


**VALORES VTC-PRIMERA-
AZENDE**

Cuarto Seguimiento

**PRIMERA TITULARIZACIÓN
DE FLUJOS-AZENDE**
Calificación

Serie	Calif. Anterior	Calif. Actual	Ultimo Cambio
A	AA+	AA+	--
B	AA+	AA+	--

Características de la Emisión

CARACTERÍSTICAS TÍTULOS		
	Serie A	Serie B
Monto autorizado	USD 4 MM	USD 2 MM
Monto emitido (USD)	USD 4 MM	USD 2 MM
Saldo Insoluto (USD)	USD 3 MM	USD 1.66 MM
Plazo total	1800 días	1080 días
Fecha Emisión	08-feb-2011	08-feb-2011
Fecha Vencimiento	08-feb-2016	08-feb-2014
Amortización Capital	Trimestral	Trimestral
Pago Interés	Trimestral	Trimestral
Tasa de interés	8,50%	7,75%
Base cálculo interés	360 días	360 días

Contrapartes Relevantes

Originador y Agente de Recaudo: Corporación Azende Cia. Ltda.

Fiduciaria: Unifida S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos (HOLDUNTRUST)

Estructurador Financiero: Analytica Securities C.A. Casa de Valores

Estructurador Legal: Profilegal Cía. Ltda.

Punto de Equilibrio: Un valor

Contactos

Carlos Ordóñez, CFA
(593-2) 2269-767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Guissela Salgado
(593-2) 2269-767 ext. 106
gsalgado@bwratings.com

Lorena Oliva
(593-2) 2269-767 ext. 108
loliva@bwratings.com

FECHA COMITE: Agosto 31, 2012

FECHA INFORMACIÓN: Junio 30, 2012

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de calificación de BankWatch Ratings ha decidido mantener la calificación de las **Serie A y B** que emitió el Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización de Flujos – Azende”, en “AA+”, que de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores:

“Corresponde al patrimonio autónomo que tiene muy buena capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.”

La calificación emitida es una calificación en escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito de la transacción.

La generación de los flujos futuros del fideicomiso para el pago a los inversionistas, depende de la voluntad del Originador y su comportamiento, en consecuencia la calificación se fundamenta en la calificación realizada por BWR a Corporación Azende en su calidad de emisor. La calificación de AA+ concedida a la titularización por el Comité de Calificación, es igual a la calificación de riesgo de crédito de largo plazo del Originador.

Esta evalúa su capacidad de pago y desempeño como negocio en marcha, así como la estabilidad y cobertura de las series a emitirse con los flujos a los que tendrá derecho el Fideicomiso.

La estructura financiera del Fideicomiso otorga a los inversionistas de la Primera titularización de flujos futuros de Corporación Azende, prelación sobre el derecho de cobro titularizado frente a los demás acreedores del Originador. La calificación considera el hecho de que el agente de recaudo del mismo es el propio Originador.

La cobertura de las obligaciones del Fideicomiso frente al flujo que ingresa mensualmente se mantiene holgado, es superior a la incluida en el escenario base

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado. La información de este reporte es propiedad de BankWatch Ratings y podrá ser reproducida únicamente con indicación de la fuente.



de la calificación inicial, y adicionalmente evidencia una tendencia a incrementarse.

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la validez legal y vigencia del patrimonio autónomo.

PRESENTACIÓN DE CUENTAS

Para la realización del presente reporte se analizó la siguiente documentación:

- Estados financieros e Información Suplementaria a diciembre-2011 del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Azende, examinados por la firma Grant Thornton Dbrag Ecuador Cía. Ltda., con información comparativa a diciembre-2010, auditada por Audicomex Cía. Ltda. En ambos casos los auditores externos opinan que dicha información preparada con normas NIIF, presenta razonablemente la situación financiera, resultados de operación, cambios patrimoniales y flujos de efectivo. En mayo-2012 se vuelve a emitir el informe de auditoría sobre el examen a los estados financieros a diciembre-2010, por correcciones de errores en las normas NIIF.
- Estados financieros mensuales no auditados del Fideicomiso desde su fecha de inicio a junio-2012, e información adicional solicitada con este corte, principalmente en relación al activo titularizado y a las contrapartes relevantes.
- Estados financieros a diciembre-2011 de Corporación Azende, en su calidad de Originador, examinados por PKF Accountants & Business Advisers, quien emitió una opinión limpia sobre su razonable presentación, e información interina a febrero-2012. Los estados financieros se preparan bajo normas NIIF.
- Estados financieros e Información Suplementaria a diciembre-2011 de la Administradora de Fondos y Fideicomisos UNIFIDA S.A., en su calidad de Fiduciaria, examinados por la firma Grant Thornton Dbrag Ecuador Cía. Ltda. con opinión limpia sobre su razonable presentación. En abril-2012 se vuelve a emitir el informe de auditoría sobre el examen a los estados financieros a diciembre-2010, por correcciones de errores en las normas NIIF.
- Informe de calificación de riesgo del programa de papel comercial de Corporación Azende, realizado y publicado el 31 de julio de 2012, por Bankwatch Ratings.

HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

- En marzo-2012 se perfeccionó la fusión por absorción de la Corporación Azende con su empresa relacionada PLASAN, que era una empresa productora de envases plásticos.

- En mayo-2012 Corporación Azende inicia la producción y distribución de la línea Nestea, bajo el acuerdo firmado con Nestlé Ecuador.
- En diciembre-2011 Dacorclay Cía. Ltda, empresa de propiedad de Corporación Azende (99.84%), pasa a ser el operador logístico de los productos de consumo que distribuye Azende, incorporando las rutas del cantón Cuenca desde febrero-2012, y sin incluir las del cantón Azogues.

Para que el Fideicomiso continúe recibiendo la recaudación de los puntos de venta de las rutas del Azuay, Azende firma un convenio con Darcoclay, quien se compromete al depósito diario del efectivo y cheques en la cuenta del Fideicomiso. El Fiduciario reporta que tales cambios no han tenido efectos negativos en la generación de flujos y derecho de cobro del Fideicomiso de Titularización de flujos futuros de la Corporación Azende.

CORPORACIÓN AZENDE (Originador)

Con fundamento en que los flujos futuros que pagarán las obligaciones del Fideicomiso dependen de la continuidad como negocio en marcha del Originador, la metodología de calificación de titularizaciones exige un análisis pormenorizado. Este ha considerado la última calificación de riesgo de crédito de Corporación Azende, y para la valoración del riesgo de la titularización, su estructura y fortalezas frente a las obligaciones del Originador.

La calificación de la estructura del Fideicomiso es coherente con la calificación de riesgo de crédito de Corporación Azende como emisor, la que actualmente es de **AA+**. La calificación de la titularización de flujos futuros está ligada a la percepción de riesgo en el largo plazo del Originador, dado el mecanismo de recolección de flujos titularizados, que si bien mitiga el riesgo de su desvío, no lo elimina.

La calificación del emisor incorpora la capacidad de la empresa para generar flujos y retornos en función de los niveles de endeudamiento que mantiene. La empresa cuenta con productos y servicios bien posicionados e importantes barreras de entrada. Las perspectivas a partir del año 2012 son positivas, especialmente por la incorporación a la producción y distribución de un nuevo producto de marca bien reconocida y amplia penetración en el mercado, lo cual tendrá un impacto importante en las ventas y flujos de Azende.

Se estima que la empresa está administrada por profesionales con experiencia y conocimiento del negocio. Además, la Administración ha mostrado una capacidad proactiva de innovar en mercados competitivos con lo que han podido posicionar a la



empresa en los últimos años. Los accionistas participan de la dirección y mantienen políticas consistentes con la realidad de la empresa y la experiencia de 45 años de trayectoria.

Corporación Azende se encuentra bien posicionada en las dos líneas principales de negocio que maneja. Por una parte la producción local de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, cuya participación de mercado ha crecido significativamente en los últimos años. Por otro lado, la capacidad desarrollada como una eficiente cadena de distribución de productos de consumo masivo, que es considerada como su principal fortaleza, y que le ha permitido el manejo exclusivo de marcas reconocidas.

El análisis de continuidad del negocio considera el posicionamiento de los productos de Azende, así como su capacidad de generar flujos y retornos en función del endeudamiento. En la producción local de bebidas alcohólicas (Zhumir) y no alcohólicas (Gatorade, Vivant, Deli), la participación de mercado ha crecido en forma importante en los últimos años. Por otra parte, la capacidad de la cadena de distribución de productos de consumo masivo, ha sido una fortaleza, que le ha permitido el manejo exclusivo de marcas reconocidas en el mercado.

Debido al posicionamiento de Azende, se estima que en un escenario de estrés elevado, su valor como negocio en marcha supere al valor de realización de sus activos, y le de opción de refinanciar sus pasivos. En adición, las perspectivas son positivas, al incorporar a la producción y distribución un nuevo producto con marca reconocida y amplia penetración en el mercado local e internacional, lo cual está aumentando las ventas y flujos desde abril-2012.

La calificación global determinó como riesgo relevante la concentración de 51% de las ventas en los productos de dos proveedores, sobre quienes no tiene injerencia en sus políticas comerciales. Esto le hace vulnerable y provoca alta volatilidad en el EBITDA. Se espera mitigar este riesgo con la diversificación de las ventas, que permitirá estabilizar sus flujos. La estrategia derivará en un EBITDA operativo, que según las proyecciones de Azende sería casi tres veces superior al registrado en diciembre-2011.

Estas dos características le permitieron conseguir la producción y distribución de una bebida con fuerte presencia de marca, respaldada por una multinacional líder del mercado.

Históricamente, uno de los principales riesgos observados en Azende ha sido la concentración de las ventas en productos de dos proveedores externos, cuyas ventas representan el 51% de las ventas totales, lo que también ha provocado alta volatilidad en el EBITDA. Este riesgo será mitigado con la diversificación de productos a partir del 2012, y se esperaría mayor estabilidad en los flujos.

De acuerdo a las proyecciones analizadas, la empresa mejoraría de forma importante su capacidad de generación de flujos, hasta alcanzar en el año 2012 un EBITDA operativo dos veces superior al observado a diciembre 2011.

Por otra parte, si bien la empresa muestra un incremento en el nivel de endeudamiento, se considera que aun con el incremento coyuntural la empresa mantiene indicadores moderados de deuda en función a su capacidad de generación y su patrimonio.

Sin embargo, dada la volatilidad histórica del EBITDA que Corporación Azende presenta por las características mismas del negocio, se espera que el nivel de endeudamiento se mantenga de acuerdo a lo proyectado para que la empresa no pierda su flexibilidad financiera.

En relación a la liquidez, la empresa debió afrontar requerimientos adicionales en el 2011 que presionaron los indicadores. Debido a las características del negocio, a su volatilidad y a la transferencia de fondos a terceros y accionistas, se estima que la liquidez no es una fortaleza propia. Sin embargo, las perspectivas son positivas de concretarse la producción y venta del nuevo producto a los niveles proyectados y de cumplirse las expectativas en cuanto a menores flujos en dividendos y hacia terceros.

Al margen de los riesgos propios del negocio y del mercado, se estima que el emisor estaría en capacidad de continuar generando al menos el nivel de flujos actuales. El flujo por ventas de los productos nuevos (Nestea, Red Bull) es una realidad desde el primer semestre de 2012, por lo que se estima que la empresa mantendrá su posición financiera y cubrirá de manera holgada el nivel de endeudamiento proyectado.

EVOLUCIÓN DE LA TITULARIZACIÓN

Títulos Emitidos

El 18 de enero de 2011, la Superintendencia de Compañías autorizó el proceso de titularización, y el 1 de febrero de 2011, la Bolsa de Valores aprueba la inscripción de la oferta pública de la emisión del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Azende hasta por USD 6MM. La colocación de los títulos inició el 8 de febrero de 2011, y terminó en el mismo mes, con la inversión de la totalidad de los títulos emitidos.

A junio-2012 se han pagado cinco dividendos de las dos series vigentes. Como hecho subsecuente se indica que en agosto-2012 vence el sexto dividendo de ambas series y se paga en tiempo y forma. El peso de la titularización de flujos futuros de Azende es de 8.68%, frente al total de pasivos y contingentes de la empresa.

Fondos Disponibles e Inversiones

La liquidez del Fideicomiso a junio-2012 es de USD 987M, 9% colocado como fondos disponibles en dos cuentas corrientes, de las cuales 99.4% corresponden a un banco calificado AAA- en escala local, y 0.6% al Banco Central del Ecuador. El 91% de la liquidez está en inversiones, sustentadas con 9 certificados de depósito que vencen en agosto-2012, emitidos por dos bancos locales con calificación global de riesgo AA+. Los fondos disponibles e inversiones cumplen con los parámetros mínimos de calificación establecidos en la escritura del Fideicomiso.

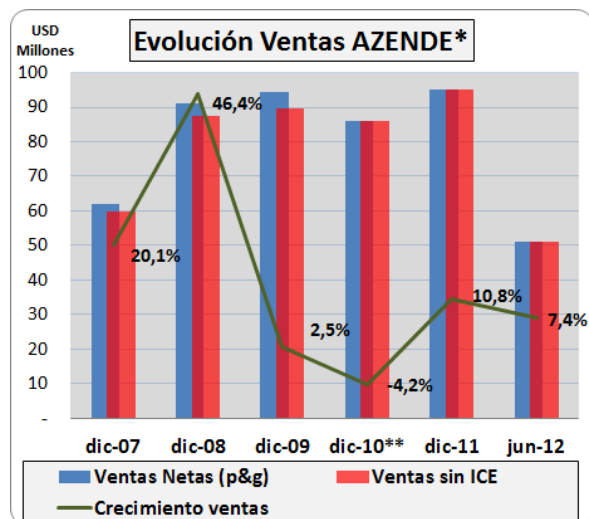
Los títulos sustentan el Depósito de Garantía por USD 351M, y la provisión mensual para el pago del próximo dividendo trimestral de las dos series emitidas por USD 453M.

ANÁLISIS DE ACTIVO SUBYACENTE

La primera fuente de pago de las obligaciones asumidas por el Fideicomiso con los inversionistas, son los flujos recaudados por el derecho de cobro futuro que se genere por las ventas de los productos (excluidos lubricantes) en las rutas de los cantones de Cuenca y Azogues.

Los flujos titularizados ingresan al Fideicomiso desde mediados de diciembre-2010, cuando la Fiduciaria apertura la cuenta respectiva en el Produbanco.

Evolución de las Ventas



* Ventas brutas de impuestos (ICE ni IVA). De 2007 a 2009 corresponden a la compañía Jucremo

** Con la fusión de Jucremo y Destilería Zhumir, el ICE no forma parte de las ventas ni del costo de ventas.

Fuente: Corporación Azende y Unifida

Elaboración: Bankwatch Ratings

Corporación Azende (AZ) participa en el mercado como empresa industrial productora de bebidas alcohólicas y no alcohólicas, además de disponer de una cadena de distribución, que le permite la

comercialización de productos de consumo masivo. Se encuentra bien posicionada, al ofertar productos de alta aceptación en el mercado, además de tener un potencial de crecimiento futuro.

Para conseguir volumen de ventas a sus proveedores, cuenta con 70,000 puntos de venta en la localidad y dos empresas relacionadas para ventas al extranjero, que le da una capacidad instalada de amplia cobertura. La distribución se reparte en cerca de 300 rutas a nivel nacional, categorizadas dentro de macrorutas, según el sector geográfico y el tipo de producto; además de un canal independiente para la distribución a locales propios o relacionados. La frecuencia de las visitas es de una a dos veces por semana.

La mayoría de productos distribuidos por AZ son de consumo masivo con fecha de caducidad, necesitando de distribución y comercialización intensiva. Su red llega a diversos canales, 51% son puntos de venta que atienden a clientes finales, y 49% están dirigidos a mayoristas y sub distribuidores. Durante el último trimestre 2011, la subsidiaria Dacorclay se convierte en el brazo comercial de AZ, comprando inventario y distribuyendo a los distintos puntos de venta.

Las ventas han tenido volatilidad en los últimos años, reaccionando a eventos internos y externos. En el 2008, AZ modifica la composición de productos tradicionales de alimentos y bebidas con la distribución de lubricantes (Shell, Penzoil); de 2009 a 2012 influyen las fusiones de Jucremo, Destilería Zhumir, Plasan, entre otros cambios empresariales; y en el 2010 optan por líneas de distribución exclusiva que le dan mayor margen de rentabilidad, excluyendo 15 líneas.

El 2012 inician la distribución de nuevos productos de alto consumo, con buena posición en el mercado, que participan en 13% de las ventas registradas a jun.12, y que contribuirán al incremento del volumen de ventas estimado por AZ en 35% anual. En las proyecciones del 2013 actualizadas, AZ considera un crecimiento en ventas más moderado, del 6.5% anual.

A junio-2012, el 77% de las ventas se concentra en 3 productos, y el 95% en 6 productos. La tendencia de ventas de bebidas no alcohólicas, lubricantes y cárnicos ratifican un incremento respecto del volumen registrado el 2011; mientras que las bebidas alcohólicas y otras líneas, revelan tendencia a la baja. Por la participación en las ventas, Gatorade (33.02%), pasa a ser la principal línea de AZ, seguida de Shell Ecuador (22,78%). La línea de Zhumir, que históricamente fue la de mayor participación, bajó a 20.8% de las ventas, ocupando el tercer lugar. Otras bebidas no alcohólicas como Vivant, Nestea y Deli, siguen en importancia, representando en conjunto 18.07% adicional.

Los productos Zhumir participan en el mercado nacional con 29%, tomando en cuenta todo tipo de

FINANZAS ESTRUCTURADAS

bebidas alcohólicas, según información proporcionada por AZ a diciembre-2011; y respecto de las marcas de bebidas similares, sube al 49.4% a nivel nacional. Estos datos evidencian un aumento de la participación de ene-12 dentro del segmento de bebidas alcohólicas de 7 puntos porcentuales, y considerando licores de caña a precios económicos de 4 puntos porcentuales.

Las proyecciones estiman que las ventas de Zhumir decrecerían -28% anual, por las políticas que buscan regular el consumo de bebidas alcohólicas. Esta línea ha afrontado incremento de impuestos acorde al grado alcohólico para el consumo local y establecimiento de horarios para limitar las ventas el fin de semana. La imposición de aranceles para frenar las importaciones, es ventajosa para los productores nacionales, mas la falta de controles mantiene la competencia, por la presencia del contrabando. La demanda de bebidas alcohólicas sería inelástica al precio, el que incluye el elevado costo impositivo.

Los indicadores de cobranza del 2012 proyectan un promedio de 45 días para cartera y 65 días para pago a proveedores. El 2011 registró 51 días para cartera y 61 días para cuentas por pagar, siendo la estrategia la de reducir plazos. No obstante, las cuentas por cobrar se incrementan 17.8% y las cuentas por pagar 87.6%, durante el primer semestre del 2012. Las políticas de AZ establecen plazos de pago según el volumen de ventas y el tipo de local. Por la diversificación en el número de clientes y alta rotación de los productos que comercializa, el gasto de provisiones representó 4% del saldo de cuentas por cobrar a diciembre-2011.

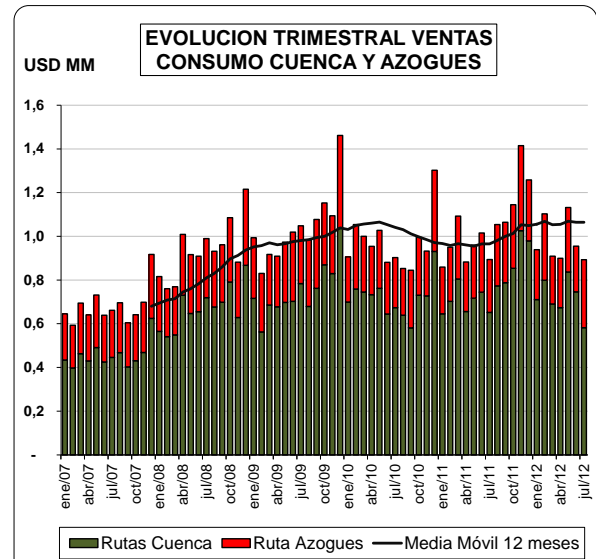
El riesgo de concentración de las ventas en Gatorade y Shell (55.8%), que son los principales proveedores de AZ, se mitiga con la suscripción de contratos formales de distribución de mediano y largo plazo. En adición, cabe relevar la capacidad de AZ de incorporar nuevos productos a la distribución, dada las fortalezas en cuanto a la cobertura geográfica, eficiencia en el servicio y generación de información estadística útil para la gestión comercial de sus clientes.

Análisis del Derecho de Cobro Titularizado

El derecho de cobro titularizado se genera cada vez que el Originador realiza una venta de productos de consumo disponibles, excepto lubricantes y grasas, a compradores de las rutas de distribución establecidas dentro de los cantones Cuenca y Azogues. Las rutas de estos sectores geográficos son tradicionales para AZ (más de 20 años de atención en ambos casos), y se consideran parte del negocio central. Las ventas a estas dos zonas representan aproximadamente 13% de las ventas totales en junio-2012.

Como primer mecanismo de garantía se ha establecido un exceso del flujo de fondos proveniente de los ingresos recaudados de la macrorruta Cuenca - Consumo y Azogues - Consumo, que tienen 31 rutas de distribución, y dan acceso a más de 8000 clientes

entre mayoristas y minoristas. La subsidiaria Dacorclay, propiedad mayoritaria de AZ, está a cargo de la distribución en todas las rutas, excepto en la provincia del Cañar, que está a cargo del codistribuidor que trabaja desde el 2003, y mantiene garantías reales que cubren su riesgo de crédito.



Nota: Ventas son brutas de ICE y no incluyen ventas de lubricantes ni ventas que realiza AZ a través de sus propios locales.

Fuente: Corporación Azende

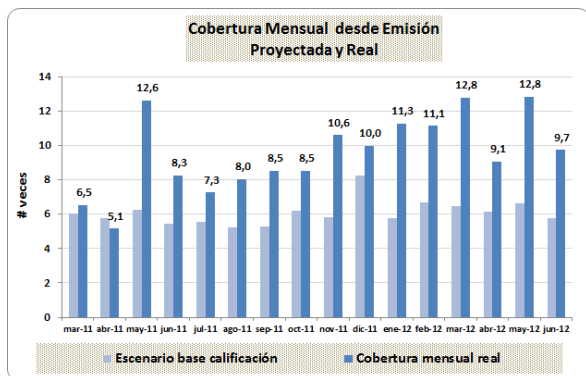
Elaboración: Bankwatch Ratings

La evolución de las ventas brutas de ICE, a través de las rutas del cantón Cuenca y Azogues, excluidas las ventas de lubricantes y las de AZ a través de sus propios locales, determina un comportamiento cíclico e histórico similar al total de las ventas. El primer semestre del 2012 la tendencia de ventas de consumo de Cuenca y Azogues proyecta un crecimiento anual de 8.51%, ligeramente superior al incremento real de ese segmento en el año 2011 (8%). La tendencia de crecimiento a nivel nacional para productos de consumo se estima en 2.64% en el 2012, aunque el de las ventas totales sería de 7.45%.

Evolución de la Cobertura

La entrega de los flujos provenientes del cobro del derecho de cobro titularizado al Fideicomiso estará siempre en función de la voluntad del Originador respecto a honrar sus obligaciones. Esta voluntad de pago, junto con su capacidad financiera, está reflejada en la calificación de riesgo que han recibido sus obligaciones con garantía general (AA+ en escala local).

La relación entre el flujo recibido por el Fideicomiso y los dividendos pagados en los 16 meses transcurridos desde la fecha de emisión, refleja el crecimiento en las ventas de consumo de AZ en las rutas titularizadas. La cobertura se encuentra en niveles holgados y es en promedio mayor que el cálculo realizado en la calificación inicial.



Nota 2: Bajo el supuesto de la colocación total del valor autorizado de las series A y B, en todos los períodos.

Conforme a las perspectivas de crecimiento de AZ en los próximos años, se espera que las coberturas tengan tendencia a incrementarse en el futuro.

En el informe de estructuración financiera se indica la metodología y el resultado del cálculo del índice de desviación de los flujos proyectados, que en un escenario pesimista resultó en 11.12%. Como consecuencia del exceso del flujo a titularizar, se contempla un depósito en garantía, que podrá ser utilizado en el caso de que no se pueda cumplir con el próximo pago trimestral de capital más intereses.

Considerando la cobertura promedio de los 12 últimos meses, el índice de desviación calculado por el estructurador financiero en la calificación inicial estaría cubierto en 86.9 veces. En consecuencia el Fideicomiso de la Primera Titularización de Flujos Futuros de Azende, cumple holgadamente el requerimiento legal de 1.5 veces. Adicionalmente, AZ determinó como monto del depósito en garantía el valor de USD 351M, que mantiene en un certificado de depósito en Unibanco.

Además se cuenta con una garantía subsidiaria, que es revolvente y operará en el caso de que en el día 65 contado desde el inicio de un período trimestral determinado, la Fiduciaria observe que el monto provisionado es inferior al 100% de la suma correspondiente al próximo cupón trimestral.

▪ UNIFIDA Administradora de Fondos y Fideicomisos (Agente de Manejo)

La Fiduciaria UNIFIDA S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos, actúa como Agente de

Manejo de la Primera titularización de flujos futuros de AZ. El nombre comercial es HOLDUNTRUST Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A., con base al cual presenta sus informes de rendición de cuentas, a fin de cumplir con las disposiciones de la Codificación de Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

La compañía se constituyó en Quito y se rige por las leyes ecuatorianas, cuya escritura pública se protocolizó ante el Notario Trigésimo Cuarto del Cantón Quito el 17 de junio de 2008, y luego fue reformada el 24 de julio de 2008. Su objetivo le faculta a actuar como agente de manejo en procesos de titularización, entre otras actividades autorizadas al amparo de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

La Fiduciaria tiene 4 años en el mercado, y administra 58 negocios fiduciarios, de los cuales 7 constituyen procesos de titularización y 4 son de flujos futuros con saldos a diciembre-2011. Los principales funcionarios de la institución tienen capacitación técnica y experiencia en el sistema financiero y otros sectores económicos. El gerente general tiene experiencia laboral en una empresa con canales de distribución importantes a nivel nacional.

UNIFIDA administra la información fiduciaria en el sistema especializado Gestor Inc., con sus respectivos niveles de acceso y seguridad a los diferentes módulos del sistema. La información importante es respaldada a diario en medios ópticos y cintas magnéticas, y semanalmente son almacenadas en el casillero de seguridad de un Banco local.

En nuestro criterio, UNIFIDA posee la capacidad técnica y administrativa necesaria para actuar como Fiduciaria del presente proceso de titularización.

▪ ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN

BWR ha recibido una opinión legal favorable respecto a la validez legal y vigencia del patrimonio autónomo.

En el informe de calificación inicial disponible en www.bankwatchratings.com se puede encontrar un resumen de la estructura de la Primera Titularización de Flujos Futuros de la Corporación Azende.



ANEXO 1

ENTORNO ECONÓMICO

El crecimiento del PIB en el 2011 superó las expectativas iniciales alcanzando 7.8% según las últimas cifras publicadas por el BCE. Parecería que la proyección de un crecimiento desacelerado para el 2012, tiene sustento según el comportamiento del último trimestre del 2011. De todos modos, seguirá siendo un buen año considerando sobretodo la situación económica internacional.

En el 2012, las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

A mediano plazo (2013-2015) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global. Se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público que mantiene una tendencia creciente y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. Por otro lado el gasto corriente representa la mayor parte del gasto del gobierno y este está financiado con fuentes adicionales a los impuestos.

Aunque se estima que en un futuro previsible las condiciones favorables en cuanto a la oferta de crédito y al precio del petróleo se mantendrán, es incierto hasta cuando estas condiciones prevalecerán. Preocupa la falta de ahorro y la ausencia de mecanismos de contingencia para enfrentar períodos de crisis.

El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO Y PREVISIÓN 2012

	2008	2009	2010	2011 prev.	2012 prev.
PIB (USD Mill 2000)	24,032	24,19	24,983	26,928	28,031
Inc. PIB (Mill.2000)%	7.24	0.36	3.60	7.78	5.40
PIB CORRIENTE (Mill USD)	54,208	52,022	57,978	65,945	71,625
Inc. PIB CORRIENTE%		-4.03%	11.45%	13.74%	8.6%
Inc.anual oferta y demanda global%(usd 2000)	8.10	-3.60	7.40	5.50	4.90
Inflación Anual %	8.83	4.31	3.33	6.12**	
Deuda total del Gobierno/PIB %	25.34	19.67	23.40	22.10***	20.35****
Deuda externa del Gobierno/PIB %	9.19	14.39	15.22	15.27***	14.06****
Deuda interna del Gobierno/PIB %	6.15	5.28	8.18	6.83***	6.29****
Cuenta Corriente/PIB %	2.0	-0.35	-3.31	-0.95	
Presupuesto General del Estado/PIB %	-1.10	-4.30	-1.60	-1.63	-5.20
Ingreso Sector Publico/PIB %	40.70	35.33	39.98	47.76****	
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	27.20	26.80	29.16	33.88****	
Inversión del Gobierno /PIB %	12.91	12.84	12.45	14.90****	
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	97.70	64.00	84.50	102.46*	
estimación BCE a marzo 2012					
fuente: Analisis Semanal - 2007 - 2011 BCE devengado , 2012 registro oficial y proforma PIB					
Debe notarse que la deuda del Gobierno no contabiliza deuda contraída a plazos menores de 360 días.					
Datos a septiembre 2011					
**BCE inflación anual a marzo 2012					
*** deuda a diciembre 2011/ PIB corriente proyectado					
**** deuda a marzo 2012/ PIB por proyectado 2012					
**** BCE con datos a diciembre 2011 actualizado					
*abril 9 de 2012					

El BCE ha actualizado su estimación en cuanto al crecimiento económico para el 2011 a 7.8%. Este crecimiento del PIB ha estado fomentado principalmente por inversión pública, lo que ha privilegiado el crecimiento del sector de la construcción, del agua y energía. El sector de la construcción ha sido apoyado también por el crédito del BIESS.

Algunos de los sectores que se han destacado durante el año 2011 se muestran a continuación, junto a las expectativas iniciales y al comportamiento esperado para el 2012:

sectores	2011 prev anterior	2011 prev actual	2012 prev actual
Refinación de Petróleo	25.4%	9.8%	-12.1%
Electricidad y Agua	8.0%	31.0%	5.0%
Construcción	14.0%	21.0%	5.5%
Servicios	6.9%	6.9%	5.7%
Explotación de Minas y Canteras	5.4%		
Intermediación Financiera	7.8%	9.8%	3.5%
Agricultura/Ganadería	4.6%	5.9%	4.9%
Productos de Madera y elaboración	10.0%		11.0%
Alimentación y Bebidas			10.2%
Textiles	9.0%		9.2%

* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica. Fuente:BCE

La oferta y demanda global que suma al PIB el comercio exterior, en el 2011 frente al año anterior, muestra una desaceleración con un crecimiento del 5.5% frente a un importante 7.4% del 2010. Para el 2012 se espera una desaceleración a 4.9%.

	2012	2009	2010	2011	2012
	PREV USD CORR	TASAS DE CRECIMIENTO			
OFERTA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
PIB	71,625	0.4%	3.6%	7.8%	5.3%
IMPORTACIONES	26,135	-11.6%	16.3%	0.7%	4.0%
DEMANDA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
EXPORTACIONES	22,286	-5.9%	2.3%	8.2%	2.9%
DEMANDA INTERNA	75,174	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%

FUENTE :BCE; ANÁLISIS SEMANAL

Dentro de la oferta, en el cuadro anterior se destaca el comportamiento de las importaciones que luego de una contracción importante en su crecimiento en 2011, para el 2012, la tasa de crecimiento se recuperaría, lo cual indicaría que las restricciones a las importaciones se aflojarían.

En cuanto a la demanda, se esperaría que la demanda externa crezca en apenas 2.9% luego de un importante aumento en el 2011. Se han creado políticas de incentivos que hacen más atractivo contratar con el sector público que exportar. No hay nuevas operaciones petroleras privadas de importancia. La demanda interna se incrementará a una tasa más alta que en 2012.

El desempeño de la demanda interna y las previsiones del BCE para el 2011, se muestra en la tabla siguiente:

COMPOSICIÓN DEMANDA INTERNA	2009	2010	2011	2012
PREVISIÓN DEL BCE	tasas de crecimiento			
				proy.
DEMANDA INTERNA USD 2000	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%
1) Consumo	-0.1%	6.9%	5.2%	4.7%
Estado	4.0%	1.4%	4.6%	3.7%
Hogares	-0.7%	7.7%	5.9%	4.9%
2) FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	-4.3%	10.2%	12.3%	5.3%
3) EXISTENCIAS	-30.8%	45.3%	-52.3%	17.2%

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china. Se estima que aun cuando la recaudación de impuestos ha mostrado una tendencia creciente, esta expansión no ha sido suficiente para cubrir por sí sola el creciente gasto corriente.

Como consecuencia de la política económica, altamente dependiente del gasto público, resulta que las importaciones crezcan más que las exportaciones antes de las restricciones impuestas, que las tasas de crecimiento tanto de la formación bruta de capital como del consumo de los hogares sean más volátiles y muestren variaciones más pronunciadas.

PERSPECTIVAS 2012

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
	5.4%	4.8%	5.0%	4.0%

Se esperará que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2012.

El precio del petróleo tiene buenas perspectivas pero no tendrá un incremento importante frente al 2011. Existen fondos disponibles adicionales de China y Rusia para proyectos

hidroeléctricos, pero estos llegarán a un límite en un momento dado que pudiera no ser el próximo año.

La desaceleración del PIB al 5.4%, explica el BCE, por la paralización de la refinería de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecería en apenas 0.3% en el 2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 6.1% en 2012.

Analistas económicos independientes estiman que el PIB petrolero se contraerá más de lo que prevé el gobierno y coinciden con las expectativas en cuanto al PIB no petrolero.

El crecimiento del PIB no petrolero seguirá siendo empujado por el consumo de hogares que se esperaría mantenga una tasa de crecimiento menor a la del 2011. De todos modos, siendo el 2012 año de propaganda electoral (elecciones enero 2013), el gobierno seguirá impulsando este consumo.

Las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

PERSPECTIVAS 2013 – 2015

El estimado del gobierno para el desempeño económico entre el 2013 y 2015 es de una persistente desaceleración a un limitado crecimiento del 3.3%. Estas expectativas se mantienen aun considerando que los dos principales proyectos de minería metálica en la provincia de ZAMORA, deberían estar produciendo y exportando en esos años.

El BCE estima que habrá una contracción del PIB petrolero en 2015. El crecimiento del PIB no petrolero se mantendría entre el 3% y el 4%.

El FMI concuerda con las tendencias de crecimiento esperadas.

SECTOR PRIVADO

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es Ley de "Control de Poder de Mercado" que ya está vigente.

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo.

Preocupa también la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de



tercerización laboral, lo cual constituye otra amenaza para el sector real de la economía.

SECTOR PRIVADO

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es Ley de “Control de Poder de Mercado” que ya está vigente.

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo.

Preocupa también la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye otra amenaza para el sector real de la economía.

Fuentes: BCE, Ecuador Análisis, El Comercio. Elaboración BWR en Abril 2012.