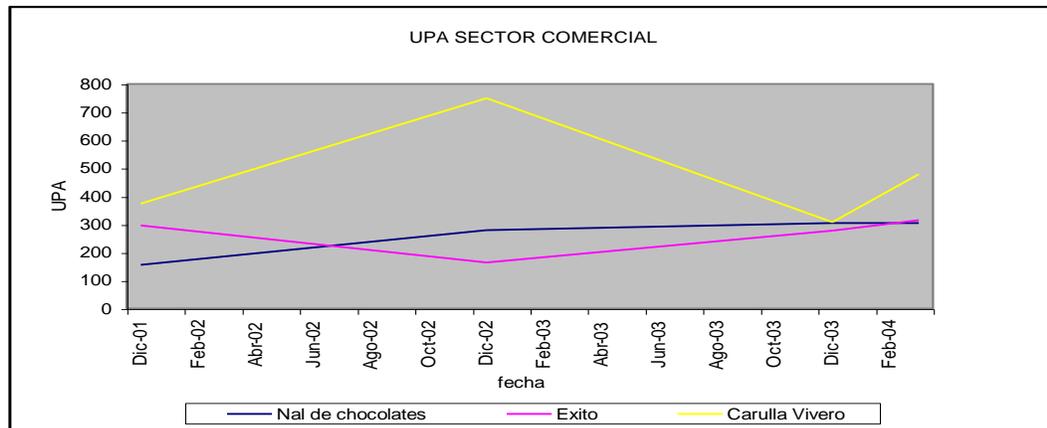
Grafico 19. Precios Sector Comercio



Fuente de Datos: Económica Tools for Investment Analysis

En esta grafica podemos apreciar el comportamiento que han tenido los precios de las acciones del sector Comercio, en la cual apreciamos que las acciones de Nal. de Chocolates y Éxito se han mantenido constantes, mientras que Carulla Vivero tiene una tendencia al alza.

Grafico 20. UPA Sector Comercio

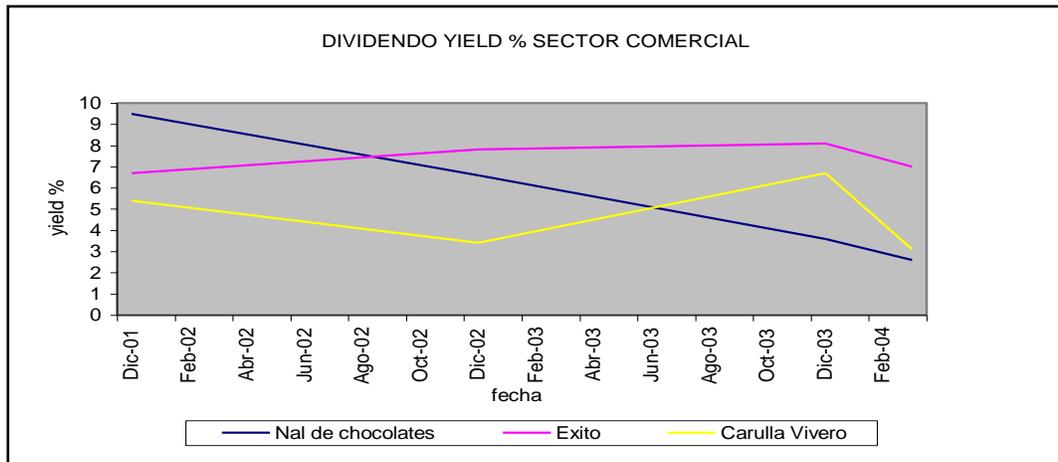


Fuente de Datos: Económica Tools for Investment Analysis

Las Utilidades por acción presentadas por cada una de las acciones durante los últimos 3 años nos muestran que Nal. de chocolates y Éxito han permanecido con márgenes parecidos terminando el trimestre del año con UPA de \$304,75 y

\$314,04% respectivamente con tendencia a permanecer constantes. Por el contrario Carulla Vivero muestra que el año anterior tuvo un caída significativa y que en estos momentos se encuentra en alza con un UPA de \$479,03 a marzo de 2004.

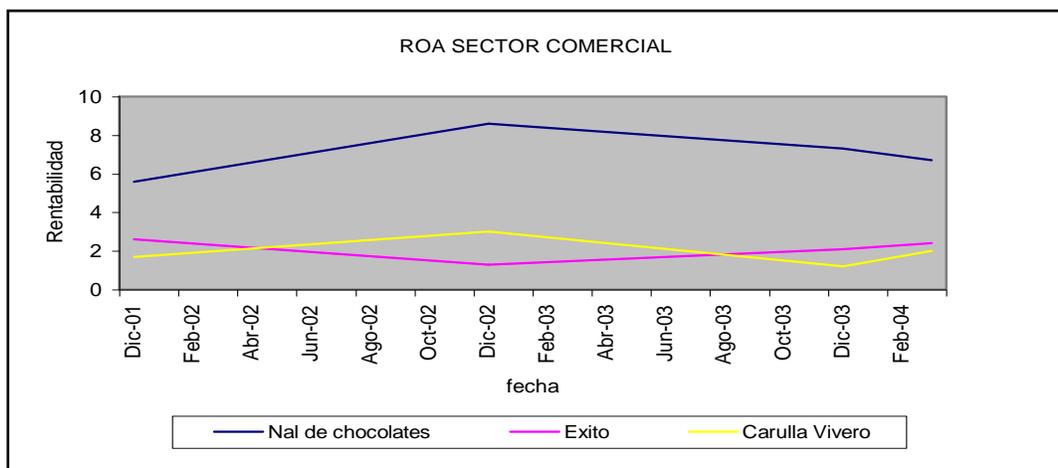
Grafico 21. Yield Sector Comercio



Fuente de Datos: Economática Tools for Investment Analysis

El porcentaje de dividendos que muestran las acciones del Sector como Nacional de Chocolates y Carulla en los últimos 3 años han disminuido el YIELD terminando éstas el 2001 con 9,5% y 5,4% y finalizando el primer trimestre del 2004 en 2,6% y 3,1% respectivamente. Pero no sucedió lo mismo con Éxito pues a lo largo de los 3 años se ha mantenido estable pero al alza y fue la que termino el trimestre con el porcentaje más alto con 7%.

Grafico 22. ROA Sector Comercio

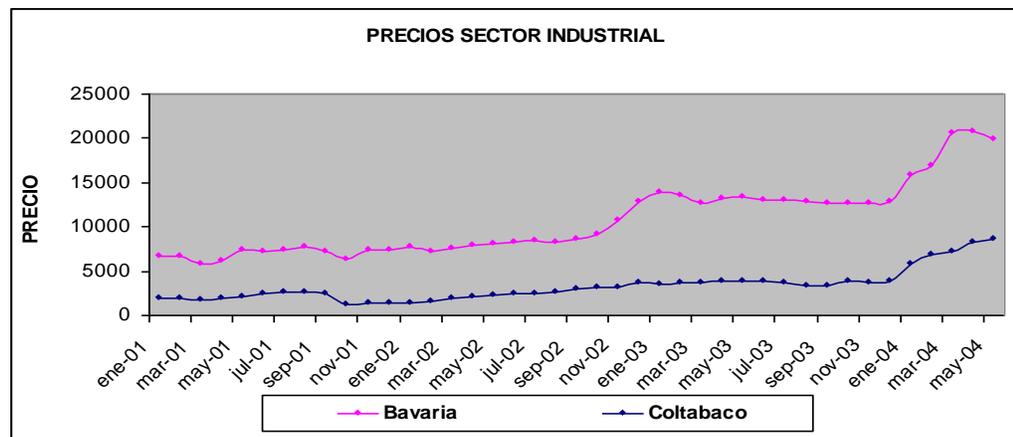


Fuente Datos: Economática Tools for Investment Analysis

La empresa que presenta mejor Rentabilidad del Activo es nacional de chocolates pues estuvo siempre por encima de Éxito y Carulla aunque desde el 2002 presenta un comportamiento a la baja. En general Nacional de Chocolates aumentó la rentabilidad del Activo pues empezó el 2001 con un ROA de 5,6% y terminó el primer trimestre del año en 6,7%. Éxito y Carulla Vivero en General se han mantenido y no presentan mucha diferencia en el ROA de principio de 2001 y el de finales del trimestre del 2004.

SECTOR INDUSTRIAL

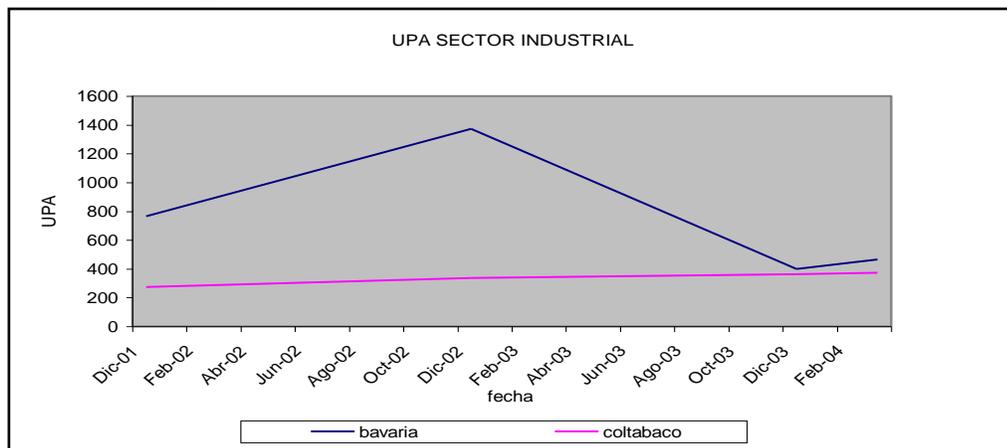
Grafico 23. Precios Sector Industrial



Fuente de Datos: Economática Tools for Investment Analysis

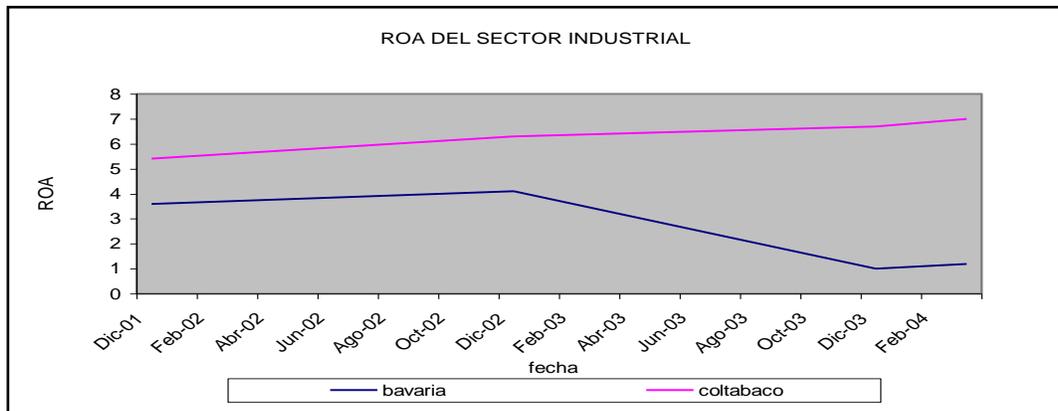
El comportamiento que han tenido los precios de las acciones del sector Industrial, muestra la tendencia alcista del ultimo año representado por las acciones de Coltabaco y Bavaria, aunque en esta ultima vemos que han comenzado a bajar los precios de sus acciones.

Grafico 24. UPA Sector Industrial



Las Utilidades por acción presentadas en los últimos 3 años, nos muestran que Coltabaco ha mantenido su UPA estable y aún así ha aumentado porque en el 2001 fue de \$275,06 y en marzo del presente año fue de \$373,95. Bavaria por lo contrario presenta variaciones bruscas mostrando una recuperación desde finales del 2003, pero en general ha disminuido la utilidad por acción terminando el 2001 con \$264,22 y terminando el primer trimestre del 2004 con \$466,41

Grafico 25. ROA Sector Industrial

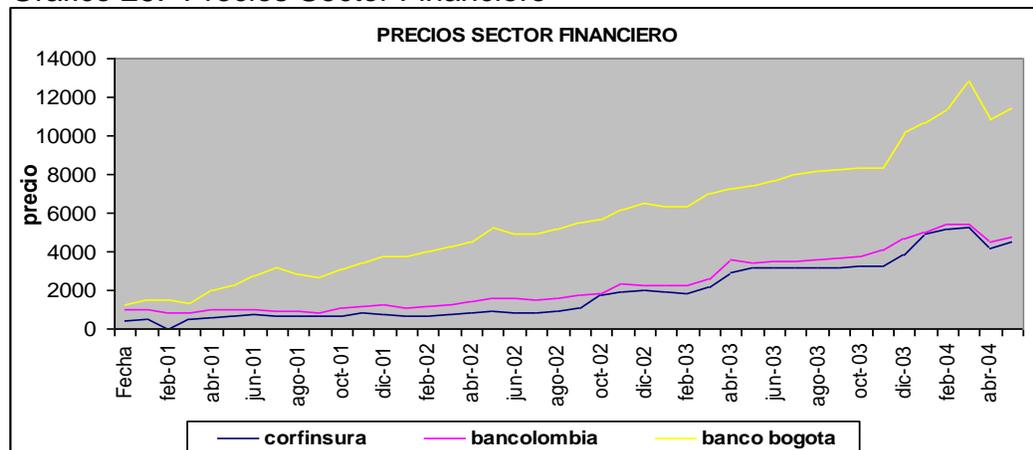


Fuente Datos: Económática Tools for Investment Analysis

La Rentabilidad del Activo para cada una de las acciones muestran que Bavaria presento una disminución en su rentabilidad el año pasado y en general en los 3 últimos años, pero reflejando que para este año piensa mantenerse estable porque el ROA de finales del 2001 para esta empresa fue del 3,6% y finalizó trimestre de 2004 son 1,2%. Por otro lado Coltabaco muestra una estabilidad en sus márgenes con tendencia al alza pues termino el 2001 con 5,4% y terminó marzo del 2004 con 7%.

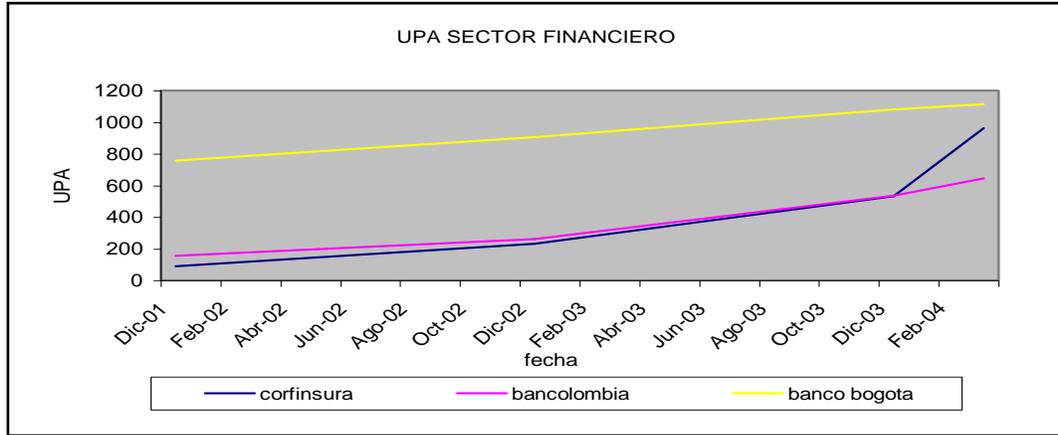
SECTOR FINANCIERO

Grafico 26. Precios Sector Financiero



El comportamiento que han tenido los precios de las acciones del Sector Financiero, nos muestra que en el ultimo año han tenido un comportamiento creciente, aunque en el primer trimestre del 2004 se vieron afectadas de igual manera, reflejando una caída en sus precios. Actualmente el sector empieza a mostrar una recuperación.

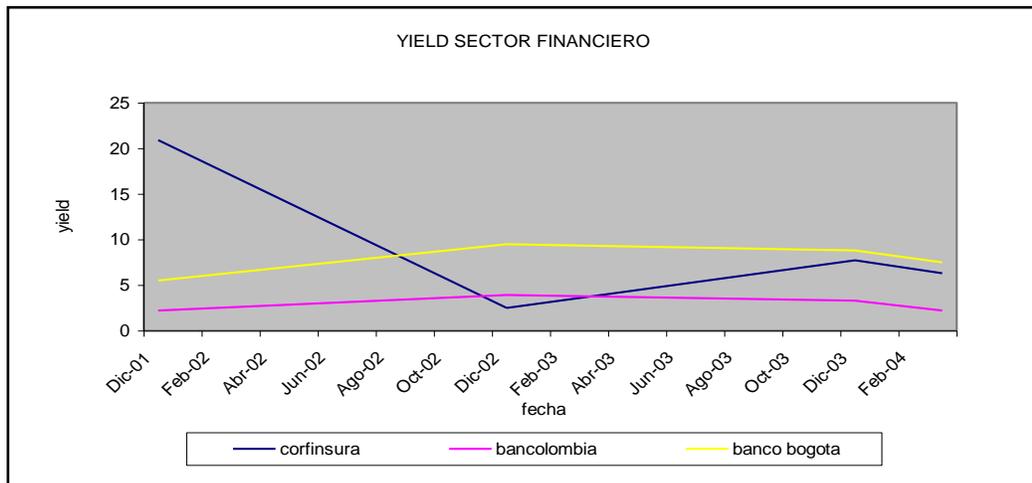
Grafico 27. UPA Sector Industrial



Fuente Datos: Económica Tools for Investment Analysis

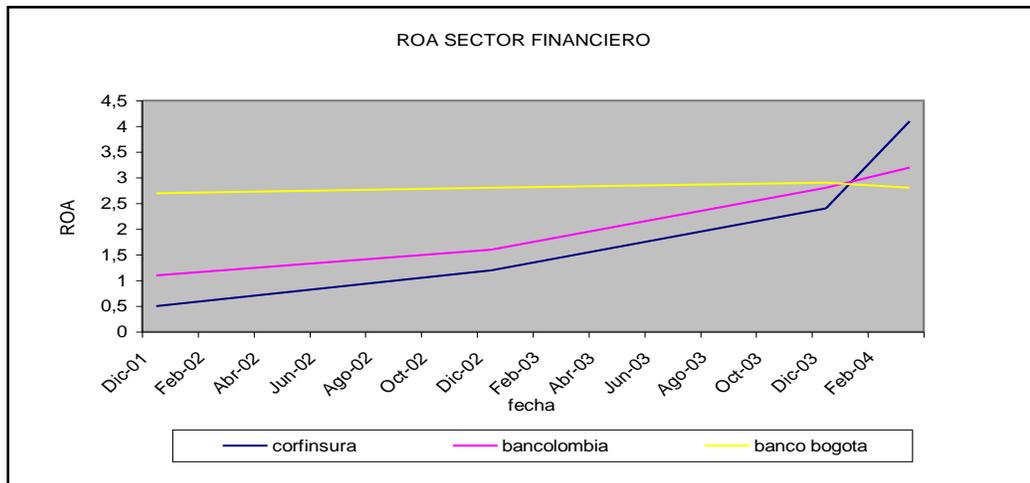
El comportamiento de las utilidades por acción presentadas nos muestran que las Utilidades por acción del Banco Bogotá son más significativas que las otras acciones en los últimos 3 años pues termino en el 2001 con un UPA de \$758,56 y terminó con un UPA de \$1.113,60 el mes de marzo del 2004. Se ha visto una reactivación en el ultimo año para Bancolombia y Corfinsura las cuáles cerraron el trimestre con UPA de \$ 645,08 y \$ 963,47 respectivamente.

Grafico 28. Yield Sector Financiero



El porcentaje de dividendos que muestran las acciones del Sector tienen un comportamiento bajista para el primer trimestre de este año; con tendencia mantenerse estables en lo que falta del 2004. Las acciones terminan trimestre con YIELD de (7,5%) para banco de Bogotá, de (6,3%) para Corfinsura y de (2,2%) para Bancolombia.

Grafico 30. ROA Sector Financiero



Fuente Datos: Económica Tools for Investment Analysis

La Rentabilidad del Activo para cada una de las acciones muestran que el Banco de Bogotá ha presentado mejores márgenes de rentabilidad en los años anteriores, permaneciendo estable y cerrando marzo con un ROA de 2,8%. Y por el contrario Bancolombia y Corfinsura que iniciaron con un ROA comparativamente bajo de 1,1% y 0,5% respectivamente y han incrementado su rentabilidad a comienzos de este año terminando trimestre con 3,2% y 4,1% respectivamente, conservando una tendencia al alza.

ANEXO B. CALIFICACIONES OBTENIDAS POR LA TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA

NOMBRE DEL PATRIMONIO AUTONOMO	CALIFICACION TITULO	TASA DE INTERES	DTF E.A	PUNTOS	TASA FACIAL E.A
FIDUNION - TITULARIZACION INMOBILIARIA LAS VILLAS TILV-01-99	AA+	MX=DTF+4	18,23%	3,80%	22,03%
FIDUNION - TITULARIZACION INMOBILIARIA LAS VILLAS TILV-02-99	AA+	MX=DTF+4	17,94%	4,00%	21,94%
PATRIM. AUTONOMO CARTON DE COLOMBIA S.XXI	AA+	DTF+4.5%	16,71%	4,00%	20,71%
TITULARIZACION INMOBILIARIA BANCO CAJA SOCIAL TIBCS-01-99	AA	DTF+ 2,5TV	21,89%	2,50%	24,81%
TITULARIZACION INMOBILIARIA COLMENA TIC -05-99	AA	MAXDTF+4TV	18,35%	4,00%	22,95%
TITULARIZACION INMOBILIARIA COLMENA TIC -06-99	AA+	MAXDTF+4TV	18,39%	4,00%	23,00%

Fuente Datos: Superintendencia de Valores – Operaciones Autorizadas Mayo 2004

ANEXO C. CALIFICACIONES OBTENIDAS POR LA TITULARIZACIÓN GANADERA

NOMBRE DEL PATRIMONIO AUTONOMO	CALIFICACION TITULO	TASA DE INTERES	DTF E.A	PUNTOS	TASA FACIAL E.A.
PATRIM. AUTONOMO FIDEIC. GANAR 2000	BRC 2	MAX DTF+3.5%	11,99%	4,12%	16,11%
PATRIM. AUTONOMO FIDEIC. GANAR 2000 A	BRC 2	MAX DTF+3.5%	12,95%	4,16%	17,11%
PATRIM. AUTONOMO FIDEIC. GANAR 2000 A SEGUNDA SERIE	BRC 2	MAX DTF+3.5%	13%	4,18%	17,18%
PATRIM. AUTONOMO FIDEIC. GANAR 2000 A TERCERA SERIE	BRC 2	MAX DTF+3.5%	13,25%	4,18%	17,43%
PATRIM. AUTONOMO FIDEIC. GANAR 2000 A CUARTA SERIE	BRC 2	MAX DTF+3.5%	13,43%	4,20%	17,63%
PATRIM. AUTONOMO FIDEIC. GANAR 2000 A QUINTA SERIE	BRC 2 y DP1 (nivel alto)	MAX DTF+3.5%	12,93%	4,18%	17,11%
PATRIM. AUTONOMO FIDEIC. GANAR 2000 A SEXTA SERIE	BRC 2 y DP1 (nivel alto)	MAX DTF+3.5%	12,74%	4,16%	16,90%
PATRIM. AUTONOMO FIDEIC. GANAR 2000 A SEPTIMA SERIE	BRC 2 y DP1 (nivel alto)	MAX DTF+3.5%	12,66%	4,13%	16,79%
PATRIM. AUTONOMO FIDEIC. GANAR 2000 A OCTAVA SERIE	BRC 2 y DP1 (nivel alto)	MAX DTF+3.5%	12,07%	4,12%	16,19%
PATRIM. AUTONOMO FIDEIC. GANAR 2000 A NOVENA SERIE	BRC 2 y DP1 (nivel alto)	MAX DTF+3.5%	11,38%	3,50%	14,88%
PATRIM. AUTONOMO FIDEIC. GANAR 2000 A DÉCIMA SERIE	BRC 2	MAX DTF+3.5%	11,51%	3,51%	15,02%
PATRIM. AUTONOMO FIDEIC. GANAR 2000 A DÉCIMA PRIMERA SERIE	BRC 2+ Y DP1-(Nivel alto)	MAX DTF+3.5%	11,31%	3,49%	14,80%
PATRIM. AUTONOMO FIDEIC. GANAR 2000 A DÉCIMA SEGUNDA SERIE	BRC 2+ Y DP1-(Nivel alto)	MAX DTF+3.5%	10,79%	3,48%	14,27%
PATRIM. AUTONOMO FIDEIC. GANAR 2000 A DÉCIMA TERCERA SERIE	BRC 2+ Y DP1-(Nivel alto)	MAX DTF+3.5%	10,39%	3,46%	13,85%
PATRIM. AUTONOMO FIDEIC. GANAR 2000 A DÉCIMA CUARTA SERIE	BRC 2+ Y DP1-(Nivel alto)	MAX DTF+3.5%	9,56%	3,43%	12,99%
PATRIM. AUTONOMO FIDEIC. GANAR 2000 A DÉCIMA QUINTA SERIE	BRC 2 y DP1 (nivel alto)	MAX DTF+3.5%	8,16%	3,41%	11,57%
PATRIM. AUTONOMO FIDEIC. GANAR 2000 A DÉCIMA SEXTA SERIE	BRC 2 y DP1 (nivel alto)	MAX DTF+3.5%	7,74%	3,44%	11,18%
PATRIM. AUTONOMO FIDEIC. GANAR 2000 A DÉCIMA SEPTIMA SERIE	BRC 2, BRC INVESTORS y DP1 (nivel alto) DUFF AND PHELPS,	MAX DTF+3.5%	7,94%	3,50%	11,44%
PATRIM. AUTONOMO FIDEIC. GANAR 2000 A DÉCIMA OCTAVA SERIE	BRC 2+, BRC INVESTORS y DP1 (nivel alto) DUFF AND PHELPS,	MAX DTF+3.5%	7,91%	3,42%	11,33%
PATRIM. AUTONOMO FIDEIC. GANAR 2000 A DÉCIMA NOVENA SERIE	BRC 2+, BRC INVESTORS y DP1 (nivel alto) DUFF AND PHELPS,	MAX DTF+3.5%	7,76%	3,80%	11,56%
PATRIM. AUTONOMO FIDEIC. GANAR 2000 A VIGÉSIMA	BRC 2+, BRC INVESTORS y DP1 (nivel alto) DUFF AND PHELPS,	MAX DTF+3.5%	7,72%	3,93%	11,65%
FIDEICOMISO FIDUNIÓN T.G. 2003	Serie A (BCR 2+)	MAX DTF+4,5%	7,88%	4,38%	12,26%

Fuente Datos: Superintendencia de Valores – Operaciones Autorizadas Mayo 2

