

## **Instrumentos de deuda particulares: bonos celebrity y bonos catástrofe**

**Tapia, Gustavo N.**

### 1 — Introducción

El objetivo principal de la organización es crear y maximizar valor. En algunos casos las empresas invierten en activos reales, sean éstos tangibles o intangibles, como en activos financieros, persistiendo la optimización de las decisiones de inversión y la minimización del costo en las decisiones de financiamiento.

Aún cuando damos preferencia a lo enunciado en el párrafo precedente, existen algunas decisiones de financiación como la emisión de bonos celebrity y los bonos catástrofe que contienen una fuerte dosis de creatividad en la ingeniería financiera que les da vida.

Estos dos casos que presentaremos, por un lado, estarán referidos a activos intangibles de alto valor artístico; y por otro, a eventos naturales que para la mayoría de los decisores resultan impredecibles. Ambos instrumentos -activos financieros, bonos-, deben analizarse a la luz de la rentabilidad y del riesgo de operación, pero considerando que los celebrity remiten a un flujo de fondos esperado emergente de activos intangibles, por lo que para el inversor, en primera instancia, su estrategia estará pautada por lograr la máxima rentabilidad para un nivel de riesgo dado; en tanto que en el caso de los catástrofe debemos distinguir entre los tipos de inversor (grandes instituciones, cías. de seguros, Estados), dado que algunos estarán movidos por la renta, pero la mayoría querrá estar cubierto de las posibilidades de desastres naturales que los podría afectar.

Como vemos, se trata de dos temáticas bien particulares en las que las finanzas pueden estar inmersas, otorgando herramientas a los inversores y a los financiadores que buscan tomar decisiones acertadas y convenientes, en un proceso de titulización (o securitización), bajo el cual los emisores ceden determinados activos -tangibles o intangibles-, colocando ellos mismos o una institución financiera especializada los bonos representativos de esa operación. Dentro de los activos podemos encontrarnos con derechos a cobros como regalías, licencias, etc., que serán relevantes al momento de analizar la solvencia y garantía del proceso, en particular si se trata de los denominados bonos celebrity.

Estos tipos de bonos (celebrity y catástrofe) suelen colocarse entre inversores institucionales que por lo general erogan fuertes sumas de dinero con un horizonte superior al año.

Es habitual relacionar las operaciones de titulización con fondos de inversión bajo un esquema de fideicomiso financiero, ya que los bienes que garantizan el pago de los bonos, e incluso el flujo de fondos futuro que de esos activos se espera cobrar, conforman un patrimonio de afectación el que no puede confundirse con el resto de activos de la empresa emisora y que es administrado por una sociedad gestora.

Rigen entonces las normativas generales de securitización y fideicomisos, por lo que la cartera de activos subyacentes que conforman el patrimonio de afectación está fuera del alcance de los acreedores del cedente, a la vez que los títulos de deuda son objeto de calificación por una consultora especializada a fin de otorgar un ranking de valuación que los

inversores utilizarán para comparar con otras inversiones posibles. Respecto a los inversores en los títulos de deuda, luego de tener en cuenta lo precedente en materia de garantía, soportarán el riesgo de impago de la deuda. Es fundamental analizar el prospecto de emisión de los títulos y evaluar las posibilidades de amortización total o parcial anticipada que afectarían el nivel de rentabilidad deseado aún cuando disminuyan el riesgo financiero.

## **2 — Bonos celebrity**

Los bonos celebrity son bonos emitidos aplicando la técnica financiera conocida como securitización o titulización de activos, en este caso el activo es un activo intangible como lo es la propiedad intelectual. Mediante esta técnica financiera la compañía transfiere derechos de cobro futuros sobre la propiedad intelectual (por ejemplo, regalías) a una entidad independiente que a su vez emite títulos para el mercado de capitales y transfiere los fondos recaudados a los propietarios de la propiedad intelectual. La clave de esta práctica es que la fuente de "repago" del crédito se separa de la compañía que obtiene el préstamo (originadora).

Como su nombre lo indica, los bonos celebrity son emitidos por famosos cuyo respaldo recae sobre sus creaciones (ya sean discos, libros, películas, etc.). La sofisticación de los mercados financieros ha dado espacio para todo y para todos, incluso para las estrellas. En 1997 surge este nuevo sentido a la expresión del sonido, cuando la música se puede transformar en crédito.

Una de las grandes fortalezas de la securitización de derechos musicales, particularmente los catálogos con hits clásicos, es que no están sujetos a obsolescencia. Una canción puede producir más ingresos en el tiempo debido al uso -la canción "I feel good" generó más ingresos en los años 2000 que en 1966 en que fue escrita-, nuevas audiencias, crecimiento de la población mundial u otros factores que puedan expandir su corriente de ingresos. Una película o show televisivo generalmente reducirá su valor en el tiempo.

El pionero en esta forma de financiación fue David Bowie (cantante y compositor británico de los más respetados e influyentes de la historia del rock), que en 1997 se convirtió en el primer músico cuya imagen respalda una emisión de deuda por los ingresos futuros de sus discos y de los derechos de autor. En el caso de Bowie, el banquero David Pullman fue quien ideó la securitización de los derechos de propiedad intelectual, en el que Bowie fue su primer caso. Tras este éxito renunció a su trabajo y creó "The Pullman Group" (empresa especializada en este tipo de activos) y consiguió 55 millones de dólares a cuenta de los rendimientos de una parte del catálogo del cantante. Por supuesto que estos valores responden a un flujo de fondos esperados de las obras del cantante como Ziggy Stardust, Heroes, Space Oddity, cuyas regalías garantizaban el préstamo obtenido.

Se dice que Bowie empleó parte de este dinero para afrontar un juicio impositivo entablado en Reino Unido, pero a partir de esta primera operación el cantante ha participado en otros proyectos innovadores que le han permitido contar con recursos suficientes para comprar los derechos de sus canciones que pertenecían a su ex manager (llegaron a ofrecer una tasa del 7.9% anual y una clasificación BAA3 por Moody's). Uno de los riesgos asociados a la música que inciden parcialmente en este proceso ha sido la piratería de CDs, que afectaron con menor calificación a la empresa EMI que garantizaba los bonos emitidos. Aún así la operatoria

conjunta ha sido exitosa.

A pesar de lo mencionado, la emisión de bonos celebrity no ha sido tan popular debido a que no todos los cantantes poseen los derechos de su música para decidir la emisión, y en otros casos no logran convencer a los inversionistas. Sin embargo, a partir de la revaloración de los métodos de valuación de marcas y la consolidación de los derechos es posible impulsar la titulación de las marcas.

En los mercados desarrollados las corporaciones son cada vez más conscientes del valor de sus activos de propiedad intelectual -marcas, copyright, patentes-, y de la necesidad de emplear herramientas de valoración que puedan adecuadamente capturar ese valor. Numerosos estudios han evidenciado la creciente importancia de los intangibles en el tiempo, sobre todo si pensamos que los activos intangibles representan entre el 60% y el 75% del valor de capitalización bursátil. Además, en los últimos 25 años este incremento fue drástico por lo que es necesario observar la brecha entre el valor libros y el valor de mercado de estos índices. Esto explica en gran parte porque los activos intangibles, como las marcas o las regalías, son avales de operaciones crediticias.

Para invertir en activos de propiedad intelectual securitizados es necesario descubrir el valor oculto a partir de sus atributos específicos, para lo cual es básica la información de la empresa/organización actual y prevista. La securitización de la propiedad intelectual es una técnica financiera por la cual una compañía transfiere derechos de cobro futuros sobre la propiedad intelectual (vg. royalties) a una entidad independiente que a su vez emite títulos para el mercado de capitales y transfiere los fondos recaudados a los propietarios de la propiedad intelectual. La clave de esta práctica es que la fuente de "repago" del crédito se separa de la compañía que obtiene el préstamo (originadora). El objetivo es minimizar los efectos adversos sobre los inversores en caso de que el originador quebre. Por ello, la entidad originadora vende ciertos activos a una nueva entidad conocida como "sociedad instrumental" ó SPV ("special-purpose vehicle"). La misma representa a los inversores y es independiente del originador a fin de lograr que el riesgo de bancarrota no afecte la transferencia de activos. Para ello la venta se estructura de manera tal que los activos vendidos no serán parte de la quiebra del originador en caso de que se diera tal situación.

Esta técnica ofrece numerosos beneficios para los propietarios: no se pierde el control sobre los activos de propiedad intelectual, se pueden obtener mayores montos, menores plazos y tasas de interés más reducidas que los que se obtendrían con un préstamo bancario tradicional. A su vez, el rating crediticio de la securitización puede ser superior al de su originador debido a la calidad de los activos securitizados. Por su parte, los inversores invierten en un nicho que puede adecuarse mejor a su perfil de riesgo y horizonte temporal, diversificándose hacia un sector que no tiene una gran representación en el mundo de la renta fija.

La securitización de activos financieros comenzó en los 60 con los ingresos provenientes de tarjetas de crédito, se extendió en los 80 a hipotecas, y en los 90 a los activos intangibles con los "bonos Bowie".

Los bonos Bowie demostraron que las obras intelectuales pueden ser apreciadas por un público inversionista, lo que llevó a otros artistas a copiar el modelo, aplicándose no solo a los

derechos musicales (como en el caso de James Brown, Rod Stewart, grupos como Iron Maiden) sino también a derechos sobre obras literarias o derechos televisivos.

Por el lado de la demanda, los bonos celebrity han sido adquiridos por compañías de seguro y no por inversores individuales, lo que implica la calidad de los inversores intervinientes en el proceso dada la institucionalidad de los compradores.

Genéricamente, se habla del pullman bond como una financiación de la música y del entretenimiento a partir de las regalías de la propiedad intelectual, que le posibilita al creador original o al propietario, mantener el 100% de los activos que se financian. Estas transacciones de securitización basadas en derechos musicales (que inauguraron la propiedad intelectual como un activo securitizable) se han extendido a los derechos cinematográficos, expresiones artísticas y literarias, marcas y patentes. De hecho, el tamaño del mercado americano de securitización de royalties se multiplicó por 6 entre 1997 y 2002, dependiendo la explicación de este potencial del activo de propiedad intelectual bajo análisis.

### **Algunos casos**

A partir de esos años se hizo común la unión entre dos mundos, hasta el momento completamente diferentes: el de espectáculo y el de títulos.

#### **Disney**

En 1992, Disney emitió un bono de 400 millones de dólares que ofrecía a los inversores un retorno vinculado a las ganancias de una cartera de futuras películas. Los mercados demostraron tal confianza en la marca Disney que un banquero japonés llegó a afirmar que Mickey Mouse tenía un riesgo menor que el gobierno americano.

#### **James Brown y Iron Maiden**

En 1999 James Brown, conocido como "el padrino de soul", emitió deuda por 30 millones de dólares. Por ese mismo importe, Iron Maiden se convirtió en la primera banda de metal pesado en vender bonos.

#### **Cecchi Gori**

Esta empresa italiana hizo un uso innovador de la titularización cuando, en marzo de 1999, se publicó por primera vez en el mundo los bonos garantizados por los ingresos procedentes de varias películas de su propiedad, entre ellas las de James Bond. Es por esto que los bonos fueron denominados "bonos Bond". La emisión vino de la mano de esta famosa empresa, siendo la más grande productora de cine en Italia. El tamaño de la emisión fue de 280 millones de dólares. Los bonos fueron respaldados por los ingresos de cine y video de ventas, así como la concesión de licencias a las películas de televisión. Hoy Cecchi Gori posee los derechos para más de 1000 películas, la mayoría de ellas son las del famoso agente 007.

#### **Dream Works**

Diez años después obtuvo 1.000 millones de dólares respaldados con una cartera de 37 películas producidas o planificadas por el estudio con el fin de incrementar la capacidad de producción. DreamWorks transfirió los derechos de las 37 películas a una compañía separada, denominada DreamWorks Funding. Estas películas incluyeron Gladiator, Shrek, American Beauty y Saving Private Ryan. Los regalías por el exceso de los pagos fueron transferidos de

DreamWorks Funding a DreamWorks.

### **Vivendi Universal Entertainment**

En el 2003 concretó un préstamo de 950 millones de dólares con un consorcio de bancos respaldado, en su mayor parte, con derechos de distribución y regalías que Vivendi esperaba generar de la venta de videos y de la emisión de películas que había producido (incluyendo 121 películas estrenadas desde 1995) o podría producir en el futuro.

### **Village Roadshow**

En el mismo año, el Estudio Cinematográfico Australiano Village Roadshow estableció un préstamo avalado por los ingresos provenientes de derechos de distribución de las sagas aún no estrenadas de The Matrix, Ocean's Eleven, y Cats and Dogs, entre otras.

### **DigiCirc**

Otra firma californiana también recaudó dinero de inversionistas públicos pero para la industria disquera. En la actualidad, los inversionistas pueden comprar o arrendar los derechos de las canciones o los álbumes en el sitio de Internet de DigiCirc (la mayoría de músicos desconocidos) a cambio de una parte de los futuros beneficios.

### **Calvin Klein**

Este tipo de bonos no discriminó al mundo de la moda y en 1993 Calvin Klein colocó 58 millones de dólares con la bursatilización de los derechos de autor sobre las marcas de perfume y derivados, desde el derecho exclusivo a utilizar la marca Calvin Klein a los actuales y futuros productos.

El beneficio de agregar las corrientes de royalty para la securitización es que la diversificación reduce el riesgo de que los malos resultados de cualquiera de estos flujos de caja provoque la quiebra. Justamente la categoría de derechos de cine y TV es la más exitosa porque los resultados de una cartera de ingresos futuros de películas es generalmente predecible y estable, con un pequeño número de éxitos consistentes y una vasta mayoría de películas que sólo generan ingresos modestos.

En lo referente a la **securitización de patentes** hay menos popularidad que con los derechos musicales o cinematográficos, sin perjuicio de que en algunos casos las operaciones son igualmente relevantes.

La Universidad de Yale securitizó la corriente de flujos de caja asociada con una única patente que protegía la droga para el sida Zerit. Cuando las ventas de Zerit resultaron mucho más bajas de lo previsto una porción significativa del flujo de caja requerida para garantizar la transacción no se materializó. Como resultado la transacción fracasó. Un año más tarde, cuando se realizó una segunda securitización que incluía royalties de patentes correspondientes a 13 drogas diferentes, propiedad de distintas compañías, se generaron más de \$225 millones y se pudieron cubrir las obligaciones. En este caso, la inestabilidad de los ingresos por patentes, la inversión y el tiempo necesario para crear una patente puede ser significativo, pero los retornos son generalmente muy volátiles. El Viagra, por ejemplo, no cumplió con las expectativas de ventas iniciales, por lo tanto, cualquier securitización que hubiese estado basada en las expectativas iniciales que rodearon su lanzamiento habría resultado un fracaso.

Las **securitización de marcas** han alcanzado un mayor volumen recientemente. Por ejemplo, Guess Inc. securitizó una corriente de royalties de 14 acuerdos de licencia -12 domésticos y 2 internacionales- por U\$S 75 millones. El emisor de los títulos era "Guess Royalty Finance LLC", una "sociedad instrumental" creada para el propósito de la securitización. La transacción resultó muy exitosa debido a la trayectoria de la marca en la industria y la capacidad de la compañía de respaldar la transacción con otras licencias si fuese necesario (Guess tiene 21 acuerdos de licencia en total). En agosto de 2003 Athlete's Foot completó la primera securitización sobre los ingresos de una franquicia. El bono se vendió por 40 millones de dólares aproximadamente. En agosto de 2002 Candie's Inc. obtuvo \$20 millones por la securitización de las marcas Candie's y Bongo, orientadas al mercado femenino joven de calzado y accesorios. Los bonos fueron emitidos por IP Holdings LLC, una subsidiaria 100% propiedad de Candie's, con un interés fijo de 7,93% a 7 años.

### **I) Etapas de una securitización de propiedad intelectual**

#### **1. Definir el activo y su propiedad**

Siempre es importante determinar quién es el propietario del activo y qué otros activos pueden ser necesarios para explotar la propiedad intelectual. Por ejemplo, si el nombre de marca Coca Cola se securitizase, por sí mismo no sería suficiente, ya que el nombre sin la fórmula tendría un valor más reducido. El propietario necesita entender qué otros activos intangibles puede necesitar el inversor para explotar la propiedad intelectual en caso de ser necesario.

#### **2. Modelización y estimación del valor**

Para evaluar la fortaleza y proyectar los flujos de caja futuros del activo intangible a securitizar, en general, se tiene en cuenta la información histórica, el tiempo en el mercado, la diversificación y el conocimiento de la propiedad intelectual entre otros.

#### **3. Transferir los activos a una "sociedad instrumental" independiente:**

La transferencia de los activos de propiedad intelectual a una "sociedad instrumental" ó SPV permite preservar el valor del activo.

#### **4. Asegurar la gestión de los activos transferidos:**

Para asegurarse de que los activos intangibles continúan generando royalties, la "sociedad instrumental" a la que se transfieren los activos debe ser responsable de su gestión y explotación vía nuevas transacciones de licencias, control de la violación de los derechos por terceras partes no autorizadas, etc.

Para la mejor valoración económica de los activos intangibles con fines crediticios es necesario implementar sistemas de medición y control periódicos que nos permitan detectar la contribución de los activos intangibles a la creación de valor. La falta de estos sistemas puede provocar la pérdida de valiosísimas oportunidades de ahorro ó financiaciones ventajosas.

### **II) ¿Por qué invertir en este tipo de bonos?**

Los famosos comenzaron con esta operatoria con el fin de recibir dinero por adelantado por la emisión de bonos. Esto implica que el individuo paga un préstamo a lo largo de 10/15 años a través de los futuros derechos recaudados en canciones, libros o películas. Dentro de las

ventajas que se pueden encontrar están las fiscales, ya que el adelanto recibido es libre de impuestos. Además, este respaldo a la propiedad intelectual se puede apreciar o, en el peor de los casos, conservar su valor.

En general, los famosos comprometen regalías sobre los productos existentes, no sobre libros, canciones o películas que aún no han creado. Mientras tanto, los inversores suelen recibir un mayor rendimiento de la deuda de lo que podrían ganar en inversiones comparables, como es el caso de los bonos corporativos. Aunque, obviamente, existe riesgo de que un artista pueda terminar resultando un fracaso, pero esto deberá ser evaluado por el mercado oportunamente.

### **III) Ventajas de los bonos celebrity**

La securitización de la propiedad intelectual ofrece:

- No se pierde el control sobre los activos de propiedad intelectual
- Se pueden obtener mayores montos, menores plazos y tasas de interés más reducidas que los que se obtendrían con un préstamo bancario tradicional.
- El rating crediticio de la securitización puede ser superior al de su originador debido a la calidad de los activos securitizados.
- Los inversores invierten en un nicho que puede adecuarse mejor a su perfil de riesgo y horizonte temporal, diversificándose hacia un sector que no tiene una gran representación en el mundo de la renta fija.
- El propietario de la propiedad intelectual recibe por adelantado el pago de la emisión de bonos, ese dinero es libre de impuestos. A su vez este dinero puede ser invertido a tasas superiores.
- Se mantiene el valor en el tiempo de la propiedad intelectual (un auto al cabo de 5 años puede valer nada, en cambio las canciones tienen valor por mayor tiempo)
- Los activos utilizados como garantía son de buena calidad y tienen una constante trayectoria, las regalías se comprometen en productos existentes, no en canciones o espectáculos que no se han creado.
- Los bonos celebrity tienen mayor rendimiento que los bonos corporativos.

#### **Desde el punto de vista del emisor:**

• Es una forma de no tomar deuda y la condición de irrevocabilidad de la venta del bono se convierte en una póliza de seguro para el valor de las regalías futuras. Hay cuatro posibilidades de ello: la primera es aquella posibilidad de que el licenciataria entre en default. Asimismo, si el licenciataria no cumple con sus obligaciones sobre las regalías, la patente podría ser invalidada. La tercera posibilidad consiste en que la patente provee una importante cobertura, pero la misma está apoyada en tecnología que se puede volver obsoleta, en cuyo caso las regalías también se agotarían. Por último, aunque la tecnología o la patente permanezcan fuertes, un usurpador podría causar altos costos judiciales, así como también riesgos. En cualquiera de estos casos el comprador de la securitización sufre fuertes pérdidas económicas. Si el flujo de la propiedad intelectual no fue securitizado, las pérdidas recaen en el concedente de la licencia.

- Los emisores se benefician aún más por la flexibilidad de organizar la corriente de flujos de regalías. La securitización de la propiedad intelectual se puede organizar de tal manera que el emisor puede retener cierto monto del flujo de regalías por un tiempo determinado de tiempo, mientras que el comprador participa principalmente en la deuda, o sea, en el componente menos riesgoso o más conocido del flujo de fondos. Por lo tanto, la función de utilidad entre comprador y vendedor puede verse nuevamente como otro tipo de póliza de seguro inherente al proceso de securitización.

**Desde la perspectiva del comprador** debemos tener en cuenta que se trata de un inversor cuya intención es realizar arbitraje. Compra la securitización de la propiedad intelectual por una suma equivalente a los flujos de fondos proyectados. Por lo tanto, los beneficios que obtiene son:

- Por lo general la tasa de descuento es alta, como en el caso de un bono basura. La diferencia entre el costo de capital del inversor y la tasa de descuento le permite realizar arbitraje. Por supuesto ello depende de que el inversor pueda conseguir financiamiento barato y de que asuma el riesgo con respecto a los flujos de fondos futuros de la regalías. En el caso de que todo funcione de acuerdo a las perspectivas del inversor, el arbitraje le permitiría obtener ganancias.

Una vez que se compran los bonos, éstos deben ser tratados como cualquier otra securitización:

- Los activos respaldados por la propiedad intelectual, es decir, los celebrity bonds, son activos fungibles y, por lo tanto, pueden ser comercializados libremente sin el consentimiento del licenciataria.

- Asimismo, como con cualquier otro activo financiero, estos bonos también pueden ser caucionados, apalancados o dados en garantía.

- En los balances del inversor, la securitización puede ser valuada en forma diferente a las regalías a recibir. Ambas son contabilizados como activos, pero las regalías a recibir son valuadas al costo mientras los flujos no sean deteriorados o disminuidos. El bono sobre la propiedad intelectual, por el otro lado, es un bien negociable que puede aumentar o disminuir su valor de acuerdo a la oferta y la demanda. Aunque el mercado secundario de este tipo de activos aún no se ha desarrollado, los empresarios esperan que en algún momento exista. Y si ello ocurre, los bonos se cotizarían diariamente como cualquier otro portfolio de bonos. Un mercado más eficiente beneficiaría a los accionistas ya que el balance reflejaría en forma más precisa el valor de los activos intangibles.

- Provee cierto grado de inmunidad frente a los procesos de quiebra debido a que la propiedad intelectual que respalda la emisión es puesta en un "vehículo de propósitos especiales" que por lo general esta localizado fuera de la empresa. La compañía inversora tiene derechos contractuales con el mencionado vehículo que genera los pagos pero no la custodia de la propiedad intelectual. Por lo tanto, aún en la quiebra, cuando la justicia asigna los activos a los distintos acreedores, la propiedad intelectual sigue generando flujos de fondos.

- De acuerdo a cómo la propiedad intelectual sea capitalizada, el inversor puede gozar de ventajas impositivas.

#### **IV) Desventajas. Bonos celebrity: riesgos**

La desventaja de toda inversión se encuentra en el riesgo. En el caso de los bonos celebrity, el riesgo más importante es el riesgo de liquidez. Se trata de una desventaja tanto para el emisor como para el inversor. Desde el punto de vista del inversor, podemos decir que los bonos celebrity poseen un mercado no desarrollado en relación a los bonos tradicionales, por lo que resulta difícil su reventa en el mercado secundario. Ello se debe a la difícil previsión de los flujos de fondos futuros en comparación a los bonos respaldados por préstamos, cupones de tarjetas de crédito, etc., en virtud de la poca información histórica disponible.

Por otro lado, el emisor se perjudica debido a la menor aceptación por parte de los inversores.

El emisor de este tipo de bonos debe tomar en cuenta diversos aspectos desde la perspectiva moderna del planeamiento estratégico, debe ponerse en la situación del inversor para poder determinar si el proyecto es viable en cuanto a rentabilidad y riesgos, y por lo tanto, si la emisión de bonos tiene la liquidez suficiente para poder conseguir el financiamiento adecuado.

Por lo mencionado anteriormente, antes de realizar la emisión debe considerar los cash flow del proyecto. Para ello habría que considerar las fuentes de ingresos y su capacidad para realizarlos. Los activos a ser securitizados deben presentar ganancias estables por un período de tiempo prolongado e idealmente presentar una tendencia creciente. No sirven los hits del momento que presentan ingresos importantes para después caer en el corto plazo ya que en los proyectos de regalías de la música, los plazos requeridos de financiamiento son largos.

Una vez conocida la tendencia histórica se debe determinar la tasa de crecimiento de los flujos de fondos futuros en base al escenario en el que se desenvuelve la empresa. Un análisis de sensibilidad también sería necesario.

Si los flujos de fondos son inadecuados para repagar los bonos, entonces sería conveniente considerar la posibilidad de liquidación y valorar la empresa a través de distintos procedimientos, como por ejemplo, el uso de múltiplos de los comparables.

#### **3 - Bonos catástrofe**

Estos títulos son emitidos por un asegurador u otro organismo y sirven para amortizar la deuda al final de un período predeterminado. Pero en el caso de una catástrofe que caiga dentro de límites definidos (área geográfica, tipo de siniestro, y tamaño del siniestro asegurado), los tomadores de los bonos contribuyen. Esta contribución puede ser el pago de todo o parte del interés y/o principal y/o último pago de la deuda o interés.

Cuando en la última crisis financiera los inversores huyeron de los mercados de crédito, contaminados por la morosidad en las hipotecas de alto riesgo, aumentó la demanda de los bonos catástrofes, cuya rentabilidad pudo pasar el 15 por ciento si no se materializaban los desastres. El mercado se triplicó durante los últimos tres años, llegando a 13.000 millones de dólares. Actualmente, los compradores de bonos aumentaron su demanda ante el inicio de la estación de huracanes. Los títulos que aseguran contra los posibles daños del huracán Hugo, incendio voraz en Witch, California, o terremoto de Kobe, han dado una rentabilidad media del 11 por ciento anual desde principios de 2005, según datos de Swiss Re. El alza se produjo durante un período en que sucedieron menos tormentas de las pronosticadas.

La mayoría de los huracanes de 2007 alcanzaron a Nicaragua y México, donde el valor de las propiedades aseguradas es menor que en Estados Unidos. Los bonos catástrofes atraen a los inversores porque no se ven influenciados por cambios en la morosidad hipotecaria, la bolsa o los precios de las materias primas.

Hace poco se anunció la creación de una gestora para invertir en deuda vinculada a seguros. Algunos tramos con calificación triple AAA de instrumentos CDO sobre bonos hipotecarios, cuya rentabilidad fue del 0,85 puntos porcentuales sobre los tipos referenciados, le han costado a sus titulares la totalidad de su inversión del 2008, según Standard & Poor's. Los instrumentos CDO son obligaciones con garantía de un fondo de deuda. Los compradores de bonos de catástrofe se arriesgan a perder toda su inversión si un desastre causa grandes daños. La Administración Nacional Oceánica y Atmosférica (NOAA, en sus siglas en inglés) prevé un 2008 más activo de lo usual, pudiéndose llegar a formar hasta nueve huracanes en el Océano Atlántico de aquí a noviembre.

Los desarrolladores de estos títulos estiman que han elaborado un producto consistente en un seguro con cobertura a riesgos por catástrofes naturales en base a serios estudios estadísticos que han arrojado una relación riesgo-rentabilidad óptima. Adicionalmente, el esquema completo contempla la emisión de un fondo de inversión especializado en este riesgo con características particulares y generales que lo convierten en un activo financiero sumamente atractivo, que podría tener una rentabilidad superior a los 4 puntos por encima de la tasa Libor, duration de 2 a 3 años y alta liquidez. Todo esto sin contar la oportunidad que ofrece el momento actual para los inversores regionales.

Forman parte de los bonos catástrofe los bonos mortandad, que operan como un juego contra las epidemias y las guerras. Apostar a favor de la buena salud de una población, o en contra de que sufra una epidemia o una guerra, puede ser un motivo de felicidad económica. Las compañías aseguradoras comercializan desde hace unos años los llamados bonos de mortandad, que en el 2007 ofrecieron una rentabilidad tres veces mayor que los emitidos por las empresas. Estos bonos pagan hasta 5 puntos porcentuales sobre una tasa de interés de referencia como la Libor (tipo interbancario de Londres), a menos que una epidemia o cualquier otra circunstancia eleven la tasa de mortalidad en una población determinada a una cifra concreta, como el 20 por ciento o más. Si eso llega a pasar, la aseguradora puede quedarse con los intereses y el pago del principal para cubrir los daños. Estos títulos son una rama de los bonos de catástrofe que los inversores han utilizado desde los años 90 para apostar contra huracanes y otros desastres naturales.

Michael Stahel, que gestionó el equivalente a 513 millones de euros para el Clariden Leu Alternative Investments, el año pasado logró unas ganancias del 7,6% con los bonos de mortandad. Un índice de deuda empresarial elaborado por Merrill Lynch subió un 2,5 por ciento en el mismo período. El tipo de contingencia necesaria para que se active un bono de mortandad, implicaría tantas muertes que casi nadie sobreviviría. Ni el 11 de septiembre, ni la segunda guerra mundial, habrían hecho activar los actuales bonos de mortandad. Compañías como Swiss Reinsurance, la mayor reaseguradora del mundo, y Axa, la mayor aseguradora de Francia, traspasan con la venta de los bonos algunos de sus mayores riesgos a los inversores y protegen los beneficios en caso de un desastre. Los emisores de bonos de mortandad extrema

son cada vez más conscientes del potencial impacto de las epidemias y de las implicaciones que tales acontecimientos tendrían sobre sus balances.

Diferentes analistas de Standard & Poor's aseguran que el 2008 vendrá acompañado de cada vez más operaciones de extrema mortandad. La cantidad de bonos de mortandad en circulación subió a 1.100 millones de euros en 2007, desde los 518 millones en 2006, según el intermediario de reaseguros Guy Carpenter, una filial de Marsh & McLennan. Guy Carpenter prevé que "los bonos de mortandad están ganando en importancia tanto para aseguradoras como para inversores".

Los bonos de mortandad y catástrofe, que están vinculados a desastres naturales, desafiaron el colapso de las hipotecas de alto riesgo estadounidenses este año. La crisis subprime fue una prueba para los bonos de catástrofe y la pasaron con total éxito.

El año pasado los bonos de catástrofe demostraron que no estaban correlacionados con los mercados de capitales en general. Su fondo dio una rentabilidad de alrededor del 18% en el 2007. La única suspensión de pagos de bonos de catástrofe se produjo después de que el huracán Katrina afectara a Nueva Orleans (costa sur de EEUU) en el 2005. Este desastre provocó 28.000 millones en reclamaciones de daños a aseguradoras. Los daños en propiedades superaron el límite que permite a Zurich Financial Services quedarse con los fondos de los inversores en sus bonos de catástrofe Kamp Re.

Los bonos catástrofe, como las opciones de reaseguro de catástrofe, no son seguro o reaseguro. No hay ningún requerimiento para un interés asegurable y no proveen indemnidad contra siniestro. Un usuario tiene que calcular su propia exposición y permitir algunas diferencias entre la exposición y el recupero bajo opciones o fondeo a través de bonos.

Ninguno de los grandes acuerdos representa una ventaja de precio para el comprador de reaseguro. Su importancia en esta etapa tiene que ver más con el desarrollo de capacidad adicional. El tiempo dirá cuán volátil es este mercado de capitales, especialmente en su capacidad de respuesta a grandes siniestros.

El mercado de estos papeles, más conocidos en inglés bajo el nombre de 'cat bonds' se ha disparado durante los últimos años, recuerda Rodrigo Araya, vicepresidente de la agencia de notación Moody's. El número de nuevos papeles emitidos representaría en efecto algo menos de 2.000 millones de dólares en 2005, antes del huracán Katrina, contra cerca de 5.000 millones de dólares hoy. Su origen se remonta a comienzos de los 90, cuando el paso del huracán Andrew por Estados Unidos causó la quiebra de 60 compañías de seguros y motivó a todo el sector a reaccionar.

La transferencia de los riesgos a los mercados financieros se había visto como la solución ideal, pero los 'bonos catástrofe' no vieron la luz hasta 1996. Su principio: los inversores, en su mayoría fondos especulativos, suscriben estos papeles, cuyo rendimiento está en relación con su característica de alto riesgo.

Si ocurre un ciclón, un terremoto o un tifón de gran intensidad, los inversores pueden perder buena parte o incluso todo el capital que destinaron a estos papeles, pero si no ocurre ninguna catástrofe reciben una remuneración muy atractiva. Para los fondos se trata de nuevas oportunidades de colocación y una forma de diversificar sus carteras. Aseguradores y

reaseguradores ven en estos papeles una oportunidad de precaverse contra la falta de liquidez en el caso de un siniestro de gran magnitud.

"Después de Katrina, los reaseguradores estaban listos para ofrecer primas particularmente interesantes", puesto que tropezaban con problemas de liquidez, explicó Rodrigo Araya. "Los fondos especulativos se vieron estimulados por la perspectiva de retornos muy interesantes sobre sus inversiones", señaló. "Como en 2006 no hubo ningún gran huracán, ganaron mucho dinero y la demanda creció", añadió.



### Pasos de la securitización del seguro

- Las exposiciones de catástrofe de un asegurador, ya sea a nivel mundial o limitada a un área geográfica o a un tipo de riesgo.
- El programa de seguro de un gran comprador como una compañía de petróleo, una compañía de embarcaciones o una aerolínea; y
- Una cartera de exposiciones personales o comerciales de una compañía de seguros.

Para los tomadores del riesgo por securitización la ventaja será un retorno más alto del que pueden obtener por medio de una inversión más convencional. La securitización es un medio de adquirir una capacidad mayor que aquella que los mercados de seguro actuales pueden ofrecer.

### Ejemplo de Leu Prima Cat Bond - Fondo propio

- Invierte en bonos (de tasa flotante) que pagan un cupón alto que se sitúa entre el 3% y el 8% por encima del mercado monetario, siempre que no se registre un evento natural (como un terremoto, un huracán, etc.) en ciertas regiones.
- Aunque está previsto que todo bono sufra una aguda caída alrededor de una vez por siglo, la pérdida máxima puede ser disminuida notablemente mediante la diversificación global optimizada.
- Para eliminar los riesgos de las monedas disponen de clases en CHF, EUR y U\$S.
- El riesgo de desastres naturales como complemento del riesgo del mercado financiero:
  - a) Como alternativa al mercado monetario y a los bonos AAA: un rendimiento entre 3% y 5% mayor con volatilidad comparable.
  - b) Como alternativa a los bonos de alto rendimiento: mayor rentabilidad independientemente de los mercados financieros, así como un menor impuesto a las ganancias para los inversionistas suizos.

c) Como alternativa a las acciones: reducción del riesgo de un crac de las acciones debido a la correlación cero con los mercados de valores. Mediante un préstamo con garantía, se puede obtener un rendimiento sobre los valores de entre el 9% y el 12%, con de un nivel de riesgo significativamente menor.

- Atractivo tratamiento impositivo: no se cobra tasa de retención a los inversionistas extranjeros. En el caso de las personas físicas suizas, el 80% del ingreso se encuentra exento del impuesto a las ganancias.

- Bank Leu cuenta con años de experiencia en la gestión de productos especializados. Mayor eficacia gracias al trabajo conjunto con Applied Insurance Research (AIR) en la gestión de riesgo de catástrofes.

Table 1: Simulated losses for Leu Prima Cat Bond fund versus high-yield bonds

<i>Simulated portfolio losses for Leu Prima fund in the last 100 years</i>			<i>Actual losses Emerging Market Bond Index over the last 100 years</i>		
1900	Galvestone hurricane, Texas	0%	1994	Mexico crisis	-20,10%
1906	San Francisco earthquake, California	-15,80%	1997	Asia crisis	-10,80%
1923	Great Kanto earthquake, Tokyo	-9,90%	1998	Russia crisis	-28,60%
1926	Great Miami hurricane, Florida	0%			
1928	Florida hurricane 1928 no 4	0%			
1930	Tanna earthquake, Japan	0%			
1938	"Long Island Express" hurricane, New England	0%			
1944	Great Atlantic hurricane, New England	0%			
1961	Typhoon Nancy, Japan	0%			
1989	Hurricane Hugo, Eastern Seaboard USA	0%			
1992	Hurricane Andrew, Florida / Louisiana	0%			
1994	Northridge earthquake, California	0%			
1995	Kobe earthquake, Japan	0%			
1999	Hurricane Lothar, Europe	0%			

Los bonos catástrofe, también conocidos por "bonos de actos de Dios", son bonos corporativos que requieren que los inversores condonen todo el principal y/o los intereses en caso que las pérdidas de una catástrofe excedan un nivel específico. Esta forma de transferencia del riesgo por catástrofe (ideada como un desarrollo de la titulización de activos) ha sido explotada principalmente por compañías de seguros y reaseguros como una forma de obtener cobertura complementaria en el mercado de capital. Sin embargo, también ha sido aplicada directamente por entidades corporativas que de otra forma buscarían cobertura a través de compañías aseguradoras.

Por lo que respecta a su funcionamiento, la estructura habitual de una transacción típica sería:

1. Los propietarios negocian pólizas con las compañías aseguradoras.
2. Las compañías de seguros adquieren reaseguro con un fondo de titulización.
3. El fondo de titulización que oferta reaseguro vende bonos.
4. Los inversores compran dichos bonos.

Los inversores inicialmente pagan una cantidad al fondo de titulización y toman sus bonos. Después, recibirán sus cupones y principal si no ocurre ningún siniestro. El fondo de

titulización invierte las primas en activos libres de riesgo para poder pagar sus obligaciones. Esas transacciones proveen de una estructura por la cual el precio pagado por los inversores en bonos, la prima de reaseguro y las inversiones son adecuados para cubrir el riesgo de pérdida por catástrofe con certeza. Una de las ventajas de la titulización, frente al reaseguro tradicional, es la eliminación del riesgo de "la parte contratante", es decir, la posibilidad de que la otra parte no cumpla los pagos a que esta obligado por contrato, riesgo importante en el caso del reaseguro y muy bajo, casi nulo, con la titulización aquí expuesta.

Las técnicas de valoración son complicadas por el hecho de que en general los activos que tengan como base el riesgo asegurador no tienen un precio único basado solo en consideraciones de precio libre de arbitraje. Para ver como se realiza dicha valoración partamos del caso más sencillo, asumimos tipos de interés constantes y bonos cupón cero, emitidos en el momento 0 con un valor nominal de F y vencimiento T. Los pagos del bono dependen del valor que tomen en el momento T un índice de pérdidas  $I(t)$  por catástrofe natural ocurridas durante el periodo de exposición que finaliza en T T.

El pago final es una eventualidad, una relación entre el valor del índice al vencimiento,  $I(t)$ , y un valor activador umbral, representado por K. Si  $I(T) = K$  el pago es F; Si  $I(T) < K$  el pago es  $F - [I(T) - K]$ . Sin embargo, en este caso, un pago mínimo de B está garantizado. Si  $V(T)$  es el valor del bono en el momento T, podemos encontrar tres posibilidades:

- Si  $I(T) = K$  implica que  $V(T) = F$
- Si  $I(T) < K$  implica  $V(T) = F - [I(T) - K]$
- Si  $I(T) > K$  implicando  $V(T) = B$ .

El valor del bono al final del periodo sería:  $V(T) = F - \text{Max}[0, I(T) - K] + \text{Max}[0, I(T) - (K + F - B)]$ .

Se acepta de forma generalizada que el precio de un activo ligado al seguro ha de ser la suma de una tasa libre de riesgo más un diferencial que exprese las pérdidas esperadas del seguro, es decir, una recompensa por el riesgo asumido. El problema surge en el hecho de que dicho riesgo es difícil de medir, ya que no existe ninguna medida lo bastante buena como para ser útil en todas las circunstancias. Las medias tradicionales de riesgo de los mercados de capitales, pérdida esperada, probabilidad de impago, desviación típica, etc. no funcionan correctamente con los activos ligados al seguro. El cálculo y la valoración de dicho diferencial de riesgo puede ser dividido en dos componentes:

1. Una compensación al inversor por las pérdidas esperadas (EL).
2. Compensación para el inversor por asumir el riesgo de invertir, es la cantidad que el inversor exige para depositar su capital de riesgo (EER). En un mercado perfecto sin riesgo no habría EER ya que no sería necesaria una compensación por el riesgo tomado.

Como medida posee dos buenas características: es relativamente fácil de medir y puede ser dividida. Para la determinación de la severidad existen una serie de modelos de simulación que tendrían la siguiente estructura de riesgo: define el grado de potencial estocástico de acaecimiento del siniestro en términos de sus características físicas y de su probabilidad de ocurrencia. Los inputs de este módulo son los datos históricos, las características del terreno y

el conocimiento científico. El output de este modulo consiste en indicar para cada lugar la probabilidad de acaecimiento así como las características del posible siniestro. En lo concerniente a perjuicios, se determina el daño causado por un siniestro en particular tanto en infraestructuras, casas, industrias, instalaciones, etc. Para ello, unas veces se usan aplicaciones de ingeniería, otras se usan los datos procedentes de la experiencia en siniestros de las aseguradoras, las salidas de este modulo son las estimaciones de daños causados por un siniestro específico sobre las estructuras. Podrían aplicarse los daños anteriormente calculados de acuerdo con las especificaciones de los contratos de seguros y reaseguros para determinar el impacto del siniestro estimado y calcular las pérdidas financieras finales.

La segunda y más importante medida del riesgo es la posibilidad de dejar de cobrar el principal o interés (PFL), que puede ser conocido por la valoración que hacen las agencias de rating. Se suelen referir a ella en términos de frecuencia, un PFL del 1% implica que su frecuencia será cada 100 años. El ya citado Lane basándose en la corta evolución de los mercados de Cat bonos en USA, es decir, desde 1997, consideró que sigue una función similar a la de producción de Cobb-Douglas.

**Riesgo moral:** Como en muchos otros contratos de seguros, en el reaseguro de catástrofes va a estar presente el llamado "riesgo moral", riesgo que procede de situaciones en las que el reasegurador no puede observar lo que hace el asegurador primario y que ocurre cuando la parte asegurada omite realizar medidas preventivas después de la firma del contrato de seguros y recurre a hacer reportes de pérdidas excesivos. El reaseguro es normalmente un contrato de indemnización ligado a las pérdidas específicas del asegurador primario, éste tendrá normalmente menos interés en cuidar la búsqueda de pólizas y el control de reclamaciones si sus pérdidas pueden ser transferidas al asegurador. En comparación con el reaseguro tradicional la titulización del riesgo de seguro nos va a proporcionar una serie de ventajas para reducir el riesgo moral, como conseguir dichas ventajas utilizando un "elemento activador" que este correlacionado con el riesgo a cubrir pero que no puede ser controlado ni manipulado por el asegurador primario.

La existencia de titulización de activos del seguro de catástrofe normalmente se explica por su capacidad para cubrir la brecha en el nivel de oferta de esta industria, especialmente en términos de reaseguro. Pero no por ello se deja de apuntar como una de las causas que están llevando al desarrollo de esta técnica a la reducción del riesgo moral que provoca, riesgo moral que de otro modo tendría que ser eliminado de los contratos de seguro, incorporando supervisión o provisiones de coaseguramiento o formas que supondrían mayores costes.

Las desventajas podrían resumirse en una serie de ideas:

- Es un mercado muy poco probado.
- Riesgos complejos que tradicionalmente suscriben los aseguradores no podrán dotarse de un nuevo envoltorio y venderse tan fácilmente a los inversores institucionales.
- Limitaciones de costos por volumen. Se necesitan volúmenes mínimos para que la técnica sea conveniente en términos de costos.
- Suele tener una estructura complicada.
- No se sabe como le pueden afectar las agitaciones del mercado.

- Problemas de regulación legal y de normativa contable.
- Fracasos del mercado. Como los sucedidos con el CBOT y el PCS cuyo volumen de negociación en bolsa con títulos de riesgo ha quedado reducida prácticamente a la nada.

Reconociendo la falta de capacidad financiera frente a los desastres naturales, la industria de seguros ha intentado transferir parte de estos riesgos a través de los mercados de capital mediante la emisión de bonos de catástrofe, opciones e instrumentos similares.

Los bonos para catástrofes han sido principalmente emitidos por las compañías de seguros con el objetivo de diversificar los riesgos y de entrar en contratos de seguros que habrían sido demasiado arriesgados en el margen de ausencia de tal mecanismo. En el caso de que la catástrofe ocurra, la compañía de seguros puede no pagar el principal del bono o los intereses, proporcionándole los recursos necesarios para hacer el pago al agente afectado por la catástrofe, principalmente para la reconstrucción.

#### Ejemplo México

Cabe preguntarse ¿por qué los gobiernos no adquieren algún tipo de seguro para atenuar el impacto fiscal de los desastres naturales? Tal vez los mayores obstáculos son la falta de instrumentos adecuados y la natural reticencia a gastar en algo intangible en el presente para obtener un incierto beneficio en el futuro. Los políticos no suelen tener muchos incentivos para invertir hoy y que los frutos los cosechen mañana otros gobiernos. Pero esta situación puede cambiar. México se convirtió en el primer país latinoamericano en emitir un bono contra riesgo catastrófico para crear una suerte de póliza contra terremotos. Este tipo de seguro es relativamente fácil de diseñar y de vender, entre otras cosas porque sus condiciones son fácilmente verificables. Básicamente, consiste en la emisión de "bonos catástrofe", cuyo capital no se repaga si se produce un terremoto, y en la compra directa de seguros a un grupo de reaseguradoras internacionales. Combinados, estos instrumentos le proveen a México una cobertura de U\$S 450 millones. Los pagos están pactados de antemano y se activan si ocurre un sismo de cierta escala en zonas vulnerables a estos fenómenos. ¿Costos? Los "bonos catástrofe" pagan una sobretasa de 230 puntos básicos por año, mientras que las compañías reaseguradoras cobran una prima anual de U\$S 14 millones.

Grandes inversores destinan millones de euros para la compra de bonos vinculados a catástrofes con la expectativa de conseguir jugosas rentabilidades. Los emisores de estos títulos, normalmente compañías de seguros, cubren con ellos el riesgo de huracanes, tifones y terremotos. Los bonos reparten pagos recurrentes, con una rentabilidad media que oscila entre el 10% y el 13% anual (y que puede llegar al 25%), muy por encima de lo que ofrecen los bonos emitidos por empresas con una calificación de riesgo similar. Es decir, mejores resultados con el mismo dinero. Si se produce una catástrofe, los inversores pueden perder parte o incluso todo su dinero. A pesar de este riesgo, el mercado de los llamados bonos de catástrofe está en pleno auge y ha alcanzado un nuevo récord en 2007, que en julio el total de bonos emitidos superaba los 5.700 millones de dólares, frente a los 4.600 millones de todo 2006. En circulación hay títulos por valor de unos 15.000 millones de dólares y las previsiones apuntan que se puede llegar a los 60.000 millones en cinco años.

Tras la crisis desatada en los mercados de crédito por los problemas de las hipotecas basura

en Estados Unidos, muchos inversores perciben que los bonos de catástrofe pueden constituir una buena alternativa. "El interés por estos productos ha aumentado en el último mes", reconoce Judith Klugman, directora general de la reaseguradora alemana Munich Re, una de las compañías que más bonos de este tipo emite.

La ventaja que ofrecen los bonos de catástrofe es que sus resultados no tienen nada que ver con la marcha de la economía o de las bolsas mundiales. En los bonos convencionales el riesgo que se asume es que la compañía pueda quebrar. En los bonos de catástrofe el riesgo es que pueda ocurrir un terremoto o que llegue un huracán. Se trata de acontecimientos que no dependen de la marcha de la economía, afirman los expertos.

Los bonos CATs contienen cláusulas que estipulan que el emisor del bono (el prestatario) no tiene que pagar el dinero si ocurre una catástrofe específica. Las compañías de seguros que al emitir pólizas contraigan riesgos importantes pueden vender bonos al mercado mundial. Si las compañías de seguros consiguen un buen precio por esos bonos, pueden eliminar su exposición al riesgo de un desastre mayor, lo que les permitirá emitir pólizas a los propietarios de casas a un precio más bajo. Por ello la teoría financiera recomienda distribuir los riesgos de la manera más equitativa posible por todo el mundo, en vez de en un solo país como lo prevén los planes para un fondo nacional de catástrofes. La posibilidad de manejar los riesgos nacionales de manera global es otro ejemplo de las ventajas de la globalización económica y de la expansión de los mercados financieros.

#### **4 — Consideraciones finales**

En conclusión, no hay que dejar de lado que el beneficio de agregar diferentes alternativas a la securitización permite una diversificación que reduce el riesgo de que los malos resultados de cualquiera de estos flujos de caja provoquen la quiebra. Los inversores buscan productos que no estén relacionados con mercados financieros, como bolsas y bonos de empresas. A estos efectos veamos el caso de los bonos "CAT": al no estar correlacionados con el mercado en general fueron prácticamente los únicos que no vieron perder valor con la crisis sub-prime.

El contexto actual, cambiante y en algunos casos errático, obliga a los hombres de negocios a ser creativos en el desarrollo de nuevas herramientas para canalizar fondos que financien sus proyectos de inversión al menor costo posible manteniendo a los potenciales ahorristas interesados en participar del juego.

El objetivo no es sólo absorber fondos del mercado al mejor costo sino que los riesgos asociados sean compartidos. De esto se trata principalmente la emisión de bonos y en particular, la clase de obligaciones que hemos desglosado en el presente trabajo, los llamados "bonos celebrity" cuyo primogénito Bowie Bonds marcó tendencia.

Estas fuentes de financiamiento han asombrado por su creatividad e innovación en la década pasada y pueden tener un gran desarrollo en este siglo. Aún cuando sus perspectivas son atractivas, en marcos de aplicación como los mercados desarrollados de EUA y Europa Occidental, podrían aplicarse con éxito en mercados de Suramérica.

#### **Bibliografía:**

- Securitization of IP royalty streams: Assessing the landscape", Elliot Fishman.

- "DCR comments on music royalty securitizations", J.Damron, J.Labbadia.
- "David Pullman, el financiero que sacudió la industria de la música con los bonos Pullman", [www.findarticles.com](http://www.findarticles.com)
- "Revista de marketing, branding y comunicación", Marca y liquidez, [www.infobrand.com.ar](http://www.infobrand.com.ar)
- "Bonos catástrofe", [www.riskgroup.com.ar](http://www.riskgroup.com.ar)
- "Technology access report", Elliot Fishman. september 2003.
- "Valuación de bonos", Claudio Ariganello, Gustavo Tapia, ENT, 2002.