

Ecuador  
 Décimo Seguimiento

## Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos PRONACA

### Calificación

Serie	Calif. Anterior	Calif. actual	Último cambio
C	AAA	AAA	--
D	AAA	AAA	--
F	AAA	AAA	--

#### DESCRIPCIÓN DE LA CALIFICACIÓN:

*“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.”*

#### Principales participantes:

- *Originador:* PRONACA
- *Fiduciaria:* ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos
- *Estructurador Financiero:* PICAVAL S.A.
- *Estructurador Legal:* Profilegal Compañía Limitada

#### Contactos:

Carlos Ordóñez, CFA  
 (5932) 226 9767 ext. 105  
[cordonez@bwratings.com](mailto:cordonez@bwratings.com)

MBA Guissela Salgado  
 (5932) 226 9767 ext. 106  
[gsalgado@bwratings.com](mailto:gsalgado@bwratings.com)

### Fundamento de la calificación

**Calificación Local:** 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.

**Continuidad como negocio en marcha altamente probable:** La generación de flujos del Fideicomiso para pagar a inversionistas, depende del Originador y su comportamiento, por lo que esta calificación se soporta en el análisis de PRONACA en relación a su capacidad de pago en el largo plazo, y desempeño como negocio en marcha. La calificación de la continuidad de negocio y de los derechos de cobro titularizados, es consistente con aquella otorgada a esta estructura.

**Estructura legal otorga prelación sobre el derecho de cobro:** La segunda titularización de flujos representa 1.01% de los pasivos y contingentes a agosto-2015, porcentaje que se considera bajo. La estructura legal otorga al inversionista prelación sobre los derechos de cobro titularizados en el futuro, respecto de otros acreedores.

**Holgada cobertura de flujos:** La holgura entre los flujos que ingresan directamente al Fideicomiso y los dividendos por pagar, protege a los inversionistas de fluctuaciones importantes en la generación o recaudación del derecho de cobro titularizado. La cobertura mejora por la amortización de la primera titularización y de las series A, B y E, así como por un crecimiento constante de las ventas del Originador. La serie B se cancela en agosto 28 de 2015.

**Cesión irrevocable de los derechos de cobro:** La escritura de constitución de la segunda titularización de flujos de PRONACA define la cesión irrevocable de los derechos de cobro, mientras esta se encuentre vigente. La cesión se hace efectiva al momento en que el derecho de cobro se genera, lo que sucede cada vez que el Originador realiza una venta de productos a Corporación Favorita, según lo establecido en la respectiva escritura.

Corporación Favorita acredita directamente el pago del derecho de cobro generado por las compras realizadas a PRONACA, en una cuenta a la vista del Fideicomiso de la segunda titularización desde abril-2013; lo que independiza al Fideicomiso de la voluntad de pago del Originador, fortaleciendo la prelación de flujos existente.

**Estructura Legal adecuada:** BWR cuenta con una opinión legal positiva de sus abogados, en cuanto a la legalidad y forma de transferencia de los derechos de cobro.

**Contrapartes de transacción evaluadas positivamente:** Se ha evaluado de forma satisfactoria las políticas y procedimientos de originación y la administración de flujos por parte del Fideicomiso. BWR considera que este tiene la capacidad para desempeñarse de forma adecuada como administrador de flujos futuros de esta titularización. De igual forma considera que ANEFI S.A Administradora de Fondos y Fideicomisos, tiene la capacidad técnica y experiencia suficiente para un desempeño adecuado como agente de manejo.



## Entorno Económico y Riesgo Sistémico

El análisis sobre entorno económico y riesgo sistémico se encuentra en el Anexo No.1 de este informe.

## Presentación de Cuentas

Los estados financieros y la documentación analizada son de propiedad de PRONACA, y su contenido está bajo responsabilidad de sus administradores. El presente análisis se fundamenta principalmente en los siguientes documentos e información:

- Estados financieros no auditados del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos PRONACA al 31 de agosto de 2015, elaborados bajo normas NIIF.
- Información complementaria al 31 de agosto de 2015 del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos de PRONACA, sobre el activo subyacente, flujos de efectivo y demás datos considerados relevantes para el análisis de la capacidad de pago de las series emitidas.
- Estados financieros del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos de PRONACA al 31 de diciembre de 2014, auditados por la firma PriceWaterhouseCoopers, con opinión limpia sobre la razonable presentación del estado de situación financiera, estado de cambios en el patrimonio y de flujos de efectivo, elaborados bajo normas NIIF. En un párrafo de énfasis, señala la obligación que los estados financieros del Fideicomiso, que no tienen estado de resultados integrales, se incorporen a los estados financieros consolidados del Originador.
- Estados financieros consolidados de PRONACA y Fideicomisos (Titularización de Cartera) no auditados al 31 de agosto de 2015, elaborados bajo normas NIIF, y proyecciones de la administración.
- Estados financieros consolidados y combinados del Grupo Corporativo PRONACA al 31 de agosto de 2015 no auditados, elaborados bajo normas NIIF.
- Estados financieros no consolidados de PRONACA a diciembre-2014, auditados por Deloitte & Touche, con una opinión limpia respecto a la razonabilidad de su posición financiera, resultados, y flujos de efectivo, expresados según normas NIIF.
- Estados financieros consolidados de PRONACA y subsidiarias al 31 de diciembre de 2014, auditados por Deloitte & Touche, con una opinión limpia respecto a la razonabilidad de su

posición financiera, resultados, y flujos de efectivo, expresados según normas NIIF.

- Estados financieros de ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos auditados por PriceWaterhouse Coopers, al 31 de diciembre de 2014, con una opinión limpia sobre su razonable presentación.

El análisis del riesgo de crédito del Originador se realiza considerando tanto cifras individuales como consolidadas, debido a que PRONACA como cabeza del Grupo transfiere una porción de sus flujos a empresas relacionadas, a través de inversiones y/o préstamos, incluso hacia algunas empresas con las que no consolida balances.

## Análisis de la Titularización

### Evolución de la Emisión

El Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos PRONACA se inscribió en el Registro de Mercado de Valores el 18 de agosto de 2011, con la finalidad de constituir un patrimonio autónomo, mediante el cual se desarrolla el proceso de titularización de USD 50MM.

Este 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, por lo que esa fecha 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 había colocado la totalidad de las primeras cuatro series, y en febrero-2012 terminó de colocar las series E y F.

El Fideicomiso ha pagado todo el capital e intereses de la serie A que venció en noviembre-2014, serie E que venció en enero-2015, y serie B que venció en agosto-2015. En adición, desde su colocación ha pagado siete dividendos de capital e intereses de las series C y D y seis de la serie F; además de nueve amortizaciones de intereses adicionales de las series C y D y ocho de la serie F. Los pagos están de conformidad con la tabla de amortización, que incluye períodos de gracia de capital de 90 días para la serie C, y 180 días para las series D y F vigentes.

### Fondos Disponibles e Inversiones

El Fideicomiso cuenta con fondos disponibles e inversiones por USD 773M al 31 de agosto de 2015, los cuales se han colocado en dos cuentas abiertas en Produbanco (88.4%), una en Banco Central del Ecuador (0.1%), y dos fondos de inversión (11.5%). El banco privado depositario tiene una calificación global de riesgo de AAA- en escala local.

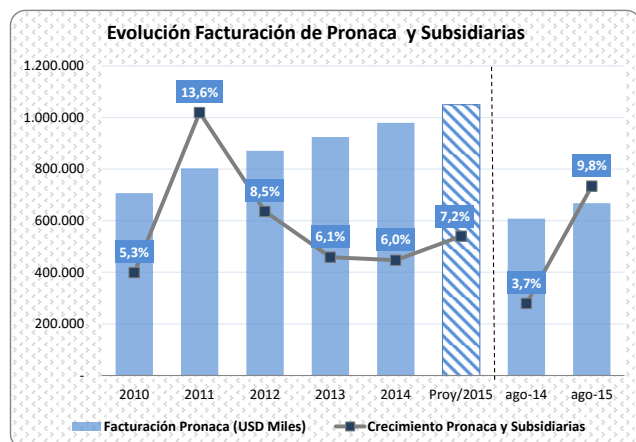
El efectivo y equivalentes suman USD 684M y los activos financieros USD 2.017M al 31 de agosto de 2015; estos últimos se integran de dos fondos de

inversión por USD 88.5M (Centenario y Real) con vencimiento a treinta días y rentabilidad esperada del 3.5% de interés anual.

Los recursos líquidos que mantiene el Fideicomiso, y los que viene provisionando en forma semanal se destinarán a cumplir la provisión de fondos para el pago del próximo dividendo trimestral de la serie F, cuyo vencimiento final es en octubre-2015, el dividendo de la serie C, que tiene un dividendo que vence en noviembre-2015 por USD 526M, y los intereses trimestrales de la serie D por USD 32.9M en el mismo mes.

La estructura de la segunda titularización de flujos de PRONACA contempla mantener como Depósito en Garantía una reserva en dinero, o una garantía bancaria incondicional y de cobro inmediato, cuyo valor sea al menos el equivalente a 1.5 veces el índice de desviación. El Depósito en Garantía asciende a USD 1.702M en agosto-2015, y se sustenta en una garantía bancaria incondicional, irrevocable y de cobro inmediato, que contrata el Constituyente a favor del Fideicomiso, otorgada por el Banco de Guayaquil hasta el 30 de septiembre de 2015, con lo cual este cumple lo que está previsto en la escritura de constitución.

**Evolución de los Flujos:**



Nota: Ventas de Pronaca y Subsidiarias (estado consolidado de resultado integral)  
Proyecciones de Pronaca ajustadas por BWR.  
Fuente: Pronaca y ANEFI  
Elaboración: BWR.

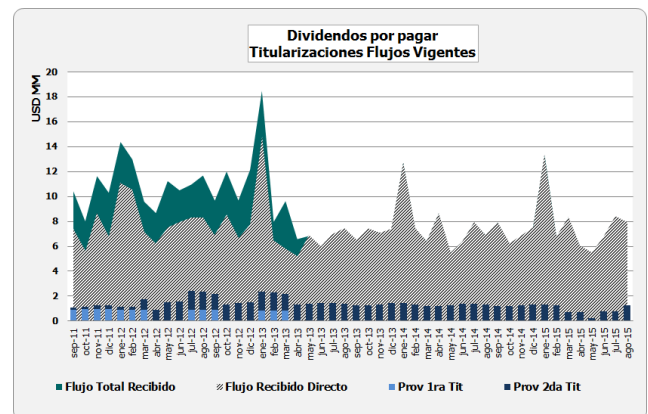
De la evolución de las ventas consolidadas de PRONACA y sus subsidiarias, se desprende un crecimiento constante, aunque se desacelera desde 2012. Para 2015 esperamos un crecimiento anual de las ventas consolidadas de 7.2% anual, que considera el crecimiento de 9.8%, que se aprecia en agosto-2015, frente al mismo período del año anterior, y un último trimestre menos dinámico que el del 2014.

Corporación Favorita es el cliente más importante de PRONACA, cuyo derecho de cobro está comprometido en la presente titularización. Esta

Empresa tiene una participación histórica estable en las ventas de PRONACA, que fluctúa de 10% a 14%. La relación comercial con este cliente tiene más de 25 años, y su continuidad a futuro se considera altamente probable, dada la posición de liderazgo en el mercado de ambas empresas.

Corporación Favorita es una empresa ecuatoriana, con reconocido liderazgo como autoservicio, que figura entre las más importantes generadoras de ingresos y tributos del país. Esta corporación se integra de 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 al sector industrial e inmobiliario.

**Evolución del derecho de cobro:**



**Flujo Recibido Directo** = Recaudación directa de las ventas de Corporación Favorita (incluye Santa María hasta marzo-2013).  
**Flujo Total Recibido** = incluye flujo directo y recaudación de PRONACA transferida al Fideicomiso (6% de las ventas de PRONACA hasta marzo 2013, neto de clientes comprometidos en la primera titularización).  
Fuente: ANEFI

El cálculo de la cobertura mensual incluye el saldo insoluto de las dos titularizaciones de flujos de PRONACA, y el flujo total recaudado de Corporación Favorita y Mega Santa María hasta marzo-2013. Luego de pagar la primera titularización de flujos futuros en esa fecha, el requerimiento de flujos para pagar a los inversionistas disminuye, razón por la cual la estructura también ajusta el derecho de cobro titularizado.

El gráfico revela la relación entre el flujo mensual recibido por el Fideicomiso de la titularización, tanto directamente, como a través de PRONACA; y los dividendos a pagar a favor de los inversionistas de la titularización de flujos que esta ha originado.

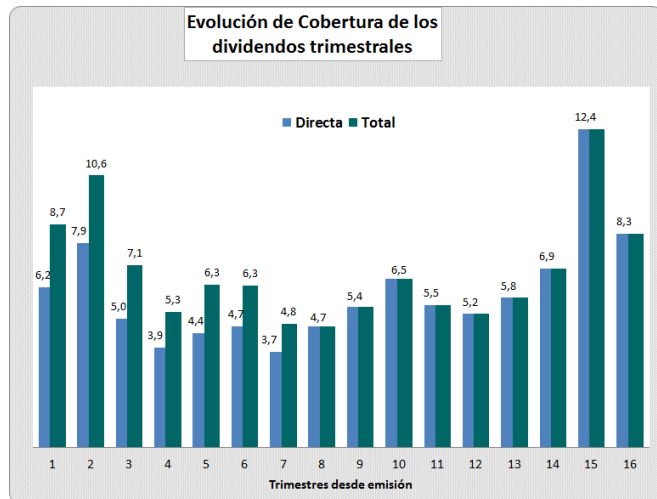
Desde abril-2013 Corporación Favorita acredita en la cuenta a la vista del Fideicomiso en forma directa, el valor de las facturas emitidas a su nombre por PRONACA. El derecho de cobro definido como Mecanismo de Garantía, incluye el 80% de dicha facturación. Este porcentaje se reduce al 10%, cuando pague totalmente las series B (agosto 2015)

y F (octubre 2015). A la fecha del presente análisis, se han cancelado las series A, B y E; y la próxima serie a cancelar sería la F.

El Mecanismo de Fortalecimiento incluye la diferencia (20% y 90% en su orden); de manera que de ser necesario, el flujo total serviría para cubrir el pago de los valores emitidos y en circulación.

**Evolución de la cobertura:**

La cobertura recoge la estacionalidad en las ventas a los autoservicios, especialmente en el último trimestre de cada año. La política de recaudación con autoservicios es de uno a dos meses. La cobertura histórica también varía en función del monto de los dividendos a pagar, de acuerdo a las tablas de amortización de cada serie emitida.



**Directa** = Cobertura calculada con recaudación de ventas de Corporación Favorita y Santa María acreditadas directamente en las cuentas del Primer Fideicomiso, hasta marzo-2013 (trimestre 7). Desde abril-2013 corresponde a 80% de la recaudación de las ventas de PRONACA a Corporación Favorita, acreditadas directamente al Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos.  
**Total** = Cobertura que incluye además del flujo directo, al valor recaudado por PRONACA y acreditado en las cuentas del Fideicomiso Segunda Titularización hasta marzo-2013. Estos últimos se consideraban vinculados a la voluntad de pago del Originador.

La cobertura 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 cobertura proyectada en el informe inicial sobre la calificación, debido al comportamiento positivo de las ventas de PRONACA.

La cobertura se mantiene en un promedio superior a 6.8 veces, calculado desde la fecha que termina de pagar el primer fideicomiso de titularización de flujos, además de considerar el pago de las series A, B, y E de la segunda titularización de flujos, y el cambio del derecho de cobro de la misma.

**Evolución de Gastos del Fideicomiso**

El Fideicomiso cuenta con un Fondo Rotativo de USD 10M, que sirve para pagar los gastos mensuales que se requieren. Dicho fondo asciende a USD 5.851,37

en agosto-2015, y se repone con cargo a los flujos que ingresan en la titularización. Si estos no fueran suficientes, el Originador está obligado a reponerlo en dos días hábiles posteriores a la fecha en que la Fiduciaria lo haya solicitado mediante carta.

Los gastos mensuales del Fideicomiso no son materiales. El costo relacionado con intereses es equitativo al tamaño de la emisión, y a los flujos que ingresan al mismo mensualmente.

**Posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del Originador, en caso de quiebra o liquidación**

Fecha de corte	ago-15
Activo Líquido (USD M)	30.588
Activo Ajustado (USD M)	565.057
Activo Total (USD M)	664.655

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. Tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activo Ajustado (veces)
1era	Pasivos tributarios*, empleados e IESS	66.357	66.357	0,46	8,52
2nda	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	103.253	169.610	0,18	3,33
3era	Deuda sin garantía específica de balance**	104.115	273.725	0,11	2,06
<b>TOTAL</b>		<b>273.725</b>	<b>273.725</b>	<b>0,11</b>	<b>2,06</b>

\* La primera prelación incluye contingentes tributarios.  
\*\* La tercera prelación incluye deuda garantizada de partes relacionadas.

Conforme a la certificación entregada por el Emisor en cuanto a los activos susceptibles de constituirse en garantía general y su relación con las emisiones en circulación, se indica que el Originador está cumpliendo con los requisitos de Ley.

El cuadro detalla los pasivos que tendrían prelación en un escenario de liquidación, respecto de las deudas de PRONACA que constan en su balance individual con datos a agosto-2015. Los títulos emitidos por la segunda titularización de flujos tienen un saldo de USD 4.747M a esa fecha.

Bajo supuesta liquidación de PRONACA, el inversionista del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Futuros de PRONACA se encontraría en el mismo nivel de prelación que los demás acreedores de pasivos sin garantía específica.

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del Originador como negocio en marcha, el cual se describe en este informe. En el presente análisis, la capacidad de liquidación de los activos es un factor complementario para la calificación.

Según información provista por el Originador, el saldo insoluto de la presente titularización de flujos representa 1.01% del activo libre de gravamen de PRONACA a agosto-2015; o 11.62%, si se añade el saldo insoluto del papel comercial, muy por debajo del 80% establecido como límite máximo legal.

**PRONACA S.A.**  
**(Originador de Flujos Futuros)**

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 calificación reconoce las características de corto plazo del instrumento empleado y se fundamenta en la perspectiva de que bajo condiciones previsibles de mercado el Grupo PRONACA y PRONACA de manera individual, mantendrán el desempeño positivo de su gestión operativa, bajos niveles de endeudamiento y una posición adecuada de liquidez.

La calificación considera el tamaño y el posicionamiento de PRONACA como líder en el mercado ecuatoriano, además de su diversificación en cartera de clientes, proveedores locales y del exterior, productos y su posibilidad de abarcar otros mercados del exterior, factores que ayudan a contrarrestar a la competencia, incluida la informal y contribuyen a la estabilidad de los márgenes.

El mercado local tiene alta competencia y está parcialmente regulado. La industria está influenciada por la volatilidad de precios internacionales de materias primas, que durante el año 2015 se han mantenido con tendencia hacia la baja lo que contribuyó al margen. El riesgo de volatilidad del EBITDA es compensado por una posición conservadora de deuda y mitigado por una política efectiva de administración de derivados financieros que permite atenuar el efecto de los precios en el costo de ventas y sostener los márgenes del Grupo en niveles adecuados.

La empresa se enfrenta actualmente a un escenario de desaceleración en el crecimiento de ventas, debido a las condiciones macroeconómicas del país, que han influenciado a la industria en general, con una contracción del consumo. La estrategia en el corto plazo se orienta a optimizar costos y gastos en toda la cadena productiva, y con la misma estructura procurar el incremento de volúmenes sin incrementar precios. Las inversiones en CAPEX se han restringido y disminuyen a los mínimos requeridos.

Se espera que la compañía mantenga su posición conservadora de endeudamiento en los próximos años, e incluso que cancele parte de la deuda de corto plazo. De requerirse, la empresa cuenta con liquidez disponible para ser utilizada en este objetivo, en caso de que la generación del EBITDA se desacelerara en mayor medida a la proyectada. En este sentido PRONACA es una empresa que

cuenta con respaldos de liquidez que le permiten tener una posición mejor frente a otros emisores, y está acorde a la calificación otorgada.

Menores ventas proyectadas bajo la perspectiva de una desestimulación de la demanda, es un factor que podría influenciar en un menor EBITDA proyectado y se podría traducir en un menor flujo de caja libre. El riesgo de refinanciamiento de la deuda de PRONACA se mitiga gracias al buen perfil de crédito, que le permitiría tener una mejor posición frente a otros en el sistema financiero local e internacional, permitiendo la disponibilidad de cupos de líneas de crédito.

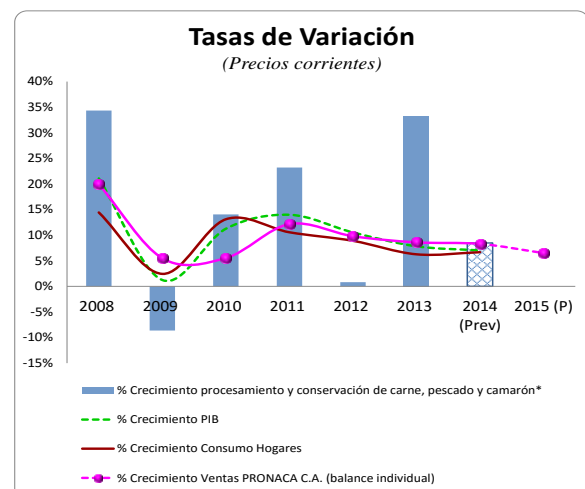
La administración de PRONACA está dirigida por profesionales con adecuada formación técnica y comercial, complementada por la experiencia de los accionistas y directores externos, lo cual se ve reflejado en la consistencia financiera que mantiene la compañía a la fecha de análisis.

El Grupo PRONACA llega al consumidor minorista a través de canales de distribución bien definidos y una fuerza comercial y administrativa importante, conformada por 8,172 colaboradores directos (7,608 empleados en Pronaca), que atienden aproximadamente a 83,141 clientes entre tiendas, autoservicios y distribuidores externos asociados.

A través de sus subsidiarias, PRONACA ha extendido sus actividades productivas y comerciales hacia Colombia, Estados Unidos, Brasil y España. Por diferentes coyunturas estos mercados no se encuentran totalmente operativos a la fecha de análisis, pero tienen una expectativa de crecimiento futuro.

**Riesgo de la industria del Originador**

**Gráfico 1**



\*Datos estimados para el sector económico, incluye: Procesamiento y conservación de carne, camarón, pescado y otros productos acuáticos, acuicultura y pesca de camarón hasta el 2014.  
Fuente: Banco Central del Ecuador, PRONACA C.A.  
Elaboración: BWR



La perspectiva de crecimiento económico del Ecuador se ha ajustado hacia la baja para el año 2015 y 2016. Si bien al momento no existen cifras oficiales publicadas en el Banco Central del Ecuador (BCE) sobre la previsión de crecimiento del PIB en el 2016, según la última publicación se esperaría que el 2015 tenga un crecimiento en términos constantes de 0.4%, por debajo del crecimiento regional proyectado por el Banco Mundial de 0.5%.

Por su parte, la última publicación del FMI estima un decrecimiento del PIB para 2015 de 0.6% en términos constantes y un crecimiento casi nulo en 2016.<sup>1</sup> El Organismo atribuye la perspectiva negativa al debilitamiento que enfrentará la economía por la caída del precio internacional del petróleo, y la falta de liquidez por la disminución de flujo de divisas.

PRONACA desarrolla su actividad operativa, en un mercado de primera necesidad como es el alimenticio, además con una estructura diversificada de productos que se encuentran bien posicionados, y un tamaño grande, que le otorga una ventaja diferencial y una fortaleza en comparación a otros emisores que operan en otras industrias.

Por su naturaleza, la empresa es sensible a la fluctuación de los ciclos económicos, vinculándose de manera directa con el comportamiento del PIB nacional y con la capacidad de consumo de los hogares. Desde este punto de vista, la empresa es conservadora y prevé un escenario de crecimiento cero de ventas para el año 2016.

En el 2014, la producción y procesamiento de carne, pescado y marisco contribuyó con la generación del 3.6% del PIB ecuatoriano y su consumo representa casi el 8% del ingreso familiar<sup>2</sup>, siendo el segundo segmento en importancia dentro de la rama de alimentos y bebidas de la canasta básica familiar; cereales y derivados ocupa el primer lugar, según las últimas cifras publicadas por el BCE y el INEC.

Se estima que este mercado tiene una demanda elástica al precio ante la existencia de productos sustitutos, notándose un menor desempeño del sector en épocas de recesión económica, como el que se prevé en el próximo año.

La diversificación de productos de PRONACA así como la posibilidad de crecimiento en el exterior a través de sus subsidiarias, constituyen elementos

que mitigan en alguna medida el riesgo de competencia y el riesgo local de recesión.

El mercado en el que se desenvuelve PRONACA es competitivo y parcialmente regulado por el Gobierno en el proceso de abastecimiento de materia prima. Al no existir barreras de entrada importantes, la principal competencia proviene de empresas locales y microempresarios.

PRONACA maneja una relación estable con proveedores locales e internacionales, y por su tamaño en el mercado tiene un alto poder de negociación. La empresa ha promovido el programa denominado “proveedores agrícolas integrados”, el mismo que le permite acceder a las cosechas de los agricultores asociados, a cambio de financiamiento y/o asesoría técnica, en cuanto a materias primas producidas localmente.

En el año 2015, la empresa se benefició de un comportamiento a la baja de los precios de las materias primas importadas, principalmente el trigo y la soya, lo que contribuyó a un mejor margen. No obstante, su volatilidad es un riesgo permanente que es parcialmente mitigado con las compras de derivados financieros, con los que mantienen un importante porcentaje de cobertura en el corto plazo.

En cuanto a productos sustitutos y directos que compiten con los de PRONACA, las salvaguardias impuestas por el Gobierno a algunas partidas de productos importados han tenido un efecto favorable en el 2015 en especial en la línea de nutrición animal. Esta tendencia se espera continúe hasta finalizar el año y durante el tiempo que la medida se mantenga en el 2016.

Otro efecto macro que ha impactado a todas las industrias ha sido la fuerte devaluación de las monedas durante el 2015, en especial la colombiana y peruana por ser importantes socios comerciales del Ecuador, lo que genera precios más altos de los productos ecuatorianos en esos mercados.

PRONACA maneja importantes ventajas competitivas que le permitirían tener una posición mejor frente a sus competidores en un escenario de mayores restricciones económicas. Además, su capacidad instalada y de distribución funciona como barrera de entrada al mercado ecuatoriano.

La alta competencia, principalmente informal, limita la capacidad de la empresa para transferir sus costos al mercado, sin embargo PRONACA cuenta con elementos diferenciadores en calidad y diversificación en productos, clientes y proveedores, factores que contrarrestan este riesgo.

<sup>1</sup> Staff Report IMF 2015 ECUADOR septiembre, 2015.

<sup>2</sup> INEC, IPC, Canasta básica familiar a marzo del 2015.

**ANEFI S.A. Administradora de Fondos  
 Fideicomisos  
 (Agente de Manejo)**

ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos actúa como agente de manejo de la presente titularización de flujos futuros de PRONACA. Esta Fiduciaria se constituyó como Administradora de Fondos y Fideicomisos Profundos S.A., con escritura pública otorgada en marzo 4 de 1994, ante la Notaría Décimo Octava del cantón Quito, inscrita en el Registro Mercantil de Quito en marzo 29 de 1994, con un plazo de duración de 50 años.

La Empresa está autorizada para operar como administradora de fondos y fideicomisos por parte de la Superintendencia de Compañías, mediante Resolución No. 94.1.8.AF.005 del 01 de julio de 1994. Con Resolución SCQ.IMV.02.006 de octubre 18 de 2002, ese órgano de control le autoriza para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización.

La Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado, dispuso la venta de las Administradoras de Fondos y Fideicomisos, que pertenecían a un Grupo Financiero, en julio-2012. La Empresa sale en esa fecha del grupo liderado por Prohubanco, siendo los actuales accionistas un grupo presidido por el economista José Samaniego Ponce, ex Gerente General de Profundos, Estudio Jurídico Gonzalo Córdova Abg., ingeniero Xavier Velasco Pimentel, ingeniero Carlos Solano de la Sala y doctor Farith Simon Campaña.

La Superintendencia de Compañías aprobó el cambio de denominación comercial de la Fiduciaria por ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos, en junio 24 de 2013. Este acto se registra en el Registro Mercantil de Quito en agosto-2013. El cambio de denominación e imagen mantienen en la definición del objeto social, a la administración de fideicomisos, encargos fiduciarios y procesos de titularización.

La calidad de la administración fiduciaria tampoco se modifica, en consideración que ANEFI mantiene al personal técnico y con experiencia. En cuanto a su infraestructura tecnológica, sigue usando el sistema GESTOR, especializado en la administración de fideicomisos, fondos de inversión, fondos de pensiones, titularización, y activos de cartera bajo una estructura parametrizable.

Consideramos que ANEFI posee la capacidad técnica y experiencia para desempeñar en forma adecuada la función de Administradora del presente Fideicomiso. La Empresa ha gestionado varias titularizaciones de flujos, lo que le otorga la experiencia requerida en este tipo de transacciones.

**Descripción de la Emisión y Estructura**

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

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

La prelación que ofrece la estructura legal a los inversionistas de esta titularización, junto con la baja participación de esta emisión en el pasivo total y contingentes del Originador (1.68% en agosto-2015), le permiten tener mayor fortaleza ante escenarios elevados de estrés, que otras obligaciones de largo plazo con garantía general del Originador. Esta situación es reconocida en la calificación de la segunda titularización de flujos futuros de PRONACA.

Las características de las series emitidas por el Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos PRONACA, que están vigentes a agosto-2015, constan en el siguiente cuadro:

<b>CARACTERÍSTICAS TÍTULOS</b>			
	<b>Serie C</b>	<b>Serie D</b>	<b>Serie F</b>
Monto Autorizado (USD)	5 MM	5 MM	10 MM
Monto Emitido (USD)	5 MM	5 MM	10 MM
Saldo Insoluto	1,5 MM	1,8 MM	1,4 MM
Fecha Emisión	29-ago-11	29-ago-11	17-oct-11
Plazo (días)	1.890 días	2.160 días	1.440 días
Fecha Vencimiento	29-nov-16	29-ago-17	17-oct-15
Gracia Capital*	90 días	180 días	180 días
Primer pago Capital	270 días	360 días	360 días
Pago Interés	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Pago Capital	Semestral	Semestral	Semestral
Tasa Fija	7,00%	7,25%	6,75%
Cálculo Intereses	360/360	360/360	360/360
Autorización de la oferta pública:	Resolución No.Q.IMV.2011,3597 de agosto 16 de 2012		

PRONACA es además garante subsidiario de la titularización. En consecuencia, si algún momento el Fideicomiso no contara con los flujos suficientes para el pago de los pasivos con inversionistas, el Originador se compromete a transferir al Fideicomiso los recursos necesarios para este fin.

La cobertura legal del índice de desviación, que fue calculado por el estructurador financiero en 21.23%, se calcula en 4.10 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 la calificación, disponibles en

[www.bankwatchratings.com](http://www.bankwatchratings.com) se puede encontrar un resumen detallado de las características de la presente estructura.

**Posicionamiento de los valores en el mercado, presencia bursátil, liquidez de los valores**

PRONACA incursiona en el mercado de valores local desde 2003, siendo emisor de varios programas de papel comercial y emisiones de obligaciones, además de originador de dos procesos de titularización de flujos futuros.

Las emisiones se han colocado en su totalidad en el mercado primario, en los sectores privado e institucional, tanto en plazos cortos como largos, y

su cumplimiento se ha dado en tiempo y forma. Las emisiones y originaciones que están vigentes a agosto-2015 se detallan a continuación:

Año	Operación	Valor USD Miles	Fecha de Aprobación SIC	Plazo (días)	Fecha de vencimiento	Calificación	Calificadora
2011	Segunda Titularización de Flujos	50.000	16-ago-11				
	Serie C			1890	29-nov-16	AAA	BWR
	Serie D			2160	29-ago-17	AAA	BWR
	Serie F			1440	17-oct-15	AAA	BWR
2014	Papel comercial	90.000	27-jun-14	720	16-jun-16	AAA	BWR

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. La calificación de riesgo es la que influye en la liquidez del papel en el mercado.

## Ecuador

## Entorno Económico y Riesgo Sistémico

## Sector Real

USD Millones	2012	2013	2014
PIB Corriente en millones	87,623	94,473	100,543
PIB Constante en millones	64,106	67,081	69,632
Tasa de crecimiento anual			
PIB Corriente	10.53%	7.82%	6.43%
PIB Constante	5.22%	4.64%	3.80%

## Comercio Exterior

USD Millones (FOB)	Ene/Jun 2014	Ene/Jun 2015
Exportaciones	13,427	9,826
Petroleras	7,241	3,824
No Petroleras	6,186	6,001
Importaciones	12,743	11,043
Balanza Comercial	684	(1,217)

## Reserva y Deuda

USD Millones	2013	2014	2015 II *
RILD	4,361	3,949	4,739
Deuda Pública Interna	9,927	12,558	12,304
Deuda Pública Externa	12,920	17,582	20,038
Deuda Privada Externa	5,859	6,545	7,046
Deuda pública	22,847	30,140	32,342
Deuda pública como % PIB	24.18%	29.98%	0.00%

\* Dato acumulado del año

## Indicadores Monetarios

USD Millones	2013	2014	2015 I *
Inversión Extranjera Directa	732	766	171
Remesas	2,450	2,462	530

\* Dato acumulado del año

## Inflación

IPC	2013	2014	2015 I *	2015 II *
Tasa de Inflación Mensual	0.20%	0.11%	0.41%	0.41%
Tasa de Inflación Anual	2.70%	3.67%	3.76%	4.87%
Tasa de Inflación Acumulada	2.70%	3.67%	1.63%	3.08%

## Mercado Laboral

	2013	2014	jun-15
Desempleo	4.86%	4.54%	5.60%
Subempleo	43.18%	43.78%	39.30%
Ocupados Plenos	51.67%	51.40%	55.10%

Fuente: BCE, Análisis Semanal

Elaboración: BWR

## Contactos:

Patricia Pinto  
(5932) 292 2426 ext.103  
[ppinto@bwratings.com](mailto:ppinto@bwratings.com)

Sebastián Baus  
(5932) 292 2426 ext.104  
[sbaus@bwratings.com](mailto:sbaus@bwratings.com)

La economía ecuatoriana se caracteriza por tener una estructura concentrada en ingresos y poca flexibilidad de fondeo. La dependencia en pocos productos para el desarrollo de la economía y la falta de un fondo de estabilización para épocas de crisis, generan mayor incertidumbre en cuanto a la liquidez de la economía, la cual influye directamente en el desarrollo del sistema financiero, de la industria, y del comercio en general. Por otra parte, el bajo incentivo a la inversión extranjera directa (IED) y la estructura concentrada de la balanza comercial, representan un problema para un país dolarizado, limitando el crecimiento de la oferta monetaria y por ende de la economía.

La vulnerabilidad de la economía ecuatoriana se evidencia en el año 2015 que ha transcurrido y terminará con un entorno operativo económico de liquidez contraída y de alta incertidumbre económica, política y social, lo cual seguramente se extenderá al menos a la primera mitad del 2016, dependiendo del comportamiento del precio del petróleo y de la dirección de las decisiones del gobierno principalmente en cuanto a temas estructurales relacionados al gasto corriente, al comercio exterior, a las políticas que afecten a la industria local y a las inversiones en general. **Mientras que la economía ecuatoriana mostró tasas de crecimiento importantes, aunque decrecientes, en los últimos 4 años (entre 7.87% y 3.80%) para el 2015 se espera que el PIB no crezca o inclusive que disminuya.** Todavía no se ha expuesto cifras oficiales actualizadas ni proyecciones concretas de otras fuentes al respecto.

La pérdida de ingresos por la caída del precio del petróleo (55% entre junio-2014 y junio 2015), el cual sigue a la baja (USD45/b a septiembre 2015), no permitirá sostener el importante gasto corriente por parte del gobierno, lo cual ha sido el motor del crecimiento económico de los últimos años. Asimismo, será inevitable limitar los proyectos de inversión. Creemos que esta pérdida de ingresos y la menor actividad del Gobierno no podrán ser compensadas con inversión privada local y/o extranjera que promueva la producción y/o el comercio, ya que el discurso político, el endurecimiento desmedido de las leyes tributarias y la volatilidad del entorno legal no han propiciado ni propician un ambiente adecuado para el efecto. Por otro lado, la percepción actual en cuanto al Ecuador como riesgo de crédito también limita las alternativas de fondeo a través de nuevos créditos. Por último, los problemas económicos actuales de China (mayor prestamista del país en los últimos periodos) generan incertidumbre en cuanto a los compromisos financieros adquiridos con el Ecuador. De honrarse dichos compromisos, la brecha financiera del 2015 estaría cubierta pero se trasladarían los problemas para los siguientes años.

Frente a las crecientes necesidades de financiamiento el gobierno ha anunciado recortes de gastos lo cual no se evidencia de acuerdo a las cifras del primer semestre del año que muestran que el rol de pagos ha crecido de manera considerable (9.1% en un año). El déficit de las operaciones del Gobierno Central fue menor de lo que se esperaba gracias a mayores recaudaciones por la amnistía tributaria, la nueva reforma tributaria y los gravámenes a las importaciones. Se estima que la inversión pública sí se ha reducido pero en niveles menores al estimado por el Gobierno.

La industria ecuatoriana ha tenido y tendrá que enfrentar adicionalmente factores externos, como es la apreciación del dólar frente a las monedas de los países con los que comerciamos, lo cual reduce nuestra competitividad tanto en el mercado local como en el exterior. A esta pérdida de competitividad contribuye adicionalmente, el alto costo de producir en el Ecuador, afectado especialmente por los salarios. Por otro lado, los precios de los productos locales se incrementaron ya que la creciente demanda de la época de bonanza no estuvo acompañada con aumentos de productividad. Según Análisis Semanal del 8 de septiembre de 2015, "...A julio de

2015, en términos reales de capacidad de compra, Ecuador se ha vuelto en promedio un 9.4% más costoso en relación a los 22 países con quienes tiene mayor comercio". Las exportaciones no petroleras también mantienen la tendencia a decrecer durante el 2015.

Para controlar la demanda de los productos importados el Gobierno implementó cupos, y un sistema de salvaguardia de balanza de pagos (marzo-2015) para encarecer dichos productos (del 5% al 45% a casi 3000 productos o 32% de los productos que importa el país). La salvaguardia, contemplada por la OMC y aceptada por el período de 15 meses, se aplicará a todos los productos que no se consideren indispensables es decir a casi todos los productos de consumo, a las materias primas y productos no terminados especialmente aquellos que compitan con los nacionales y a los bienes de capital cuya importación pueda ser pospuesta por un año. Según las normas internacionales de comercio las salvaguardias podrían extenderse y prorrogarse, por lo que legalmente podrían estar vigentes hasta por 10 años.

Durante el 2015 se observa un decrecimiento en las importaciones de bienes de consumo, de insumos y de bienes de capital. Habría que analizar puntualmente el impacto que estas medidas hayan tendido y tengan en cada industria y en cada empresa. Se conoce que las salvaguardias generaron incomodidad dentro de las negociaciones para el tratado de libre comercio con la Unión Europea, aunque en septiembre la Comisión Parlamentaria Europea resolvió favorablemente la adhesión de Ecuador al acuerdo comercial multipartes con la UE, Colombia y Perú, por lo cual se espera que el proceso siga adelante. Hasta el momento Colombia y Perú no se han pronunciado. Preocupa el poco interés de las autoridades para negociar con mercados como el de USA, que capta algo más que el 42% de nuestras exportaciones. En este punto el acceso a mercados internacionales es crítico para el desenvolvimiento del país.

No se espera que el precio del petróleo suba ni que el dólar se debilite en el mediano plazo, por lo que el equilibrio de las finanzas públicas y del comercio exterior seguirán siendo retos para el gobierno. Estos retos tendrían que enfrentarse con cambios estructurales, que difícilmente el gobierno estaría dispuesto a asumir. Dentro de este entorno operativo complicado, el desafío para la industria nacional es recuperar su competitividad. El ambiente operativo ecuatoriano se ha visto perturbado adicionalmente por el comportamiento del Cotopaxi y la expectativa de la Corriente de El Niño; el desenvolvimiento de estos fenómenos naturales es impredecible en tiempo e intensidad pero tendrán sus efectos en la economía ecuatoriana.

### **Marco Regulatorio y Riesgo Sistémico**

Luego de un año de la aprobación del **Código Monetario Financiero**, se mantiene la expectativa en cuanto a modificaciones importantes que a mediano plazo deben concretarse en la estructura del sistema financiero ecuatoriano. En septiembre 2015 venció el plazo para que las entidades financieras que mantienen acciones en otras entidades financieras, como consecuencia de convenios de asociación, enajenen las acciones; hasta el momento no se ha producido ningún cambio en este sentido. En marzo 2016 vencería el plazo para la sustitución de certificados de autorización para las entidades del sistema financiero. Esto implica que diez Sociedades Financieras deban fusionarse, convertirse en banco o liquidarse; adicionalmente esta norma implica que los bancos tengan que ajustar su capital social a un mínimo de USD 11MM. La SB en acuerdo con la JPRMF podrá ampliar el plazo hasta por 18 meses por una sola vez, por razones debidamente justificadas. Creemos que la mayoría de entidades solicitará la prórroga de plazo y que a mediano plazo observaremos un sistema financiero con menor número de instituciones.

En general, una de las grandes preocupaciones que genera el Código es la **ambigüedad** de su redacción ya que no define con claridad el alcance de varios artículos. Inquietan las **amplias atribuciones** otorgadas a la Junta y la **discrecionalidad** con la que ésta puede regular, factores que limitan nuestra

capacidad para determinar al momento, el impacto del Código en el sistema financiero. Los efectos que se observen en el comportamiento del sistema financiero dependerán en gran medida del enfoque de las decisiones de regulación, las mismas que pueden darse en función de objetivos técnicos o bajo una visión política. Por otra parte, es incierto si el enfoque de control de la Junta será **vía punitiva o vía incentivos**.

A partir del segundo trimestre de 2015, el sistema financiero muestra una importante contracción de los depósitos, principal fuente de fondeo del sistema. Esto se debe en parte a la percepción de riesgo entre el público que en algunos casos prefiere mantener su dinero fuera del sistema financiero ecuatoriano y/o bajo su propio control; pero adicionalmente la reducción de los depósitos obedece a la contracción de la masa monetaria que se va ajustando a las nuevas condiciones del entorno macroeconómico descritas anteriormente. La reducción de los depósitos ha obligado a las instituciones financieras a desacelerar e incluso a disminuir las colocaciones en cartera privilegiando su posición de liquidez aun cuando los indicadores de rentabilidad se aprieten por menores volúmenes de crédito. Esta tendencia se mantendrá a mediano plazo. Adicionalmente, la rentabilidad se podría ver afectada por presiones en el margen financiero que provendrían del incremento en la tasa pasiva para competir por las captaciones del público.

La compleja situación del entorno macroeconómico podría afectar negativamente la calidad de la cartera de las instituciones financieras las mismas que al mismo tiempo, por la compresión de su rentabilidad tendrían menor capacidad para establecer provisiones y fortalecer su patrimonio.

La intención del Gobierno de participar en las decisiones del sistema financiero y en aquellas que deberían ser particulares de cada institución, se evidencia en las nuevas resoluciones emitidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Entre otros, los principales temas abordados en dichas resoluciones son: direccionamiento de crédito, programa de inversión de excedentes de liquidez, gestión del dinero electrónico, segmentación de la cartera de crédito. En general las nuevas normas limitan la capacidad de gestión técnica y estratégica particular de las instituciones del Sistema Financiero, lo cual aumenta su riesgo de liquidez, su riesgo de crédito, su capacidad de generación y por lo tanto su capacidad de fortalecerse patrimonialmente. Por otro lado, los frecuentes cambios en la normativa generan incertidumbre y desmotivan las estrategias y propuestas de crecimiento del negocio en el largo plazo.

Los efectos negativos del entorno operativo afectarán de manera distinta a cada una de las instituciones financieras dependiendo principalmente de la flexibilidad de su estructura de costos y de sus fortalezas patrimoniales. Consideramos que las instituciones con economías de escala eficientes y aquellas con patrimonios libres adecuados podrán afrontar de mejor manera esta coyuntura.

Una de las mayores amenazas de la industria sería una mayor contracción de depósitos, la cual podría verse mitigada por la atribución que tiene la JPRMF de ejercer mayor control al flujo de capitales frente a un desequilibrio mayor de la balanza de pagos.

Para mayor información sobre el entorno económico o de los diferentes sub-sistemas financieros por favor referirse a nuestra página web, [www.bankwatchratings.com](http://www.bankwatchratings.com) en la sección "Reportes Especiales".



La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor, al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaliza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros no son responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas, por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros, que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificadora emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS, y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en el proceso, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos, en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión, ni un sustituto de la información requerida para el proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón, a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. . ©® BankWatch Ratings 2014.