

Ecuador
 Quinto 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	5.33 MM	8.6 MM	4.0 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	4.1 MM	6.6 MM	8.6 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

María Sol Merino (593 2) 2922-426 ext. 112
mmerino@bwratings.com

FECHA COMITÉ: Abril 30, 2013

CORTE DE INFORMACIÓN: Febrero, 2013

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 ingresan directamente al Fideicomiso, para atender las obligaciones con los inversionistas; **c)** el bajo peso de las titularizaciones de flujos dentro del pasivo total del Originador, y **d)** la estructura legal de la titularización, que a nuestro criterio otorga al inversionista prelación sobre el derecho de cobro titularizado, respecto de los otros acreedores del Originador.

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,

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.



protegen al inversionista de fluctuaciones importantes en la generación y/o recaudación del derecho de cobro titularizado. La cobertura tenderá a incrementarse por la amortización de las series de la primera titularización y el crecimiento esperado de ventas del Originador.

La estructura de esta titularización 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 representa a marzo-2013 el 14.7% de los pasivos totales del Originador, porcentaje que se considera bajo.

La transacción mitiga el riesgo de “voluntad de pago” del Originador, y por ende un eventual desvío de fondos. A partir de marzo-2013, y una vez canceladas las obligaciones de la primera titularización de flujos de Pronaca, Corporación Favorita acredita directamente, en una cuenta a la vista de la Segunda Titularización, el pago del derecho de cobro generado por las compras realizadas a PRONACA.

La cesión irrevocable de los derechos de cobro de PRONACA al Fideicomiso está definida en la escritura de constitución de este último. La cesión se hace efectiva el momento mismo en el que el derecho de cobro se genera, lo que sucede cada vez que el Originador realiza la venta de productos a Corporación Favorita, 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.

PRESENTACIÓN DE CUENTAS

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

- Estados financieros del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Pronaca, correspondientes al año 2012, 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 Pronaca a febrero-2013, elaborados bajo normas NIIF.
- Información complementaria del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos a febrero-

2013, sobre el activo subyacente, flujos de efectivo y demás datos considerados relevantes para el análisis de la capacidad de pago de las clases emitidas.

- Estados financieros individuales de PRONACA a diciembre-2012, auditados por Deloitte & Touche, con una opinión limpia respecto a la razonabilidad de su posición financiera y resultados, expresados según normas NIIF.
- Estados financieros individuales de PRONACA bajo normas NIIF no auditados a marzo-2013, y proyecciones de la administración para el año 2013.
- Estados financieros consolidados de PRONACA y sus subsidiarias bajo normas NIIF no auditados a marzo-2013 y proyecciones de la administración para el año 2013.

HECHOS RELEVANTES

Pago de series emitidas por el Fideicomiso de Titularización de Flujos-Pronaca y cambio en derecho de cobro titularizado

El 17 de marzo de 2013 concluyó la amortización de todas las series emitidas por el Fideicomiso Titularización de Flujos – Pronaca, de acuerdo a lo establecido por sus tablas de pago correspondientes.

La estructura legal de la Segunda Titularización de Flujos Pronaca establece que, hasta la fecha indicada anteriormente, el derecho de cobro titularizado corresponde al excedente de flujos recaudados por la primera titularización, provenientes de las ventas realizadas por PRONACA a Corporación Favorita y Mega Santa María, además del 6% de las ventas de la Empresa (ampliable hasta un 2% adicional) a clientes distintos a los comprometidos en la Primera Titularización.

Desde el 18 de marzo de 2013 el derecho de cobro titularizado corresponde a las ventas de PRONACA a Corporación Favorita, cuyo pago debe ser acreditado directamente por esta última en una cuenta a la vista del Segundo Fideicomiso de Titularización. Por ese motivo, el 6 de marzo de 2013, la Fiduciaria y el Originador realizan la instrucción correspondiente a Corporación Favorita y desde abril-2013 el Fideicomiso empieza a recibir dichos créditos en su cuenta.



EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN

Títulos Emitidos

El Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos se inscribió en el Registro de Mercado de Valores el 18 de agosto de 2011, e inició la colocación de los valores de las series A, B, C y D, a través del mercado bursátil, el 29 de agosto de 2011, fecha que se convierte en la de su emisión.

En el caso de las series E y F, su fecha de emisión fue el 17 de octubre de 2011. Hasta septiembre-2011 se colocó la totalidad de las primeras cuatro series, y en febrero-2012 se terminó de colocar las series E y F. El valor total de la emisión es de USD 50MM.

A la fecha de corte de este informe, se han pagado dos dividendos de capital de las series A, B, C, D y E; un dividendo de capital de la serie F; seis cupones de interés de las series A, B, C, D; y cinco cupones de interés 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 recursos líquidos por USD 385M, de los cuales prácticamente la totalidad se encuentra en cuentas a la vista en Produbanco. Estos recursos se mantienen principalmente para cumplir con la provisión para el próximo dividendo trimestral a pagar de todas las series emitidas.

Conforme a lo previsto en la escritura del Fideicomiso, este mantiene a su nombre una garantía bancaria por USD 1.8 MM, otorgada por el Banco Pichincha (calificado en AAA- en escala local), para cumplir con el requerimiento del Depósito de Garantía; de acuerdo al contrato esta garantía podría reducirse en el futuro, siempre que cubra en todo momento al menos 1.5 veces el índice de desviación.

Evolución de los Flujos y Coberturas

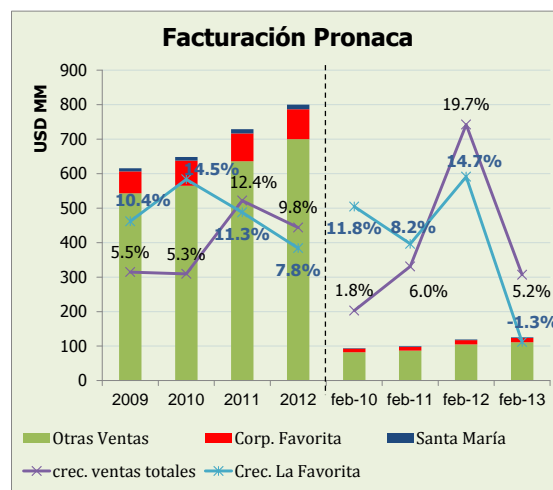
Considerando tanto los Mecanismos de Garantía, como los Mecanismos de Fortalecimiento definidos en la escritura del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos - PRONACA, los flujos que este recibirá provendrán de distintas fuentes, a lo largo de su vida.

Hasta el vencimiento de la primera titularización de flujos (marzo 17 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.

Desde el 18 de marzo de 2013, el Fideicomiso debe recibir en forma directa de Corporación Favorita, el flujo correspondiente al 100% del derecho de cobro, de las ventas a Corporación Favorita; el derecho de cobro definido como Mecanismo de Garantía solamente incluye el 80% y dicho porcentaje se reduce a 10%, a partir de que hayan pagado en su totalidad las series A, B, E y F. 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 totales de PRONACA, así como la participación de los clientes relevantes para esta titularización.



Nota: Ventas no consolidadas de Pronaca
Fuente: Pronaca y Produfondos
Elaboración: BWR.

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.

Corporación Favorita es el cliente más importante de PRONACA, con el cual mantiene una relación comercial estable de más de 25 años. Las ventas de PRONACA a Corporación Favorita crecen en 2012 en 7.8%, y representan 10.9% del total de las ventas totales de la Empresa.

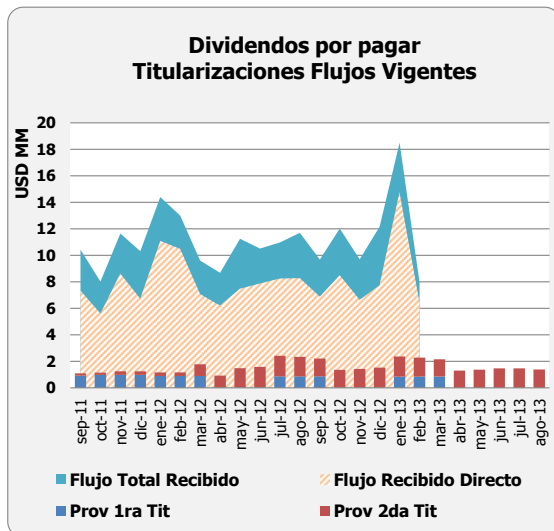
Para el año 2013, PRONACA proyecta un crecimiento de 10.79% en sus ventas totales no consolidadas, y espera que las ventas a Corporación Favorita mantengan la misma tendencia. Consideramos altamente probable que tal relación comercial se mantenga a futuro, en función de la trayectoria comercial de PRONACA y Corporación Favorita, y de la posición de



liderazgo de sus líneas de productos en el mercado local.

Corporación Favorita está dentro de las compañías ecuatorianas más grandes, con reconocido liderazgo como autoservicio, y figura como una de las más importantes generadoras de ingresos y tributos. 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.

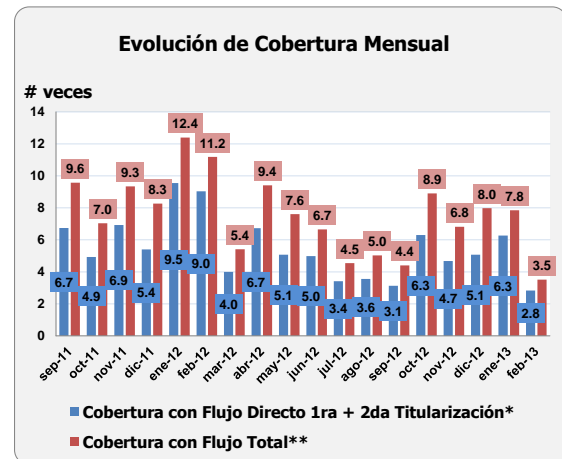
El siguiente gráfico revela la relación entre el flujo recaudado mensualmente, tanto en forma directa como a través de PRONACA, y los dividendos a pagarse a los inversionistas de los dos Fideicomisos de titularización de flujos originados por la Empresa.



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).

Como hecho subsecuente se indica que a partir de abril-2013, y una vez cancelados los pasivos con inversionistas de la primera titularización de PRONACA, Corporación Favorita empezó a acreditar directamente en la cuenta a la vista del presente Fideicomiso, el pago de las compras realizadas a PRONACA, cumpliéndose así lo dispuesto en el contrato del Fideicomiso.



* 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 cálculo de la cobertura mensual histórica utiliza el saldo insoluto de las dos titularizaciones de flujos de PRONACA, 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.

Este 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.

La cobertura mensual de los flujos recibidos por el Fideicomiso frente a la provisión requerida para el pago a los inversionistas 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 febrero-2013, el Primer Fideicomiso de Titularización recaudó USD 146MM, directamente de Corporación Favorita y Mega Santa María. En el mismo período, el Segundo Fideicomiso de Titularización recibió USD 54.4MM 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 28.7MM, por lo que la cobertura promedio con el flujo directo y el flujo total sería de 5.1 y 7.0 veces, respectivamente. La recaudación del derecho de cobro titularizado y el



monto de los dividendos que se pagan trimestralmente a los inversionistas, varían en el tiempo.

Lo señalado origina 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)

La calificación de continuidad del negocio considera el posicionamiento de PRONACA y sus marcas en el mercado ecuatoriano, la participación e importancia de la empresa en la economía del país, y las tendencias y consistencia financiera de la compañía.

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.

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.

La compañía es cabeza del grupo económico de igual nombre, que reúne a empresas domiciliadas principalmente en Ecuador y Colombia, que tienen los mismos fines de producción y comercialización local e internacional de alimentos con o sin valor agregado.

En Ecuador PRONACA está considerada como una empresa líder en el sector alimenticio, siendo una de las compañías con mayor volumen de ventas a nivel nacional; adicionalmente, contribuye a la economía del país como una importante generadora de empleo.

La administración de PRONACA está dirigida por profesionales con adecuada formación técnica y, comercial, complementada por la experiencia de los accionistas y directores externos.

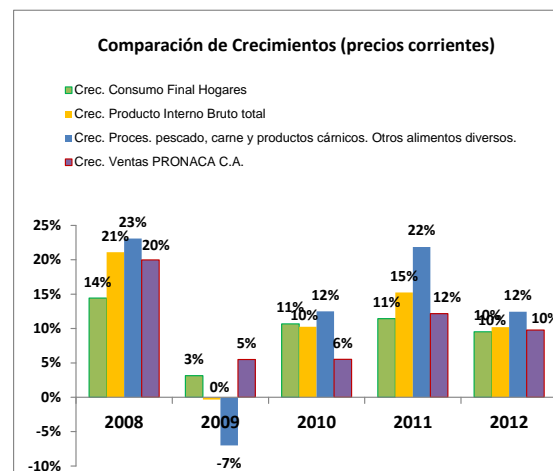
Las ventas de Pronaca se realizan dentro del país. La compañía llega al consumidor minorista a través de canales de distribución bien definidos y una fuerza comercial importante, conformada por 1.100 colaboradores directos que atienden a cerca de 53.000 clientes, entre tiendas, autoservicios y distribuidores externos asociados, en todo el país. Se estima que las ventas crecerán en 10.79% en el año 2013.

La compañía cuenta con un portafolio de productos diversificado. Los productos de la compañía se enfocan principalmente hacia los segmentos económicos alto y medio de la sociedad, aunque también se ofrecen presentaciones más pequeñas accesibles en precio para sectores con menos recursos, lo que ha ampliado la base de clientes.

El margen operativo de PRONACA es variable debido a la moderada volatilidad de los precios de sus materias primas agrícolas y a la elasticidad de la demanda de sus productos. Esta situación es en parte mitigada por el posicionamiento comercial de la empresa y de sus productos, así como por sus estrategias de compra de materia prima, a través de opciones y futuros financieros, y del programa denominado *proveedores agrícolas integrados* (33% del porcentaje de proveedores locales se sustenta en este programa).

Por último, las políticas de endeudamiento son conservadoras y el aumento sostenido de los resultados operativos contribuye a la flexibilidad financiera de la compañía.

RIESGO DE LA INDUSTRIA



La actividad de Pronaca C.A. se desarrolla dentro del segmento económico de producción, procesamiento y conservación de camarón, pescado, carne y productos cárnicos, y productos



alimenticios diversos. La demanda del segmento se relaciona de manera directa con el comportamiento del PIB nacional y la capacidad de consumo de los hogares.

En los cuatro últimos periodos la participación del sector en referencia se mantiene en 3% del PIB.

Conforme la proyección del PIB real para 2013, elaborado por el Banco Central del Ecuador en junio 2012, la economía tendrá un crecimiento menor al 2012, y se ubicará en 3.9%, por lo cual se esperaría que el segmento en análisis desacelere también su crecimiento.

Las ventas de PRONACA varían en la misma dirección que las de su segmento económico, pero con menor volatilidad, gracias a la diversidad y valor agregado de sus productos, así como a su gestión comercial.

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

La oferta 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, así como la diversificación de mercados objetivos son diferenciadores fundamentales para mitigar el riesgo de competencia y de sensibilidad al costo por la variación del precio de las materias primas.

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, y en menor medida en el ámbito local. La perspectiva en el corto plazo es que el precio de las materias primas mantenga la actual volatilidad.

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 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 01 de julio 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 mantiene a su personal técnico, lo que permite conservar 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.

La escritura de constitución del Fideicomiso establece que, desde el 18 de marzo de 2013, el Fideicomiso recibirá la recaudación de las ventas a Corporación Favorita directamente en la cuenta corriente del Fideicomiso; a través de este mecanismo se mantiene la independencia de los flujos respecto a la voluntad de pago del Originador.

La prelación de los inversionistas de esta titularización que le ofrece su estructura legal, junto con la baja proporción de esta emisión en el pasivo total del Originador (14.7% en marzo-2013), le permite tener una mayor fortaleza que las demás obligaciones con garantía general del

Originador, lo cual es reconocido en la calificación otorgada a esta titularización de flujos futuros.

Con respecto a la cobertura legal del índice de desviación calculado por el estructurador financiero (21.23%), en función del flujo recaudado y las provisiones requeridas en los primeros 18 meses de vigencia de esta titularización, este se calcula en 4.27 veces, indicador 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 www.bankwatchratings.com, se puede encontrar un resumen con las principales características de la presente estructura.

PRESENCIA BURSÁTIL DEL VALOR

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

Ecuador

Entorno Macroeconómico

	2011	2012	2013 prev.
Inc. PIB (Mill. Año base 2007)%	7,78	5,01	3,50
PIB CORRIENTE (Mill USD)	78.190	84.950	90.730
Inc. PIB CORRIENTE%	15,22%	8,64%	6,80%
Inflación Anual %	5,41	4,16	4,00%
Total Ingresos	17.301	19.855	19.555
Total Gastos	18.338	21.124	22.560
Deficit / Superavit	(1.037)	(1.269)	(3.005)
Deuda Gobierno	14.552	17.974	
Deuda Interna	4.506	7.781	
Deuda externa	10.046	10.913	
Deuda total del Gobierno / PIB%	18,6%	25,0%	
Deuda externa del Gobierno / PIB%	12,8%	14,9%	
Deuda interna del Gobierno / PIB%	5,8%	11,0%	
Gasto Sector Publico no Financanc.	31.114	34.800	36.300
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	23,5%	25,3%	24,9%
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	99,75	91,82	91,00
estimación Ec. Jaime Carrera - OPF			
Fuente Banco Central			

ANTECEDENTES

El Banco Central cambio el año base del 2000 a 2007 en la metodología de cálculo de las Cuentas Nacionales, lo que modificó las cifras de crecimiento económico del 2012, incorporando información más desagregada de la economía y con mayor coherencia en relación a la estructura productiva del País.

SECTOR REAL

Producto Interno Bruto (PIB): El 2012 no tuvo resultados similares al año anterior, notándose una desaceleración de la economía; de acuerdo a cifras del Banco Central, el PIB crece en 5.01%, cuando en el 2011 se obtuvo un crecimiento del 7.8%.

Las proyecciones para el 2013 son menos alentadoras, ya que el Banco Mundial estima que la economía crecería a un ritmo menor al 2012; la CEPAL menciona un decrecimiento de 1.2%, para llegar a 3.5%, y el BCE aspira a que se llegue a 4,0%; en todos los casos, las proyecciones apuntan a una desaceleración en el crecimiento.

Los mayores aportes al crecimiento del año 2012 se dieron en administración pública (5.2%), explotación de minas y canteras (2.3%), construcción y servicios manufactureros (2.7%).

El petróleo continúa siendo el principal motor de la economía y sus ingresos tienen incidencia directa en el financiamiento del presupuesto del Estado.

En el 2012 el precio promedio USD 98.5 el barril, registrando un alza de USD 0.90, respecto al 2011.

Durante el 2012 el precio del barril se mantuvo bastante estable, con variaciones al alza en los meses de febrero, marzo, abril y mayo (USD 104.1, USD 112.5, USD 111.9 y USD 101.5, respectivamente) para descender y terminar a diciembre en USD 93.0.

Se estima que el precio del petróleo no tendrá mayores variaciones y que mantendrá un promedio similar o ligeramente inferior para el 2013, lo cual generaría mayores retos al Gobierno, por la dependencia que tiene la economía en el petróleo y el hecho de que los gastos continúan aumentando en mayor proporción a los ingresos.

La inflación anual del 2012, se ubicó en 4.16%, porcentaje inferior a la del 2011; los segmentos de mayor incremento acumulado fueron: bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes (18.91%); restaurantes y hoteles (6.75%); y educación (6.52%).

El Mercado Laboral: Las tasas de subocupación en el área urbana y rural del País disminuyeron respecto a diciembre 2011, ubicándose en 39.8% y 74.6% respectivamente. La tasa de desempleo, disminuyó en 0.1%, tanto a nivel urbano como rural, situándose en diciembre 2012 en 5.0% y 2.3%, respectivamente. En la misma línea, las tasas de ocupación plena urbana y rural aumentaron, situándose en 52.1% y 22.7% respectivamente.

El salario básico tuvo un incremento del 10.6%, bajo la metodología aplicada para calcular el ingreso familiar básico y la canasta básica de bienes y servicios.

Las tasas de interés referenciales no han registrado cambios, conservándose estables y no se esperarían variaciones en el corto, plazo. La tasa pasiva referencial se mantiene en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%. Las tasas de interés de los segmentos crediticios tampoco registran variaciones en el último trimestre.

SECTOR EXTERNO

La balanza Comercial a diciembre 2012, presenta un déficit acumulado de USD 142.8 millones FOB, el cual es menor al obtenido el 2011 (USD 687 millones); los resultados se apoyaron en el saldo positivo de la balanza comercial petrolera que registró un superávit de USD 8,350 millones, gracias a los altos precios del petróleo.

ESTRUCTURADOS

La **balanza comercial no petrolera** no corre la misma suerte ya que presentó un déficit acumulado de USD 8,493 millones, superior al presentado en el 2011.

EXPORTACIONES USD 23,898.7 millones.

Las exportaciones crecieron 7.1%. Las petroleras suman USD 13,791.2 millones, y crecen en 6.5% (incluidos los derivados). Por volumen estas crecen 4.5%, debido al incremento en barriles de 135 a 141 millones. Las exportaciones petroleras representan el 57.7% del total.

Las exportaciones no petroleras suman USD 10,106.8 millones; en valores monetarios se incrementan en 7.86% pero disminuyen en volumen en 3.2%. Las exportaciones no tradicionales incrementan su participación frente a las tradicionales, aunque los productos con mayor participación siguen siendo el banano (20.7%), el camarón (12.6%), los productos de mar (11.1%) y las flores (7.3%).

IMPORTACIONES USD 24,041.5 millones.

A diciembre 2012 las importaciones se incrementan en 4.7% en términos monetarios, aunque disminuyen en volumen en 1.4%.

No se registran crecimientos significativos en importación de bienes de consumo (1.7%) ni en materias primas (0.8%), a diferencia de los bienes de capital, que tienen un incremento de 9.8% y los combustibles y lubricantes, que crecen en 7.0%.

Se puede observar un cambio en la tendencia que anteriormente mantenían las importaciones, al reducirse la participación del grupo de ALADI, ALBA y CAN.

Las importaciones de la Unión Europea (UE), se incrementan de 9.6% a 11.4%, y caen las exportaciones, incurriendo en un déficit comercial con la UE.

SECTOR PÚBLICO.

El Presupuesto General del Estado (PGE) a diciembre 2012 registra un déficit de USD 1,289 millones, y el crecimiento del gasto público se mantiene mayor al de los ingresos. Se espera que el precio del petróleo, del cual se alimenta el presupuesto, se mantenga estable o con ligera tendencia a la baja.

Tributación:

La recaudación de impuestos crece en 24% frente al 2011, hasta USD 11,958 millones, monto que representa el 60.2% del total de ingresos. De acuerdo a datos del SRI, en 2012 se cumplieron las metas de recaudación en el 116%, teniendo especial incidencia el impuesto a la renta y el impuesto a la salida de divisas.

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO

	2011	2012	variación 2011/2012
TOTAL INGRESOS	17.301	19.853	14,8%
TRIBUTARIOS	9.642	11.958	24,0%
Renta	3.030	3.278	8,2%
IVA	4.202	5.255	25,1%
ICE	618	677	9,5%
Arancelarios	921	1.132	22,9%
Salida de Divisas	491	1.145	133,2%
Vehículos	174	200	14,9%
Otros	206	271	31,6%
PETROLEROS	5.552	5.407	-2,6%
NO TRIBUTARIOS	1.085	1.266	16,9%
Transf Corrientes	657	669	1,8%
Otros, autogestion.	365	553	51,5%

Fuente: Ministerio de Finanzas

Elaboración BWR

	2011	2012	Variación 2012/2011
TOTAL GASTOS	18.338	21.124	15,2%
Gasto Corriente	10.345	12.485	20,7%
- Sueldos	6.466	7.353	13,7%
- Bienes y servicios	1.280	1.658	29,5%
- Tranf Ctes.	1.836	2.413	31,4%
IESS, ISFA, ISSPOL	300	1.042	247,3%
Bono Des Humano	700	720	2,9%
Otras Transferencias	836	651	-22,1%
Otros Gastos Corrient	86	114	32,6%
Intereses	677	947	39,9%
Gasto de Capital	7.993	8.639	8,1%
Gobiernos Autoctonos	2.499	2.670	6,8%
Gto Corriente y otros	1.072	1.175	9,6%
Credit China, CAF, BID	500	1.100	120,0%
Otros	3.922	3.694	-5,8%
PIB Cta Base 2007	78.189	84.950	
Gasto / PIB	23,45%	25,30%	

Fuente: Ministerio de Finanzas

Elaboración BWR

Gastos:

El comportamiento del gasto es cada vez mayor, disminuyendo la flexibilidad de la economía ecuatoriana, en especial porque un alto porcentaje está en gastos corrientes (59.1%), sin que se vea una rectificación de la política del Gobierno.

Los créditos recibidos empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a diciembre 2012 la deuda total suma USD 17,974 millones, distribuida en: deuda interna de USD 7,781 millones y un crecimiento de 72.6%, y deuda externa de USD 10,913 millones y un crecimiento de 8.6%.

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Durante este año de análisis se emitieron varias regulaciones y leyes que afectaron y afectarán a la banca, especialmente en cuanto a sus modalidades de crédito y a sus utilidades. En el 2012 se emitieron leyes para la regulación de los créditos para vivienda y vehículos, que limitan el cobro de servicios de tarjetas de crédito, se eliminaron los

burós de crédito y se emitió la Ley de Redistribución de los Ingresos para el Gasto Social.

El 2012 el sistema financiero (incluye bancos privados, cooperativas, financieras y mutualistas) registra **activos por USD 33,888 millones**, con un crecimiento de 17.2% y en el lado de los pasivos **USD 30.239 millones**, con un crecimiento de 17.7%.

Las **captaciones del público** llegan a **USD 26.644 millones**, con un crecimiento anual de 18.3%; la **cartera** termina el año en **USD 20.471 millones**, con un incremento de 15.8% frente al 2011.

Si bien el tamaño del Sistema continúa creciendo de forma importante, la tendencia no tiene el mismo impulso de años anteriores y es preocupante el crecimiento de la cartera en riesgo (cartera vencida más la que no devenga intereses), que en este año fue de 42.8%.

La morosidad muestra una tendencia creciente en todos los Sistemas, en parte explicada por crecimientos agresivos en los últimos años, especialmente en el segmento de consumo.

La cobertura con provisiones acumuladas muestra una tendencia a reducirse, a pesar de un mayor gasto de provisión en el periodo.

La oferta monetaria continúa creciendo, pero en menor intensidad que la habitual.

Cartera de Crédito

El sistema financiero creció en USD 2,789 millones o 15.8%, tanto en cartera corporativa como en créditos a personas. El sistema cooperativo es el que mayor crecimiento con (22%) influenciado por el segmento de consumo que crece al 25%.

Resultados USD 412 millones.

Las utilidades del sistema financiero en 2012 se vieron reducidas en USD 78 millones o 15.9%. Los bancos y las financieras son los más afectados, con una reducción de utilidades de 20% y 11.8%, respectivamente; en contraste, las cooperativas y mutualistas mejoran sus resultados en 13% y 6.5%, respectivamente.

PERSPECTIVAS 2013

En febrero del 2013 tuvieron lugar las elecciones de Presidente y Asambleístas, que dieron un triunfo rotundo al Gobierno en los dos frentes. La mayoría obtenida en la Asamblea por parte del Gobierno es suficiente para cambiar la Constitución, si fuera requerido.

Bajo este panorama se esperaría que continúe la política de endeudamiento público y aumento del gasto en mayor proporción que el crecimiento económico.

La política de subsidios seguiría y en lo internacional no se vislumbran acuerdos de libre comercio. Se mantendría una política tributaria con mayores cargas impositivas y bajos niveles de inversión extranjera.

Se espera que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público, soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2013.

La paralización de la refinería de Esmeraldas, que no se dio en el 2012, se haría en 2013, lo cual explicaría en parte la desaceleración esperada de la economía y reduciría los ingresos para el Estado.

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. Los principales factores que afectan el sector son: el crecimiento de los costos internos, el 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.

SECTOR PRIVADO

El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, (reformas tributarias, incrementos de salarios en mayor proporción que los incrementos en la producción, leyes antimonopolio sin considerar previamente opiniones 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 antes anotadas, el incremento de costos laborales y las deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales, lo cual limita el crecimiento potencial de las exportaciones.

Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es la 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.

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

Elaboración: BWR, abril, 2013.

Corte de información: diciembre 2012.