“Fideicomiso de Titularización de Flujos Futuros de un Restaurante de Comidas Rápidas”

Esther Elizabeth Fajardo Gómez (1), Carlos Manuel Egas Minuche (2), Econ. Mariela Méndez Prado (3)
Facultad Instituto de Ciencias Humanística y Económicas, economista con mención en Gestión Empresarial, especialización Finanzas (1)(2)(3)
Escuela Superior Politécnica del Litoral (ESPOL)
Campus Gustavo Galindo, Km 30.5 vía Perimetral
Apartado 09-01-5863. Guayaquil, Ecuador
efajardo@espol.edu.ec(1), cegas@espol.edu.ec(2), smendez@espol.edu.ec(3)

Resumen

En el presente proyecto, se analizará el potencial de una herramienta financiera poco utilizada en el mercado ecuatoriano, la titularización como nueva tendencia para la capitalización de empresas que buscan una fuente de financiamiento, asequible, a menor costo. Dentro de un marco legal recientemente actualizado, y con un mercado de valores en franco desarrollo, las ventajas de constituir un fideicomiso de titularización son indiscutibles. Se demostrarán estos beneficios, aplicando el proceso a una empresa de servicios de comida rápida, para proponerle realizar una titularización y así financiar su nuevo proyecto: comprar y remodelar el inmueble donde funcionan actualmente. La empresa, a manera de franquicia, ya ha mostrado su posicionamiento en el mercado, producto de la correcta gestión realizada en el negocio y el “know-how” proveniente del apoyo del franquiciador. Se fundamentará el análisis financiero en la capacidad de generación de flujos futuros del restaurante, hipótesis que se comprobará a través de los resultados obtenidos mediante proyecciones basadas en modelos econométricos y estadísticos; así como en el análisis de sensibilidad. De esta manera se cumplirá con los requerimientos y elementos necesarios para obtener una calificación de riesgo AAA, realizando una emisión de títulos bajo excelentes condiciones.

Palabras Claves: *fideicomiso, mercado de valores, emisión, calificación de riesgo, proyección, flujos futuros, análisis de sensibilidad.*

Abstract

A viable financial tool seldom used in the Ecuadorian market will be evaluated in this project. This is the securitization as a new tendency for enterprise's capitalization that searches accessible and low cost financing sources. Within a legal frame recently updated including a market of values in a confident and growing development, the advantages to constitute a securitization trusteeship are unquestionable. The benefits will be shown when applying the process into a fast food branch. The process is about proposing the use of securitization in order to finance the new project which is to buy and remodel the building where the company is offering her services. As a result from the positive and right administration and the use of know-how from the franchisee, the enterprise as a franchise has already shown her position in the market. The financial analysis will be based at the capacity for generating future cash flows. This hypothesis will be proven with the results obtained from the econometrical and statistical models forecast as well as the sensitivity analysis. By this way, the risk classification AAA will be obtained accomplishing all necessary elements and requirements for the issuance of securities under excellent conditions.

Keywords: *securitization, trusteeship, market of values, risk, cash flow.*

1. Introducción

El proyecto que se presenta busca explotar una herramienta poco usada en el mercado ecuatoriano, como nueva tendencia para la capitalización de empresas que buscan mejorar su estructura financiera sin recurrir a las tradicionales fuentes de financiamiento. Es así, que la titularización, otorgará un sin número de ventajas a los participantes del fideicomiso que la constituye, solucionando el problema básico de escasez de recursos para una empresa con proyectos pendientes por iniciar.

Se estudiará la aplicación de este mecanismo en una importante empresa de comidas rápidas, que tiene como fin la compra del terreno, edificio y remodelación del local donde han venido funcionando. De esta manera, se propone una reducción de costos a largo plazo mediante ahorro en alquiler y el valor agregado de nuevas características gracias a la remodelación; beneficios que se reflejarán desde un inicio de la estructura pero se percibirán mayormente a partir de la liquidación de la misma.

El análisis demostrará la factibilidad del proyecto en base a la sólida estructura financiera y económica que avaliza la generación futura de fondos, a la correcta gestión de los funcionarios encargados y a las garantías que puede entregar la empresa para estructurar una emisión.

2. Análisis Situacional del Restaurante "Comidas Rápidas"

La cadena de restaurantes "Comidas Rápidas" inició sus operaciones en Ecuador hace más de 20 años por lo que es una marca ya posicionada en el mercado ecuatoriano, con presencia en las tres principales ciudades del país: Guayaquil, Quito y Cuenca. Hemos basado nuestro estudio en uno de los establecimientos de Quito, el cual lleva operando aproximadamente 7 años en el sector norte de esa ciudad.

Con el fin de enmarcar el proyecto dentro de la realidad macroeconómica y sectorial en la que se desempeña la empresa, a continuación se realizará un breve análisis descriptivo del entorno.

2.1. Análisis del entorno

A continuación se realizará un análisis de los indicadores y agregados de la economía de mayor relevancia a partir de los datos disponibles al inicio del 2007:

De una muestra de 15 países latinoamericanos incluido los Estados Unidos, el Ecuador se reafirma como el segundo con la menor tasa de inflación anual (1,47%). El país con menor inflación anual de este grupo de países es el Perú (0,25%), en tanto que el más inflacionario es Venezuela (18,47%).

Según las autoridades, la inflación terminará el 2007 entre un 2.6% y 2.9% bajo un escenario pasivo, pero como consecuencia de las políticas a aplicarse por el actual gobierno, se estima que llegaría hasta el 3.5%.

Al mes de diciembre, el riesgo país refleja la percepción del mercado frente a las políticas del nuevo gobierno, situándose en 922 puntos, sin que esto implique necesariamente que exista una tendencia definitiva al alza dado el comportamiento estable de otras variables macroeconómicas en el país.

Según las autoridades, el escenario pasivo es que la economía crezca entre el 3.3% y 3.5% anual, porcentaje que ratifica la tendencia hacia la desaceleración económica si comparamos dicho valor con el crecimiento del PIB durante el 2004, 2005 y 2006.

Con la finalidad de poder realizar una proyección adecuada del futuro de la empresa, además de analizar su entorno macroeconómico, se debe considerar el riesgo y factores específicos del sector al cual pertenece, el mismo que para el presente caso, puede ser analizado a través del comportamiento del rubro "RESTAURANTES, CAFÉS Y OTROS ESTABLECIMIENTOS QUE EXPANDEN COMIDAS Y BEBIDAS", de la clasificación CIUU 6310.

El mercado de consumo de comidas rápidas ha tenido un buen desenvolvimiento en los últimos años, específicamente durante el período 2003 al 2005, donde el nivel de ventas (en millones de dólares) fue de 155.8, 142.6 y 155.7 respectivamente. En efecto, se puede atribuir un claro aumento de las ventas de dicho sector a la estabilidad económica experimentada en el Ecuador durante los últimos años, así como al constante crecimiento de la demanda interna.

Para finales del 2005 el sector contó con 440 empresas que disponían en conjunto de un total de activos de 83.8 millones de dólares y pasivos por 72.5 millones de dólares, habiendo generado utilidades por 30.3 mil dólares en ese año.

2.2. Mercado objetivo

Desde siempre los productos de la línea de negocios que provee la cadena "Comidas Rápidas", han estado dirigidos al segmento superior del mercado de comida rápida del Ecuador.

En el caso de este tipo de productos la decisión de compra del consumidor suele basarse sobretodo en factores sociales, y en factores personales determinando una mayor orientación hacia un cliente que pertenece al sector socio económico medio, medio-alto y alto.

2.3. Ventajas competitivas

La alta productividad de la empresa, que le ha permitido mantener varias ventajas frente a la competencia, se basa en tres pilares:

Economías de escala.- Dado que la empresa pertenece a una cadena de restaurantes a nivel nacional y que su estructura, si bien se maneja con independencia societaria, está integrada a través de una sola estructura holding, y, que al momento de producir combos y tener como mercado objetivo a una gran parte de la población que consume comidas rápidas, la empresa ha sabido aprovechar la ventaja de poder producir con economías de escala, en grandes volúmenes y menores costos sin desmejorar la calidad del producto.

Curva de aprendizaje y experiencia.- "Comidas Rápidas" S.A., al pertenecer a un gran grupo empresarial propietario de restaurantes de la misma marca a nivel nacional, se beneficia directa e indirectamente de la tecnología implementada, experiencia vivida y conocimiento del personal de otros locales, así como de la empresa holding. Estos factores permiten que las tareas y funciones de los empleados se vuelvan más sencillas, facilitando el aprendizaje y mejorando continuamente los procesos de elaboración de productos, y así poder servir con mayor eficiencia al cliente.

Estandarización de los productos.- La búsqueda de productos estandarizados apoya la producción en escala, contribuyendo a la disminución en costos y suministrando una mejor calidad en el producto. De esta manera se puede proporcionar al cliente potencial un paquete de productos de consumo que sea de su agrado, llegando a la mayoría sin discriminar o enfatizar intereses específicos de los consumidores.

2.4 Ventas

El estudio del comportamiento de la variable ¨Consumo¨ para el Restaurante está elaborado en función a los registros históricos de la empresa (datos unificados) desde los años 2000 – 2006. Un análisis más profundo de esta variable se realizará en el tema Estructuración Financiera y Calificación de Riesgo.

Tabla 1.1
Resumen del registro histórico de ventas (anual)

AÑO	VENTAS	NÚMERO DE TRANSACCIONES ANUALES	TICKET PROMEDIO
2000	$589.809,00	172271,00	$3,42
2001	$1.039.574,00	190293,00	$5,46
2002	$1.250.634,00	192787,78	$6,49
2003	$1.307.378,56	193836,00	$6,74
2004	$1.291.478,05	181298,00	$7,12
2005	$1.249.256,87	175201,00	$7,13
2006	$1.363.350,58	185713,06	$7,34

Fuente: Restaurante de "Comidas Rápidas" S.A.

2.5. Necesidades de inversión

El inmueble donde funciona actualmente el restaurante, ha sido arrendado al Muy Ilustre Municipio de Quito, desde inicios de las operaciones, acordando en el contrato de arrendamiento una opción de compra para dicho bien durante la vigencia del contrato, que es de 10 años.

En relación con el terreno del local, posee una superficie de 2303.09 metros cuadrados, valorados en $450.00 el metro cuadrado, y dando como resultado un avalúo total de $1'036,390.5. Al realizar el avalúo de la construcción, se obtuvo como resultado $240,181.79.

Se ha definido necesario adquirir el inmueble, tanto terreno como edificación, dejando a un lado la estructura de alquiler que provoca gastos considerables para los resultados de la empresa.

Por otra parte, se considera necesario realizar una remodelación del local, mejorando infraestructura general por un valor de $104,111.00.

3. Marco histórico y legal de la titularización

3.1. Concepto básico de Titularización

La titularización es un mecanismo de desintermediación que rediseña el flujo de caja que genera un activo destinado a cumplir un objetivo determinado; con el fin de que sirva como base para la emisión de títulos valores o de certificados de participación que serán colocados en el mercado, entre distintos inversores.

3.2. Antecedentes legales - Caso Ecuador

La primera Ley de Mercado de Valores de Ecuador fue publicada en el Registro Oficial No.199 del 28 de mayo de 1993, siendo la primera que se expidió con el fin de regular el funcionamiento del Mercado de Valores en el Ecuador. Su principal aporte fue la constitución de las casas de valores en lugar de los agentes de bolsa, administradoras de fondos, del depósito centralizado de valores, y la transformación de las bolsas de valores de compañías anónimas a corporaciones civiles sin fines de lucro.

Recientemente se publicó la nueva "CODIFICACIÓN DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES", en el Registro Oficial 215 del 22 de febrero del 2007; y de manera similar se creó el reglamento donde se encuentran las leyes específicas aplicables para los procesos de titularización: la "CODIFICACIÓN DE LAS RESOLUCIONES EXPEDIDAS POR EL CONSEJO NACIONAL DE VALORES" mediante Resolución CNV-08-2006. Esta ley aplicó muchos cambios necesarios por los efectos de internacionalización en el mercado de valores, sobretodo en forma y en estándares pendientes por exigir. Las dos leyes serán la base del presente estudio, que ventajosamente se regirá dentro de un marco legal recientemente actualizado y reformado.

4. Fideicomiso de titularización

4.1. Concepto

El fideicomiso mercantil, se define como un contrato en el que una o más personas llamadas constituyentes o fideicomitentes transfieren, de manera temporal e irrevocable, la propiedad de bienes a un patrimonio autónomo, dotado de personalidad jurídica para que la sociedad administradora de fondos y fideicomisos cumpla con las finalidades específicas instituidas en el contrato de constitución, bien en favor del propio constituyente o de un tercero llamado beneficiario.

Basándonos en esta figura, la presente titularización se valdrá de las ventajosas características del fideicomiso para poder obtener los fondos necesarios para la adquisición del inmueble donde funciona el local y para financiar su remodelación, objeto del análisis del presente proyecto.

4.2. Ventajas

- Otorga liquidez a un activo no transable, ya que utiliza activos que estén como recursos improductivos en manos del originador, para obtener un recurso del mercado o financiamiento.
- Permite al mercado de valores ofrecer una diversidad de títulos en términos de estructura, rendimiento y maduración de los valores.
- Se genera una nueva área de negocios para los operadores tradicionales del mercado financiero: casas de bolsa, administradoras de fondos y fideicomisos, calificadoras de riesgo, entre otras.
- El originador que utiliza titularización versus la empresa que se financia a través de deuda, incrementa la rotación del activo, reduce sus activos fijos o destina a un patrimonio autónomo e independiente sus flujos futuros. De esta manera, a través de un intercambio de activos (de activos corrientes a activos intangibles), varios índices financieros se mantienen en sus mismas condiciones, en lugar de verse perjudicados mediante un mayor apalancamiento financiero y un menor ROA (retorno de activos).
- Dado que la calificación de riesgo con la cual se presenta un proyecto de titularización esta calculada con respecto al título y sus activos de respaldo, independientemente del riesgo del originador, se beneficiarán aquellas empresas apalancadas al contar con la opción de financiamiento externo sin más deudas y el inversor al adquirir títulos asumiendo el riesgo de la operación únicamente con respecto a los activos utilizados. Esto punto se refleja también en el costo de la emisión, el mismo que será menor al que le tocaría asumir bajo un esquema diferente a la titularización, ya sea mediante crédito directo o emisión de obligaciones, considerando el mayor nivel de riesgo con el cual podría ser calificado.

4.3. Elementos

Existen tres elementos básicos dentro de un Fideicomiso:

El Fideicomitente.- Es la persona natural o jurídica que constituye el Fideicomiso Mercantil y transfiere los bienes para ser manejados por el fiduciario. En este caso, es la empresa Originadora Restaurante "Comidas Rápidas" S.A.

El Fiduciario.- Es la sociedad legalmente autorizada para estructurar y administrar negocios de esta naturaleza. Esta sociedad, en calidad de representante legal, administra el patrimonio autónomo. Se encargará de contratar a su cargo a las siguientes empresas para que asuman determinadas responsabilidades:

- Calificadora de riesgo, pues la Superintendencia de Compañías exige se cuente con este criterio como referencia para el inversionista que estudia un Prospecto de Oferta Pública.
- Agente colocador, que tendrá la función de colocar los valores emitidos y que se contratará bajo la común modalidad del mejor esfuerzo en underwriting.
- Agente recaudador, que deberá encargarse de encaminar los flujos futuros generados directamente hacia el fideicomiso de titularización.
- Agente pagador, entidad bancaria donde se creará la cuenta del Fideicomiso para que sean trimestralmente debitados los valores exigibles por los tenedores de títulos valores.
- Auditora externa, que estará encargada de realizar anualmente la auditoria al Fideicomiso hasta la liquidación del mismo.
- Contralor Fiduciario, que será la persona natural o jurídica encargada de realizar las funciones del Agente recaudador en caso de ser requerido por el Agente de Manejo.

El Beneficiario.- Es la persona natural o jurídica que gozará de los frutos que se produzcan de la administración de los bienes fideicomitidos, una vez transcurrido el tiempo y cumplidas las condiciones previstas en el contrato. Los inversionistas, como tenedores de valores serán los principales beneficiarios, sin embargo al Originador se lo considerará como beneficiario secundario.

4.4. Aspectos económicos

4.4.1. Aspectos tributarios para los inversionistas

Los beneficios que se originen del patrimonio autónomo, serán distribuidos entre los beneficiarios, sean los inversionistas o el originador, quienes tendrán la obligación de declarar el respectivo impuesto a la renta de acuerdo a la Ley de Régimen Tributario.

El fideicomiso mercantil se limitará a presentar al Servicio de Rentas Internas (SRI) un detalle mensual con los datos de los beneficiarios, así como el monto y fecha de los beneficios obtenidos.

Como institución financiera a partir del 1ro de Julio del presente año la Fiduciaria deberá modificar el porcentaje de retención con respecto a los rendimientos financieros a retener a los beneficiarios, pasando a ser del 1%.

4.4.2. Análisis de la emisión de valores

Se emitirán y colocarán valores de carácter a la orden, hasta por un valor nominal total de un millón cuatrocientos ochenta mil dólares (US$1,480,000.00)

La Serie A corresponde a una tasa de interés reajustable. Para poder determinar la tasa que se ofrece en este proyecto se la estimará en base a la Tasa Libor de 90 días, más los puntos necesarios para alcanzar inicialmente una tasa del 8.5% a entregar en el primer pago a los inversionistas. Este porcentaje adicional, se considerará fijo hasta el fin del presente proyecto, por lo que la tasa se reajustará trimestralmente dependiendo de la variabilidad de la tasa Libor, sin que por esto se sobrepase el 10.25% considerada como una de las tasas máximas que se pagan en el mercado ecuatoriano de titularizaciones.

5. Estructuración financiera y calificación de riesgo

5.1. Proyección de Ingresos y Gastos del Originador

Dado que se cuenta con datos históricos que describen la situación financiera de la empresa desde inicios de sus operaciones, es decir 1999 hasta finales del 2006, para la determinación de los flujos futuros se ha realizado un análisis considerando un rango de datos más amplio que el mínimo de tres años que determina la ley de Mercado de Valores, estableciendo como período de análisis los años comprendidos entre Enero del 2001 hasta diciembre del 2006.

Se ha partido del supuesto de que las ventas futuras son el producto del Número de Transacciones Totales generadas por año en el establecimiento, multiplicado por el precio promedio por cada transacción en el mismo año, por lo cual se realizaron estimaciones para cada una de las siguientes variables consideradas como determinantes para el presente análisis:

- Índice de Precios del Consumidor del Ecuador o Inflación anual
- Tasa de Crecimiento del Salario Real del Ecuador.
- Crecimiento del Número Total de Transacciones Anuales, denominada como Crecimiento de Transacciones,
- Inversión en Remodelación del Establecimiento por año.

Como resultado de las proyecciones individuales de las variables mencionadas anteriormente, se calcularon los flujos de ventas para el período comprendido entre el 2007 al 2017, los mismos que presentan una distribución logarítmica que se la podría explicar con la regresión: $ventas = 28803\ln(t) + 96779$.

Una vez estimadas las variables de ingresos se procedió a determinar las variables de costos y gastos con el fin de poder estructurar el Flujo Futuro del Originador a un horizonte equivalente al tiempo de duración del proceso de titularización.

Adicionalmente, para la proyección de las variables de gastos y costos, se tomaron en consideración las políticas de la empresa en torno a control presupuestario y eficiencia en la utilización de los recursos, así como consideraciones especiales impuestas por el grupo franquiciador estipuladas en el contrato de franquicia.

5.2. Costo de la Titularización

El Costo proyectado de la Titularización está compuesto por los Gastos Iniciales para la instrumentación, estructuración y demás procesos necesarios para la iniciación de la Titularización, así como los gastos recurrentes durante la vida del Fideicomiso, necesarios para el mantenimiento de la estructura, y que incluyen los pagos de intereses y capital de los títulos que se emitan.

Los costos iniciales alcanzan los $ 29,442.00, e incluyen los siguientes rubros:

- Calificación de Riesgo,
- Registro Superintendencia,
- Avaluo del Flujo del Originador,
- Inscripción en Bolsa,
- Comisión de Bolsa,
- Comisión Casa de Valores,
- Gastos Notariales,
- Publicaciones,
- Impresiones, Folletos, títulos
- Otros,
- Auditoría Inicial,
- Estructuración Financiera,
- Estructuración Fiduciaria

Mientras que los gastos y costos recurrentes a lo largo de la titularización son los siguientes:

- Actualización Calificación de Riesgo,
- Pago de interes,
- Pago de Capital,
- Tasa Fideicomisos Mercantiles Superintendenica Companias,
- Mantenimiento en Bolsa,
- Administración mensual del Fideicomiso,
- Auditoría Anual del Fideicomiso,
- Honorario de Liquidación del Fideicomiso,
- Agente Pagador.

Del Flujo de costos de la Titularización se determinó que el costo trimestral del proceso para el Originador es del 2.51%, lo que equivale a un costo anual del 10.41%.

5.3. Ingresos del Fideicomiso

Se determinó que el Porcentaje generador del Flujo del Fideicomiso con respecto a los Ingresos del Originador es determinado por el Valor Presente del Costo proyectado de la Titularización dividido para el Valor Presente de las Ventas Proyectadas del Originador.

El porcentaje generador del Flujo de Fideicomiso resultante, corresponde al porcentaje de las ventas del negocio que deberán ser destinadas en todo momento al fideicomiso con la finalidad de que este vehículo jurídico y administrativo pueda atender las obligaciones de la titularización.

5.4. Índice de Desviación del Flujo de Ingresos

Con la finalidad de realizar un análisis más completo, que cubra un mayor rango de escenarios posibles, se procedió a determinar el Índice de desviación del Flujo de Ingresos a través del método de Monte Carlo, es decir se realizaron 10,000 iteraciones que representen distintos escenarios potenciales para las variables explicativas de las ventas.

Utilizando el método antes referido, se busca determinar la distribución de las Ventas a través del Valor Presente de los flujos futuros comprendidos entre el 2007 al 2017, para lo cual se establecieron como variables objetivos para las iteraciones a los coeficientes de las regresiones utilizadas para calcular la demanda del Originador (regresiones para la determinación del número de transacciones por año, ticket promedio y Salario Real).

Como resultado de la simulación, el Índice de Desviación fue del 3.28%, por lo que, tal como lo determina el Art. 17, Sección IV, Capítulo V, Título III de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores, los mecanismos de garantía deben cubrir en 1.5 veces el índice de desviación, con lo cual el porcentaje correspondiente al exceso de flujos de fondos con relación a los Ingresos del Originador será del 4.93%.

5.5. Mecanismos de Garantía

Se han establecido cuatro mecanismos de garantía que deberá mantener el presente Fideicomiso con la finalidad de obtener buenas referencias para la calificación de Riesgo y aceptación en el Mercado de Inversionistas.

El primer mecanismo consiste en el porcentaje del flujo que genere el Originador y que entrará al fideicomiso como *Exceso de Flujo de Fondos*, es decir tendrá la finalidad de cubrir eventuales requerimientos de efectivo para poder satisfacer las obligaciones de la titularización.

El segundo mecanismo consiste en un *Fondo de Reserva* líquido que permita cubrir en todo momento exactamente el próximo pago de intereses y capital de los títulos emitidos y colocados.

El tercer mecanismo, el *Fondo Anticipado*, consiste en un fondo de recursos que el Fideicomiso debe mantener en todo momento para poder cubrir el pago del total de gastos del siguiente período por concepto de proveedores y servicios de terceros que se requieran para mantener la estructura del fideicomiso.

Como último resguardo, se deberán aportar al fideicomiso el *Inmueble y activos fijos* que sean adquiridos con la finalidad de que en un caso extremo, el Fideicomiso pueda enajenar dichos bienes y satisfacer las obligaciones pendientes con los recursos provenientes de dicha realización.

El Fideicomiso deberá mantener en todo momento los mecanismos de garantía descritos anteriormente, para lo cual deberá reponer o provisionar periódicamente los flujos de efectivo que sean necesarios a dichos fondos. Así mismo, podrá realizar reposiciones o devolución trimestrales de los flujos remanentes al Originador.

5.6. Validación del Monto a Emitir

Para poder calcular el monto a emitir a través del presente proceso de titularización, además de determinar los valores requeridos para la compra del inmueble donde funciona actualmente el restaurante de “Comidas Rápidas” y realizar una remodelación del mismo, se incorporó en dicho cálculo los mecanismos de garantías detallados en el apartado anterior necesarios para mantener la cobertura inicial y poder conseguir una calificación de riesgo AAA que permitiría que los títulos sean fácilmente colocados en el mercado.

Tal como lo determina el Artículo 5, Sección IV, del Capítulo V, De la Titularización, en la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, el monto a emitir de una titularización de flujos futuros, no podrá exceder el 90% del flujo total o ingresos presupuestados para dicha emisión. Con esta premisa, y para poder emitir los títulos con valores nominales o denominación sin decimales, se fijo el monto total de la emisión en $ 1’480,000.00, suma que se utilizaría de la siguiente forma: $1.276.572,29 para la compra del inmueble, $ 29,442.00 por reembolso de los gastos iniciales al Originador, $68,450.37 y $786.90 correspondientes a los mecanismos de garantía de Fondo de Reserva y Fondo Anticipado, respectivamente y a su vez, un valor de $ 637.44 que corresponde al exceso de emisión que sería destinado para el patrimonio del fideicomiso, y con el cual, se podrá cubrir eventuales gastos una vez que se haya constituido el Fideicomiso.

5.7. Flujos de Caja proyectados del Originador

Como punto de partida para tener una base de comparación de las ventajas y efectos financieros y tributarios del presente proyecto, se realizó un flujo de caja del Originador sin considerar la realización del proyecto, para el período comprendido entre el 2007 al 2017.

Los ingresos proyectados del presente flujo son menores a los obtenidos en el escenario con titularización, debido a que no se realizan inversiones en Infraestructura del inmueble, siguiendo el supuesto de que el restaurante de ¨Comidas Rápidas¨ al no ser propietario del mismo y continuar sus operaciones mediante alquiler, únicamente realizará inversiones menores en remodelación, no significativas e influyentes en los consumidores por lo que la demanda no se verá afectada.

Se decidió utilizar como medida de comparación al VAN del Originador durante el período de la titularización, el mismo que, para el flujo del presente apartado que no considera la realización del proyecto, fue de $912,914.00, tomando en cuenta para dicho cálculo el valor de desecho o de perpetuidad de los flujos, el mismo que consiste en el último flujo de caja dividido para la tasa de descuento de la empresa (CAPM).

Adicionalmente se realizó el Flujo de Caja del Originador considerando el efecto de la titularización, en el que se incorpora un Rubro de Ingresos que corresponde al Reembolso o reposición de los Gastos Iniciales del proceso de Titularización, los gastos incurridos por el Originador a inicios del 2007 para iniciar el proceso de titularización, y otros gastos de Titularización, que representan la pérdida declarada por el fideicomiso y que se deberá considerar al momento de realizar la declaración de Impuesto a la Renta, donde el Originador deberá adjuntar la declaración del Fideicomiso del mismo período, configurando así un traspaso del gasto o disminución en la base imponible del Originador para el pago de impuestos.

El VAN del presente flujo para el mismo período de análisis contemplado en el Flujo del Originador sin Proyecto es de $1.189.469,11, es decir $276.555,11 mayor al obtenido bajo un escenario sin titularización.

5.8. Flujo de Caja del Fideicomiso

Al igual que lo realizado con los Flujos del Originador que incorporan el efecto de la titularización, se realizaron Flujos mensuales del Fideicomiso para cada año del proceso de Titularización, donde el porcentaje de las ventas que son cedidas al fideicomiso no son registrados como ingresos, ya que no constituyen una fuente generadora de ingresos, simplemente son aportes al patrimonio, razón por la cual al incorporar en el Estado de Resultados los gastos y costos recurrentes en el proceso de titularización, incluyendo el pago de intereses, se reflejan utilidades antes de pagar el Impuesto a la Renta negativas.

Dado que la Finalidad del Fideicomiso es simplemente el medio para poder realizar la titularización por lo que, los recursos que son aportados únicamente son utilizados para cubrir los gastos y todos los excedentes son restituidos al Originador, tiene una TIR del 0%.

5.9. Flujo de Caja proyectado del Inversionista

Otra perspectiva importante de se debe considerar es la del inversionista de los títulos valores, donde cabe resaltar que los flujos que perciben por la compra de los títulos, genera un rendimiento real del 8.77% anual, superior a la tasa cupón del título que es del 8.5% y a las diferentes alternativas de inversión del mercado ecuatoriano.

5.10. Calificación de riesgo

De acuerdo al Art. 12 de la Ley de Mercado de Valores es necesario contar con una calificación de riesgo para poder realizar ofertas públicas de valores provenientes de procesos de titularización. La importancia de este criterio, pasa a ser fundamental desde la óptica del inversionista, e imprescindible para fundamentar la capacidad de generación de flujos por parte del Originador.

Los principales criterios para este análisis vienen definidos por la Ley de Mercado de Valores, donde se requiere esencialmente el análisis y evaluación de la información administrativa y financiera proporcionada por el Originador referente a los flujos o patrimonio autónomo a configurarse, reforzando así la estructuración financiera de la emisión.

Utilizando el método de Monte Carlo, con 10,000 iteraciones y aun 95% de nivel de confianza en las simulaciones, se realizaron varios análisis de sensibilidad basados en la descripción y evaluación del comportamiento histórico de las variables utilizadas para realizar las proyecciones de los flujos futuros tanto del Originador como del Fideicomiso. A través de dichos análisis se encontró que el rango de posibles tasas reales para el inversionista estarán entre el 4.37% y 10.29%, donde existe un 51.25% de probabilidad de que la tasa sea superior al 8.5% con que se trabajó el presente proyecto. Por otro lado se determinó que el rango de posibles Valores Actuales Netos para el Originador va desde USD 895.017,41 a USD 1'418.636,12, lo que demuestra que existe un 99,74% de probabilidad de que el VAN del Flujo con titularización sea superior al VAN obtenido por la empresa para dicho período (USD 902.310,74) en el caso de que no incursionase en el proyecto.

6. Conclusiones

Mediante el análisis de las variables del micro y macroentorno que podrían afectar el desarrollo del presente proyecto, se han presentado los suficientes juicios de valor para obtener una calificación de Riesgo de los títulos AAA. Por lo tanto, con el respaldo de una estructura legal y financiera que demuestra la viabilidad del ejecutar la Titularización, será factible colocar exitosamente los títulos valores de este proceso, en el mercado nacional.

A través del uso de este mecanismo (La titularización), se presentan los siguientes beneficios para los diferentes partícipes dentro del Mercado de Valores Ecuatoriano: diversificando riesgos para los inversionistas que prefieren valores de renta fija; menores costos para la empresa Originadora a través de tasas de hasta 4 puntos menores que las del sistema financiero tradicional; y presentando una nueva área de negocios para las Casas de Valores, Administradoras de Fondos y Fideicomisos, Calificadoras de Riesgo, entre otras.

7. Referencias bibliográficas

1. Carvajal Córdova, Mauricio. Aspectos Jurídicos de la Titularización de Activos. Biblioteca Jurídica Dike. Colombia. 1996.

2. Andrade Ubidia, Santiago. Los Títulos Valor en el Derecho Económico. Ediciones legales. Ecuador. 2002.

3. Larrea Andrade, Mario. Régimen Jurídico de la Titularización de Activos. Ediciones legales. Ecuador. 2003.

4. Fernández, Pablo. Valoración de empresas, cómo medir y gestionar la creación de valor. Ediciones Gestión 2000. Tercera Edición. 2004.

5. Fabozzi, Frank J. Modigliani, Franco. Ferri, Michael G. Mercados e Instituciones Financieras. Pearson Prentice Hall. Primera Edición.

6. Parducci Romero, Emilio. Derecho Societario No.5. Edino. Ecuador. 2000.

7. Jorion, Philippe. Valor en Riesgo. Editorial Limusa. México. 1999.

Páginas de Internet:

8. Bank Watch Ratings – Calificadora de Riesgo www.bankwatchratings.com

9. Ecuability - Calificadora de Riesgo www.ecuability.com

10. Yahoo Finance www.finance.yahoo.com

11. Superintendencia de Compañías www.supercias.gov.ec

12. Bolsa de Valores de Guayaquil www.mundobvg.com

13. Banco Central del Ecuador www.bce.fin.ec

14. González Torre, Dr. Roberto. La Titularización de Activos a la Luz de la Ley de Mercado de Valores. http://www.vinodkothari.com/sececuad.htm

15. Contreras, Ricardo. Titularización De Activos: Aspectos Básicos Y Su Implementación En El Salvador. http://www.bcr.gob.sv/publicaciones/boletin_economico/boletin_20020506_doc_completo.pdf.