



Ecuador  
Cuarto Seguimiento

**FIDEICOMISO SEGUNDA  
TITULARIZACIÓN DE FLUJOS  
PRONACA**

**Calificación**

Serie	Calif. Anterior	Calif. Actual	Último Cambio
A	AAA	AAA	--
B	AAA	AAA	--
C	AAA	AAA	--
D	AAA	AAA	--
E	AAA	AAA	--
F	AAA	AAA	--

**Características de la Emisión**

	Serie A	Serie B	Serie C
Monto Autoriz (USD)	8 MM	12 MM	5 MM
Monto Emitido (USD)	8 MM	12 MM	5 MM
Saldo Insoluto	6,7 MM	10,3 MM	4,5 MM
Fecha Emisión	29-ago-11	29-ago-11	29-ago-11
plazo (días)	1.170 días	1.440 días	1.890 días
Fecha Vencimiento	28-nov-14	28-ago-15	29-nov-16
Gracia Capital*	90 días	180 días	90 días
Primer pago Capital	270 días	360 días	270 días
Pago Interés	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Pago Capital	Semestral	Semestral	Semestral
Tasa Fija	6,25%	6,75%	7,00%
Cálculo Intereses	360/360	360/360	360/360
	Serie D	Serie E	Serie F
Monto Autoriz (USD)	5 MM	10 MM	10 MM
Monto Emitido (USD)	5 MM	10 MM	10 MM
Saldo Insoluto	4,5 MM	8,3 MM	10 MM
Fecha Emisión	29-ago-11	17-oct-11	17-oct-11
plazo (días)	2.160 días	1.170 días	1.440 días
Fecha Vencimiento	29-ago-17	17-ene-15	17-oct-15
Gracia Capital*	180 días	90 días	180 días
Primer pago Capital	360 días	270 días	360 días
Pago Interés	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Pago Capital	Semestral	Semestral	Semestral
Tasa Fija	7,25%	6,25%	6,75%
Cálculo Intereses	360/360	360/360	360/360

\* Luego de la finalización del período de gracia se cuenta el plazo correspondiente para la primera amortización de capital

**Contrapartes Relevantes**

**Originador:** PRONACA.  
**Fiduciaria:** Produfondos S.A.  
**Estructurador Financiero:** Picaval S.A.  
**Estructurador Legal:** Profilegal Cía. Ltda.

**Contactos**

Carlos Ordóñez (593 2) 2922-426 ext. 105  
[cordonez@bwratings.com](mailto:cordonez@bwratings.com)  
Guissela Salgado (593 2) 2922-426 ext. 106  
[gsalgado@bwratings.com](mailto:gsalgado@bwratings.com)  
María Sol Merino (593 2) 2922-426 ext. 112  
[mmmerino@bwratings.com](mailto:mmmerino@bwratings.com)

**FECHA COMITÉ: Octubre 30, 2012**

**CORTE DE INFORMACIÓN: Agosto 31, 2012**

**RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN**

El comité de calificación de BankWatch Ratings ha decidido mantener la calificación a las series A, B, C, D, E y F emitidas por el Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Pronaca, en "AAA", que de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores:

"Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente 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, que 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 calificación de la presente titularización se fundamenta en: a) el análisis de la probabilidad de negocio en marcha de PRONACA; b) la holgada cobertura de los flujos que ingresarían directamente al Fideicomiso, para atender las obligaciones con los inversionistas; c) el peso de las titularizaciones de flujos dentro del pasivo total del Originador, que es moderadamente bajo; y d) la estructura legal de la titularización, que a nuestro criterio otorga al inversionista prelación sobre el derecho de cobro titularizado, respecto de otros acreedores.

En vista que la generación de flujos del fideicomiso para el pago a los inversionistas depende del Originador y su comportamiento, esta calificación se soporta en el análisis de PRONACA en relación a su capacidad de pago y desempeño como negocio en marcha. La calificación de la probabilidad de negocio en marcha de la Empresa y de los derechos de cobro titularizados, es consistente con la calificación otorgada a esta estructura.

Los niveles de cobertura de los flujos del Fideicomiso respecto de los dividendos por pagar, protegen al inversionista de algunos eventos, tales

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.



como fluctuaciones importantes en la generación de flujos recaudados o recaudación del derecho de cobro titularizado, y la calidad crediticia de los clientes. La cobertura tenderá a incrementarse, por la amortización de las series de la primera titularización y el crecimiento de ventas del Originador.

La estructura de la Segunda Titularización también otorga a los inversionistas, prelación de pago frente al resto de acreedores del Originador, respecto a los flujos que generen los derechos de cobro titularizados en el futuro. Esta titularización, en conjunto con el saldo vigente de la primera titularización, representa 18.6% de los pasivos totales del Originador, porcentaje que se considera moderadamente bajo.

La transacción mitiga el riesgo de “voluntad de pago” del Originador, y por ende un eventual desvío de fondos. La mayoría de recaudaciones de los derechos de cobro, las acredita en la cuenta del Fideicomiso el Fiduciario de la Primera Titularización, y una vez que este se pague en su totalidad (marzo, 2013), lo hará Corporación Favorita directamente.

La cesión irrevocable de los derechos de cobro de PRONACA al Fideicomiso, está definida en su escritura de constitución. La cesión se hará efectiva el momento mismo en el que el Derecho de Cobro se genere, lo que sucederá cuando el Originador haya realizado la venta de productos a los clientes, según establece y define la mencionada escritura, a partir de la fecha de constitución del Fideicomiso y mientras éste se encuentre vigente.

Contamos con una opinión legal positiva de nuestros abogados en cuanto a la legalidad y forma de transferencia de los derechos de cobro.

Los participantes relevantes en esta transacción han sido evaluados satisfactoriamente por esta calificadora. Desde julio-2012, la Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A. no pertenece al Grupo Financiero Producción, sin embargo de lo cual se espera que los cambios de sus paquetes accionarios no influyan en la adecuada gestión del Fideicomiso.

### **PRESENTACIÓN DE CUENTAS**

El presente análisis ha sido realizado con base en la siguiente documentación:

- Estados financieros de Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos por el periodo de mayo a diciembre-2011 auditados por Deloitte & Touche, con opinión limpia sobre la razonable presentación bajo normas NIIF, de la posición financiera y sus flujos de efectivo.

- Estados financieros interinos no auditados del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos por el periodo de enero a agosto-2012, elaborados bajo normas NIIF.
- Información complementaria del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos a agosto-2012 no auditada, sobre: el activo subyacente, pasivo, patrimonio y demás datos considerados relevantes para el análisis de la capacidad de pago de las clases emitidas.
- Estados financieros de PRONACA a diciembre-2011, auditados por Deloitte & Touche, con una opinión limpia respecto a la razonabilidad de su posición financiera y resultados, expresados según normas NIIF.
- Estados financieros bajo normas NIIF no auditados de PRONACA, por el periodo de enero a agosto-2012, documentación remitida y proyecciones de la administración.

### **HECHOS RELEVANTES**

#### **Venta de Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A.**

La Junta Bancaria dispuso que las instituciones del sistema financiero privado, sus directores principales y suplentes, así como sus principales accionistas, enajenen obligatoriamente, hasta el 12 de julio de 2012, las acciones y participaciones que mantuvieron en compañías o sociedades mercantiles ajenas al sector financiero, con presencia o actividad en el mercado ecuatoriano. Las compañías de seguros, casas de valores, administradoras de fondos y fideicomisos, entre otras empresas no financieras, que formaban parte de un grupo financiero no vendidas hasta esa fecha, se transfirieron irreversiblemente al fideicomiso administrado por la Corporación Financiera Nacional, para su administración y venta.

Las acciones de Produfondos se han negociado dentro del plazo, a un grupo presidido por el economista José Samaniego Ponce, que fungía de Gerente General de Produfondos. La dirección ejecutiva, las principales gerencias y la mayoría de ejecutivos y empleados de Produfondos se mantienen luego del traspaso, así como el aplicativo tecnológico, los procesos y controles. Se espera que la gestión de los fideicomisos que maneja la administradora de fondos y fideicomisos, no se vea afectada negativamente por este cambio.

### **EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN**

#### **Títulos Emitidos**

El Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos se inscribió en el Registro de Mercado de Valores el 18/ago./2011, e inició la colocación de los valores



de las series A, B, C y D a través del mercado bursátil el 29/ago./2011, fecha que se convierte en las de su emisión.

En el caso de las series E y F, su fecha de emisión fue el 17/oct./2011. Hasta septiembre-2011 se colocó la totalidad de las primeras cuatro series, y en febrero-12 terminaron de colocar las series E y F. El valor total de la emisión es de USD 50MM.

Hasta agosto-2012 se ha pagado un dividendo de capital de las series A, B, C, D y E; cuatro cupones de intereses de las serie A, B, C, D; y tres cupones de intereses de las series E y F. Los pagos están en conformidad con la tabla de amortización, que incluye períodos de gracia de capital de 90 días para las series A, C y E, y de 180 días para las series B, D y F.

### Fondos Disponibles e Inversiones

A la fecha de corte, el Fideicomiso cuenta con depósitos a la vista por USD 1.371M, de los cuales USD 1.360M se reparten en tres cuentas de ahorros de Produbanco, y la diferencia en cuentas corrientes de Produbanco y Banco Central del Ecuador. Estos recursos se mantienen principalmente para cumplir con la provisión para los próximos dividendos a pagar.

Conforme a lo previsto en la escritura del Fideicomiso, el Originador integró el Depósito de Garantía, a través de una garantía bancaria por USD 1.5 MM, otorgada por el Banco del Pichincha (calificado en AAA- en escala local), saldo que se mantiene en agosto-2012. La garantía podría reducirse, cubriendo en todo momento al menos 1.5 veces el índice de desviación.

### Evolución de los Flujos y Coberturas

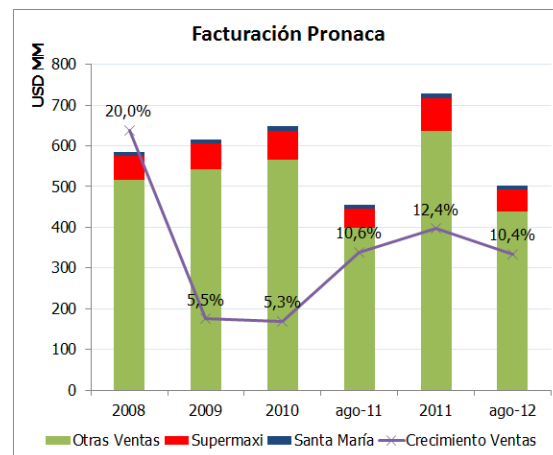
Considerando tanto los Mecanismos de Garantía, como los Mecanismos de Fortalecimiento definidos en la escritura del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos - PRONACA, los flujos que éste recibirá provendrán de distintas fuentes, a lo largo de su vida.

Hasta el vencimiento de la primera titularización de flujos (marzo 12 de 2013), el Fideicomiso recibirá: **a)** desde PRONACA un valor equivalente al 6% de sus ventas (excluidos los clientes seleccionados y adicionales de la primera titularización); y **b)** desde el primer fideicomiso, el excedente de flujos correspondientes al derecho de cobro de la Corporación Favorita y Mega Santa María.

El Fideicomiso recibirá en forma directa de la Corporación Favorita, el flujo correspondiente al 100% del derecho de cobro, desde marzo-2013. El Derecho de Cobro definido como Mecanismo de Garantía, solamente incluye el 80% de las ventas a Corporación Favorita, y dicho porcentaje se reduce

a 10%, a partir de que hayan pagado en su totalidad las series A, B, E y F. Así mismo se incluye como Mecanismo de Fortalecimiento, la diferencia (20% y 90%), de manera que en caso de ser necesario, el flujo total serviría para cubrir el pago de los valores emitidos y en circulación.

El siguiente gráfico revela la evolución positiva de las ventas de PRONACA, así como la participación de los clientes relevantes para esta titularización. A agosto-2012, PRONACA tiene un incremento de su facturación de 10.4% anual.



La Corporación Favorita y Mega Santa María son autoservicios, con los cuales PRONACA mantiene una relación comercial estable de más de 25 años en el primer caso, y de 18 años en el segundo.

Existe elevada probabilidad que tales relaciones comerciales se mantengan a futuro, con base en la historia comercial de PRONACA y las dos cadenas de comercio minorista, la posición de liderazgo de sus productos en el mercado nacional, y la trayectoria comercial de sus clientes.

Corporación Favorita está dentro de las tres compañías ecuatorianas más grandes, con reconocido liderazgo como autoservicio, figurando como la mayor en la generación de ingresos y contribución fiscal. La Empresa está formada por una variedad de negocios, en su mayoría orientados a la comercialización minorista. También administra empresas dirigidas al segmento popular, con precios bajos y altos volúmenes de ventas, y otras orientadas a los sectores industrial e inmobiliario.

Las ventas a Corporación Favorita representan 10.7% del total de las ventas de PRONACA de enero a agosto-2012, mostrando tendencia a incrementarse (10.5% en igual periodo de 2011), y registran un crecimiento anual de 12.4%.

Por otra parte, Mega Santa María también se dedica a la actividad mercantil de autoservicio, orientada al comercio minorista y diversificada en 15 locales



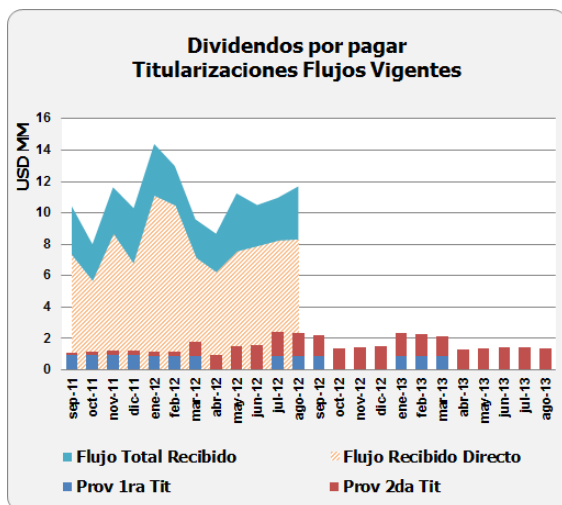
ubicados en la provincia de Pichincha, que funcionan en el Ecuador hace más de 25 años.

Las ventas a Mega Santa María representan alrededor de 1.6% del total de las ventas de PRONACA de enero a agosto-2012, y de igual forma se aprecia una tendencia positiva de crecimiento anual de 12.5% a agosto-2012.

Por las características del negocio de PRONACA, existe marcada estacionalidad en las ventas a los autoservicios, especialmente el último trimestre del año (mes de diciembre). La política de recaudación con autoservicios es de uno a dos meses.

El cálculo de la cobertura mensual utiliza el saldo insoluto de ambas titularizaciones, y el flujo total recaudado de los dos clientes seleccionados. Cabe anotar que la recaudación de Corporación Favorita y Mega Santa María se debe utilizar para cubrir las obligaciones de las dos titularizaciones de flujos vigentes, y que la primera titularización tiene prelación frente a la segunda sobre los mismos.

El siguiente gráfico revela la relación entre el flujo recaudado mensualmente, tanto en forma directa como a través de PRONACA, y los pagos que se deben hacer a los inversionistas de los dos Fideicomisos de titularización de flujos vigentes.



Flujo Recibido Directo = Recaudación directa de las ventas de Corporación Favorita y Santa María.

Flujo Total Recibido = incluye flujo directo y recaudación de PRONACA transferida a este Fideicomiso (6% de las ventas de PRONACA, sin clientes comprometidos en la primera titularización).

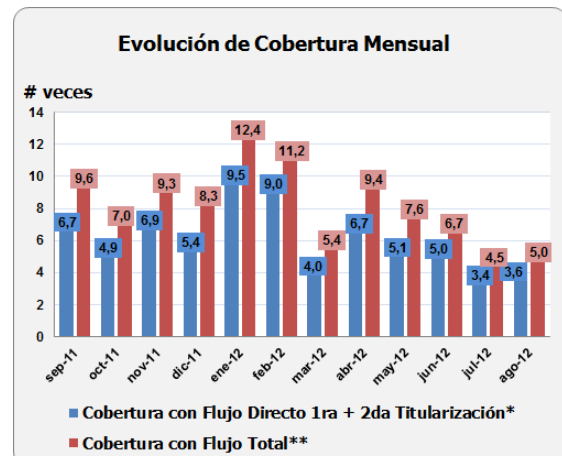
El cálculo asume para el reajuste de los cupones de la primera titularización, la colocación total de las series dentro de todos los períodos mensuales, y una tasa LIBOR de 3 meses de 4.50%. Para la segunda titularización, se consideran las tasas fijas especificadas en cada serie emitida.

Durante los 12 meses de vigencia de esta titularización, se aprecia que la cobertura mensual se mantiene holgada y es superior a la proyectada en el informe de calificación inicial, gracias al

comportamiento positivo de las ventas de la Empresa.

De septiembre-2011 hasta agosto-2012, el Primer Fideicomiso de Titularización recaudó USD 95.1MM, directamente de Corporación Favorita y Mega Santa María. En el mismo período, el Segundo Fideicomiso de Titularización recibió USD 35.4MM adicionales de PRONACA, que corresponden al 6% de la recaudación de sus ventas (excluyendo a los clientes comprometidos en el Primer Fideicomiso de titularización de flujos).

En el período referido, la provisión agregada de los dos Fideicomisos para el pago a los inversionistas suma USD 18.6MM, por lo que la cobertura promedio con el flujo directo y el flujo total sería de 4.7 y 6.6 veces, respectivamente.



\* Flujo Directo = Recaudación ventas de Corporación Favorita y Santa María acreditadas directamente en las cuentas del Primer Fideicomiso. Luego de las respectivas provisiones, el excedente se transfiere a las cuentas del Fideicomiso de la Segunda Titularización de Flujos.

\*\* Flujo Total = Incluye además del flujo directo, al valor recaudado por PRONACA y acreditado en las cuentas del Fideicomiso Segunda Titularización. Estos últimos se consideran vinculados con la voluntad de pago del Originador.

El derecho de cobro titularizado y el monto de los dividendos que se pagan trimestralmente a los inversionistas, varían en el tiempo. Lo señalado y la estacionalidad de las ventas de PRONACA, originan una cobertura mensual variable durante la titularización. La menor cobertura en el último trimestre se debe al hecho de que en dicho período se debe provisionar la amortización semestral de los títulos del primer fideicomiso de titularización.

### Evolución de Gastos del Fideicomiso

El Fideicomiso cuenta con un Fondo Rotativo que empieza con USD 10M, y que sirve para pagar los gastos mensuales que se requieren. Dicho fondo es repuesto de ser necesario, con cargo a los flujos que ingresan en la titularización, y si estos no son suficientes, el Originador está obligado a reponerlo dentro de dos días hábiles posteriores a la fecha en que la Fiduciaria lo haya solicitado mediante carta.



Los gastos mensuales del Fideicomiso no son materiales, frente al tamaño de la emisión y a los flujos que ingresan al mismo mensualmente.

### **PRONACA (Originador)**

Procesadora Nacional de Alimentos C.A. PRONACA es una compañía del sector alimenticio dentro del campo agroindustrial, que realiza actividades relacionadas con la avicultura, porcicultura, agricultura, ganadería y pesca, en todas las etapas, esto es producción, elaboración y comercialización.

En nuestro criterio el riesgo de continuidad del negocio de la Empresa y de los flujos titularizados es consistente con la calificación otorgada a los valores que conforman la titularización de flujos futuros que se analiza en este estudio.

La prelación que otorgan las estructuras de las dos titularizaciones vigentes a los inversionistas, y la baja proporción de estas emisiones en el pasivo total del Originador (18.6% en agosto-2012), les da mayor fortaleza frente a las obligaciones generales del Originador, lo cual es reconocido en la calificación otorgada a esta titularización de flujos futuros. Las operaciones de titularización de PRONACA tienen como fin reestructurar deuda.

La calificación de continuidad del negocio considera el posicionamiento de las marcas de PRONACA y la compañía como tal en el mercado ecuatoriano, así como su participación e importancia en la economía del país.

PRONACA está considerada como una empresa líder en el sector alimenticio, la primera empleadora del país, y entre las de mayor volumen en ventas a nivel nacional.

La administración de PRONACA está conducida por profesionales cuya trayectoria técnica, comercial y de manejo ha sido adquirida dentro del Grupo, además está consolidada por la experiencia de los accionistas y directores externos.

Esta compañía es la cabeza del grupo económico de igual nombre, que reúne a empresas cuyos fines son la producción y comercialización de alimentos con o sin valor agregado.

La mayoría de las actividades productivas y comerciales del grupo se encuentran en el Ecuador, pero también mantienen actividades de producción y comercialización de productos de valor agregado en Colombia. Asimismo, está presente en Costa Rica, a través de alianzas productivas y de comercialización de palmito.

El portafolio de productos está moderadamente diversificado. La mayoría de los mercados en los que se encuentran están en etapa de madurez.

Todas las líneas tienen sensibilidad moderada a la variación de precios, competencia, y a eventos que afecten el comportamiento de las materias primas nacionales e internacionales. Esta situación es en parte mitigada por su condición de líderes en varios de sus productos.

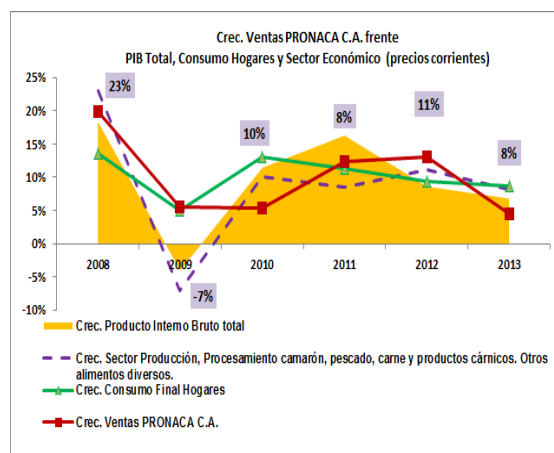
La comercialización de los productos en Ecuador se realiza a través de una amplia fuerza comercial y logística, conformada por 1.100 colaboradores directos que atienden cerca de 53.000 clientes, entre tiendas, autoservicios y distribuidores externos asociados, en todo el País.

La compañía obtiene estabilidad en la producción, en la calidad y el costo de sus principales materias primas (maíz, arroz), mediante el programa denominado proveedores agrícolas integrados, el cual promueve la productividad de pequeños agricultores mediante asistencia técnica, insumos, financiamiento y un negocio seguro. El 33% del porcentaje de proveedores locales se sustenta en este programa.

La calidad y valor agregado en sus productos, junto con la experiencia en la integración con proveedores y compradores, les ha permitido consolidar su presencia y prestigio en el mercado local.

Las políticas sobre endeudamiento y el aumento de los resultados operativos fortalecen la liquidez de la compañía. Al corte de este informe, la liquidez de la Empresa se ha apretado, y el endeudamiento se ha incrementado como consecuencia de la obligatoriedad de comprar la materia prima a proveedores locales. En función del comportamiento esperado del EBITDA, se espera que las presiones de liquidez se vayan liberando en el tiempo.

### **RIESGO DE LA INDUSTRIA**



Pronaca C.A. es una industria manufacturera correspondiente al segmento de producción, procesamiento y conservación de camarón,



pescado, carne y productos cárnicos, y productos alimenticios diversos, cuya demanda se relaciona de manera directa con el desarrollo del PIB nacional y el consumo de los hogares. Frente al PIB total este sub segmento de las industrias manufactureras significa el 3% del PIB total.

En 2011 el crecimiento del sub segmento en análisis fue cercano al 11.4% del consumo de los hogares. Las previsiones del BCE para 2012 y 2013 oscilan entre crecimiento y disminución, en el primer caso debido al aumento de los precios y por la fortaleza de la demanda doméstica, elementos que no se mantendrán en el 2013. En el 2013 se llevará a cabo un nuevo proceso electoral que provoca incertidumbre en el sector real y limita las inversiones del sector público.

El sub segmento de alimentos en análisis tiene una competencia importante proveniente de empresas locales y de micro empresarios.

La producción del segmento incorpora productos de primera necesidad, no obstante, varios de estos son sensibles al precio (demanda elástica) por tener productos sustitutos.

La variedad e innovación de productos y presentaciones y la diversificación de mercados objetivos, son diferenciadores fundamentales para mitigar el riesgo de competencia y de precios.

Pronaca C.A., mantiene crecimientos que están en línea con su segmento, con tasas similares o superiores a éste, gracias a la diversidad y valor agregado de sus productos, así como por su gestión comercial.

La producción del sector en general depende de materias primas agrícolas, cuyos precios desde el 2007 presentan una tendencia al alza principalmente a nivel internacional; en menor medida en el ámbito local. La perspectiva en el mediano plazo es que el incremento en los precios de las materias se mantenga en niveles más estables.

Entre los mecanismos que el sector utiliza para mitigar el riesgo de abastecimiento de materias primas y los efectos de sus precios en el desempeño de su gestión están entre otros, mantener relaciones con proveedores locales e internacionales, lo que les permite proveerse de insumos en las condiciones más favorables dependiendo de las circunstancias en un momento dado. También suelen constituir relaciones con proveedores nacionales asociados con quienes se genera un vínculo de fidelidad. Adicionalmente, se utilizan instrumentos financieros para reducir la volatilidad de los precios.

#### **ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS PRODUFONDOS S.A. (AGENTE DE MANEJO)**

La Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos actúa como agente de manejo de las dos titularizaciones de flujos. Produfondos se constituyó mediante escritura pública otorgada el 4 de marzo de 1994, ante la Notaría Décimo Octava del cantón Quito, inscrita en el Registro Mercantil del mismo cantón el 29 de marzo del mismo año, bajo la denominación social de Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A., con un plazo de duración de 50 años.

La empresa fue autorizada para operar como administradora de fondos y fideicomisos por parte de las Superintendencias de Compañías, mediante Resolución No. 94.1.8.AF.005 del julio 1ro. de 1994. Mediante Resolución SCQ.IMV.02.006 de octubre 18 de 2002, Produfondos es autorizada para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización por parte de la Superintendencia de Compañías.

En julio-2012, Produbanco da cumplimiento a las reformas a la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, dadas por la Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado, vendiendo la Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A. Los nuevos accionistas son un grupo presidido por el economista José Samaniego Ponce, que fuera Gerente General de Produfondos, el Estudio Jurídico Gonzalo Córdova Abg., ingeniero Xavier Velasco Pimentel, ingeniero Carlos Solano de la Sala, y doctor Farith Simon Campaña.

Produfondos mantendrá al personal técnico, lo que permite una administración con experiencia. Con respecto a su infraestructura tecnológica, seguirá utilizando el sistema fiduciario GESTOR, especializado en la administración de fideicomisos, fondos de inversión, de pensiones, titularización y activos de carteras, bajo estructura parametrizable.

Consideramos que Produfondos posee la capacidad técnica y experiencia para desempeñar en forma adecuada la función de Administradora del Fideicomiso. Se conoce que tiene experiencia en la administración de al menos seis titularizaciones de flujos, sustentando su experticia en este tipo de transacciones.

#### **ESTRUCTURA DE TITULARIZACIÓN**

Hemos recibido una opinión legal positiva respecto a la validez legal y vigencia del patrimonio autónomo y a la transferencia efectiva de propiedad sobre el derecho de cobro titularizado hacia el Fideicomiso.



Los pagos correspondientes al derecho de cobro generado por las ventas a Corporación Favorita y Mega Santa María, son depositados directamente en la cuenta del Fideicomiso, eliminando el riesgo de desviación de flujos, y permitiendo en conjunto con las demás características de la estructura, que la titularización tenga una mejor calificación de riesgo que el Originador.

Con respecto a la cobertura legal del índice de desviación calculado por el estructurador financiero

(21.23%), de mantenerse la tendencia actual de la recaudación, se espera que el exceso de flujos cubra al menos 15 veces este indicador, lo que supera en forma holgada al requerimiento legal de 1.5 veces.

En el informe de la calificación inicial y en el primer seguimiento de calificación, disponibles en el [www.bankwatchratings.com](http://www.bankwatchratings.com), se puede encontrar un resumen con las principales características de la presente estructura.



## ANEXO 1

## ENTORNO MACRO ECONÓMICO

INTRODUCCION

Durante el primer semestre del 2012, se han observado síntomas de **desaceleración en la Economía**, el crecimiento económico mantenido en periodos anteriores empieza a ser más lento, sin que esto signifique que sean situaciones que no puedan ser controladas al momento.

SECTOR REAL

La **tendencia del PIB** en el primer semestre se muestra menor en aproximadamente 3% al crecimiento del 2011, la expectativa del gobierno es una desaceleración real del crecimiento de la Economía, que llegaría a 4 % para fines del 2012.

El **petróleo** continúa siendo el principal motor de la economía y sus ingresos tienen incidencia directa en el consumo. A fines de abril y principios de mayo, se presentó una caída del precio del petróleo ecuatoriano, terminando en USD 84,96 promedio (USD 99.75 a diciembre 2011), esto preocupó al Gobierno que tomó medidas que al final no se han justificado en vista de la recuperación del precio del petróleo.

La **inflación** a junio (0.14%), tuvo un importante descenso a 5% anual, registrando una de las tasas más bajas del año, contrastando con la de marzo que llegó a 6%. En este comportamiento tuvo que ver los precios de los alimentos, contrariamente a los precios de educación y bebidas alcohólicas que fueron las de mayor crecimiento.

El **Mercado Laboral** urbano muestran un leve deterioro durante el primer semestre, la tasa de desocupación fue de 5.2%, el subempleo fue de 42.9%. La ocupación total se redujo más en la industria manufacturera y el comercio tuvo un menor número de incorporaciones de nuevos trabajadores.

El **salario real** mantuvo una posición estable, debido a los menores niveles de inflación que fuera afectado en el primer trimestre del año.

Las **tasas de interés** referenciales no han registrado cambios en este semestre, conservándose estables y no se esperarían cambios hasta finales de año. La tasa pasiva referencial se mantiene en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%. Respecto a los segmentos crediticios tampoco registran variaciones en el último trimestre.

SECTOR EXTERNO

La balanza Comercial hasta mayo 2012, presenta un superávit de USD 581 millones, debido a las exportaciones de petróleo ya que de cada tres dólares exportados, dos son del petróleo. El sector no petrolero no corre la misma suerte ya que presentó un déficit de USD 3.700 millones, superior al presentado en el 2011. Estos resultados han preocupado al gobierno, que ha tomado medidas restringiendo importaciones para reducir las compras externas de bienes de consumo.

EXPORTACIONES

Hasta mayo 2012 las exportaciones crecieron 12 % llegando a USD 10.320 millones. Las exportaciones de

Petróleo crecieron 20%, por volumen 7% y por precio 12%, en el caso de las exportaciones no petroleras llegan a USD 3.925 millones, incrementando apenas 1.6%, con una caída del banano, cacao y productos elaborados. Este sector presenta un futuro poco promisorio, en vista de la falta de acuerdos comerciales con los principales países, (ATPDEA y Unión Europea).

IMPORTACIONES.

Hasta mayo 2012 sumaron USD 9.378 millones, registrando un incremento de 11%, se observa un menor crecimiento en bienes de consumo en cuanto al volumen respecto al año anterior no así las materias primas y bienes de capital que tienen un incremento.

A mediados de junio el Gobierno dictó medidas para restringir importaciones, fijando cupos alrededor de 100 productos.

SECTOR PÚBLICO.

El **Presupuesto General del estado (PGE)** a junio registró un superávit de USD 1.263 millones de dólares influenciado por el alto precio del petróleo cuyas ventas totalizaron USD 3.377 millones, superando en USD 588 millones a las ventas de junio 2011.

**PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO**

	2011 ene - jun	2012 ene - jun	Variación 2011 - 2012
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>8,754</b>	<b>11,000</b>	<b>25.7%</b>
Ingresos Tributarios	4,988	6,276	25.8%
Ingresos Petroleros	2,789	3,377	21.1%
Ingresos No Tributarios	528	551	4.4%
Transferencias Corrientes	268	440	64.2%
Otros Ingresos	181	356	96.7%
<b>TOTAL GASTOS</b>	<b>8,382</b>	<b>9,737</b>	<b>16.2%</b>
<b>Gasto Corriente</b>	<b>4,737</b>	<b>5,443</b>	<b>14.9%</b>
Sueldos	2,982	3,302	10.7%
Bienes y Servicios	537	682	27.0%
transferencias Ctes	857	910	6.2%
Intereses	318	486	52.8%
Otros Gtos Corrientes.	43	63	46.5%
<b>Gastos de Capital</b>	<b>3,645</b>	<b>4,294</b>	<b>17.8%</b>
<b>DEFICIT / SUPERAVIT</b>	<b>372</b>	<b>1,263</b>	

Fuente: Ministerio de Finanzas

La **recaudación de Impuestos**, USD 6.276 millones, representan el 57% del total de ingresos con un crecimiento anual del 25.8%.

Los Gastos han mantenido un crecimiento continuo (16% anual) en el primer semestre, totalizando a junio USD 9.737 millones, de estos el 52% son gastos corrientes correspondientes a sueldos y salarios.

Los **gastos de capital** también se han incrementado, a junio la inversión pública llegó a USD 4.294 millones, registrando USD 650 millones más que el primer semestre del 2011.

La **deuda Interna**, en mayo registra un saldo de USD 6.033 millones, con un crecimiento del 30% respecto al cierre del 2011.

TRIBUTACION

Conforme a datos del Servicio de Rentas Internas (SRI), a junio 2012, se obtuvo un crecimiento en recaudaciones del 17.5% y a USD 5.752 millones, cumpliendo en 109% la proyección fijada para el primer semestre, este



aumento se dio por el Impuesto a la salida de capitales. El impuesto a la renta creció en USD 171 millones, totalizando USD 1.946 millones. El IVA creció en 11.3% o USD 270 millones adicionales, debido al consumo de los primeros meses del año.

El nuevo impuesto a la contaminación vehicular ayudó a recaudar USD 48 millones hasta junio y el impuesto a las botellas plásticas generó USD 6.6 millones.

### SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

En el primer Semestre del 2012, se registraron importantes niveles de liquidez, alimentados por un gasto público creciente que incentiva el consumo, sin embargo hay factores que han limitado este crecimiento, como la disminución de las remesas y menor crecimiento de las exportaciones.

La oferta monetaria continúa creciendo hasta junio, pero en menor intensidad a la habitual.

Los depósitos de la banca privada suman USD 18.566 millones, registrando un aumento de USD 283 millones en el último trimestre a un menor ritmo del alcanzado en el primer trimestre del 2012. Este crecimiento ha estado respaldado por mayores captaciones de personas y hogares con USD 661 millones, contrariamente al de las empresas que disminuyeron en USD 361 millones, debido a las obligaciones tributarias y pago de utilidades y dividendos, que generan menor liquidez.

El comportamiento de los depósitos también tuvo una variación, ya que los de cuenta corriente crecieron el primer trimestre y se redujeron para el segundo, teniendo comportamiento contrario los depósitos de ahorro y de plazos.

### CARTERA DE CREDITO

Esta creció en USD 721 millones en el segundo trimestre llegando a USD 14.425 millones, tanto en cartera corporativa como de personas.

La morosidad ha tenido variaciones incrementales pero mantiene niveles aun aceptables.

La Junta Bancaria ha emitido varias regulaciones, con el fin de controlar la concesión de crédito, los mismos que han tenido impacto negativo en los resultados de las Instituciones Financieras.

### PERSPECTIVAS 2012

A esta altura del periodo 2012, todas las instituciones, tanto internacionales como locales han revisado sus proyecciones iniciales de crecimiento para abajo, debido a la contracción económica que atraviesan los países desarrollados y que afectan parcialmente nuestra economía.

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
Estimaciones Iniciales	5,3%	4,8%	5,0%	4,0%
Estimaciones actuales	4,8%	4,0%	4,5%	3,85%

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.

La desaceleración del PIB al 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 5.1% 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 esperaba 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 aún 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.

Fuentes: Multienlace, BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio; Elaboración BWR.

(Elaborado BWR en septiembre 2012)

	2008	2009	2010	2011	1S12
PIB (USD Mil 2000)	24.032	24.119	24.983	26.928	28.227
Inc. PIB (Mil 2000)%	7,24	0,36	3,60	7,78	4,80
PIB CORRIENTE (Mil USD)	54.208	52.022	57.978	67.427	73.232
Inc. PIB CORRIENTE%		-4,03%	11,45%	16,30%	8,67%
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	5,45	5,09
Deuda total del Gobierno / PIB%	25,34	19,67	23,40	21,21	20,35
Deuda externa del Gobierno / PIB%	19,19	14,39	15,22	14,53	14,06
Deuda interna del Gobierno / PIB%	6,15	5,28	8,18	6,68	6,16
Ingreso Sector Publico / PIB %	40,70	35,33	39,98	47,76	34,5
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	27,20	26,80	29,16	33,88	19,28
Inversión del Gobierno / PIB%	12,91	12,84	12,45	14,90	15,20
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	97,70	64,00	84,50	102,46*	84,96

fuentes: Analisis Semanal - 2007 - 1S 12 BCE devengado , 2012 registro oficial y proforma PIB