



Ecuador  
Alcance a la  
Calificación Inicial

## FIDEICOMISO SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS PRONACA

### Calificación

Serie	Calif. Inicial
A	AAA
B	AAA
C	AAA
D	AAA
E	AAA
F	AAA

### Características de la Emisión

	Serie A	Serie B	Serie C
Monto Emisión Autoriz.(USD)	Hasta 8 MM	Hasta 12 MM	Hasta 5 MM
plazo (días)	1,170 días	1,440 días	1,890 días
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 Emisión Autoriz.(USD)	Hasta 5 MM	Hasta 10 MM	Hasta 10 MM
plazo (días)	2,160 días	1,170 días	1,440 días
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

Punto de equilibrio: 1 valor

### Contrapartes Relevantes

**Originador:** PRONACA.

**Fiduciaria:** Produfondos S.A.

**Estructurador Financiero:** Picaval S.A.

**Estructurador Legal:** Profilegal Cía. Ltda.

### Contactos

Patricia Pinto

[pintop@bankwatchratings.com](mailto:pintop@bankwatchratings.com)

Carlos Ordóñez, CFA

[carlosordonez@bankwatchratings.com](mailto:carlosordonez@bankwatchratings.com)

María Sol Merino

[mariasol.merino@bankwatchratings.com](mailto:mariasol.merino@bankwatchratings.com)

(593)-2-254-8393 (593)-2-222-323

**FECHA COMITÉ ORIGINAL: Mayo 13, 2011**

**ALCANCE A CALIFICACIÓN: Julio 08, 2011**

### RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El comité de calificación de BankWatch Ratings ha decidido otorgar a las series A, B, C, D, E y F que emitirá el Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Pronaca, la calificación de "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, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito de la transacción.

La calificación otorgada a la presente titularización se fundamenta en a) la probabilidad de negocio en marcha de Pronaca, b) la holgada cobertura de los flujos que ingresarían directamente al Fideicomiso frente a los valores a emitirse, c) la moderadamente baja participación de las dos titularizaciones de flujos dentro del pasivo total del Originador y d) la estructura legal de la titularización, que en nuestro criterio le otorga al inversionista prelación sobre el derecho de cobro titularizado, frente a otros acreedores del Originador.

En vista de que la generación de los flujos del fideicomiso para el pago a los inversionistas depende del Originador y su comportamiento, esta calificación parte del análisis realizado por Bankwatch Ratings a Pronaca en relación a su capacidad de pago y desempeño como negocio en marcha. Si bien la calificación de riesgo de sus obligaciones generales es inferior a la calificación otorgada a esta titularización, 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.

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.



Los niveles de cobertura de los flujos esperados del Fideicomiso, respecto de los dividendos por pagar, protegen al inversionista de fluctuaciones importantes en la generación y/o recaudación del derecho de cobro titularizado. Adicionalmente, se considera que la estructura de la Titularización otorga a los inversionistas de esta emisión, prelación de pago frente al resto de acreedores del Originador respecto a los flujos que generen los derechos de cobro titularizados en el futuro. Esta titularización, en conjunto con el saldo vigente de la primera titularización, representa 33.1% de los pasivos totales del Originador, porcentaje que se considera moderadamente bajo. Cabe indicar que los recursos de esta titularización se utilizarán para sustitución de otros pasivos de Pronaca.

Así mismo, la transacción mitiga el riesgo de “voluntad de pago” del originador y el riesgo de desvío de fondos ya que la mayor parte de las recaudaciones de los derechos de cobro transferidos serán acreditados en la cuenta del fideicomiso directamente por los clientes, o por el Fideicomiso Primera Titularización. Este compromiso se formaliza a través de la instrucción en este sentido impartida por el Originador y aceptada por Corporación Favorita, Mega Santa María y el Fideicomiso Primera Titularización.

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

- Informes auditados de Pronaca y de sus empresas relacionadas a diciembre-2010, emitidos por la firma Deloitte & Touche, con una opinión favorable respecto a la razonabilidad de sus estados financieros, expresados de acuerdo a las normas NIIF. Estados financieros interinos de la Empresa

expresados bajo normas NEC e información suplementaria a marzo-2011.

- Estructuración Legal y Financiera del Fideicomiso, incluyendo la información histórica y proyectada de los flujos que forman parte del Derecho de Cobro a titularizarse y demás información considerada relevante para el análisis de capacidad de pago de las clases a emitirse.

## **HECHOS RELEVANTES**

El presente alcance al informe de calificación inicial se realiza debido a que el día 01 de julio de 2011 se realizó una reforma al contrato del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos – Pronaca y sus documentos integrantes, a través de la cual se hacen modificaciones a la estructura original, mismas que se resumen a continuación:

- Tanto en el contrato del Fideicomiso como en su Reglamento de Gestión, en los textos legales que hacen referencia al cambio en el derecho de cobro titularizado, Mecanismos de Fortalecimiento y demás partes relacionadas (resumidas en este informe en las secciones “Activo Subyacente” y “Estructura de la Titularización”) se reemplaza el texto “hasta que se paguen en su totalidad los valores emitidos por el Fideicomiso Primera Titularización” (cuya fecha de vencimiento es el 17 de marzo de 2013) por “hasta el 17 de marzo de 2013”.
- Se modifica en el informe de estructuración financiera el cálculo del índice de desviación de los flujos que se proyecta ingresen al Fideicomiso por la recaudación del derecho de cobro titularizado. Dicho índice de desviación se estima en 21.23%. Tomando en cuenta los flujos proyectados en secciones posteriores de este informe, dicho indicador tendría una cobertura promedio de más de 15 veces.

Puesto que los títulos emitidos por la Primera Titularización mantienen una calificación de riesgo de AAA, consideramos que los cambios antes indicados no incrementan el riesgo de esta titularización y por tanto no alteran la calificación otorgada a las series que emitirá.

Este informe se basa en el informe de calificación del 13 de mayo de 2011, incorporando los cambios antes anotados, en las secciones correspondientes.



**ANÁLISIS DE CAPACIDAD DE PAGO**

**Ventas y Flujos Históricos**

Considerando tanto los Mecanismos de Garantía como los Mecanismos de Fortalecimiento definidos en su escritura, los flujos que recibirá el Fideicomiso provendrán de distintas fuentes, a lo largo de la vida de la misma:

Hasta el 17 de marzo de 2013, fecha de vencimiento de la primera titularización, el Fideicomiso recibirá a) desde Pronaca un monto 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 Corporación Favorita y Mega Santa María.

Cabe indicar como hecho subsecuente, que en mayo-2011 Mega Santa María ha aceptado mediante comunicación escrita, depositar directamente en la cuenta del Primer Fideicomiso el pago de sus facturas con Pronaca, por lo que su derecho de cobro se considera protegido de riesgos de desvío de flujos.

A partir del 18 de mayo de 2013, el Fideicomiso recibirá directamente de Corporación Favorita el flujo correspondiente al 100% del Derecho de Cobro. El Derecho de Cobro definido como Mecanismo de Garantía solamente incluye el 80% de las ventas a La Favorita y dicho porcentaje se reduce a 10% a partir de de que se hayan pagado en su totalidad las series A, B, E y F. No obstante, se incluye como Mecanismo de Fortalecimiento la diferencia (20% y 90% respectivamente), por lo que de ser necesario el flujo total serviría para cubrir el pago de los valores a ser emitidos.

Tanto Corporación Favorita como Mega Santa María son autoservicios con los cuales Pronaca mantiene una larga relación comercial (más de 25 años en el primer caso y 18 años en el segundo).

Considerando la historia comercial de Pronaca con estas dos cadenas y la posición de liderazgo que mantienen los productos de Pronaca en el mercado nacional, estimamos que la probabilidad de que dichas relaciones comerciales se mantengan en el futuro es elevada.

Corporación Favorita es la mayor corporación del Ecuador, medida por su generación de ingresos y contribución fiscal.

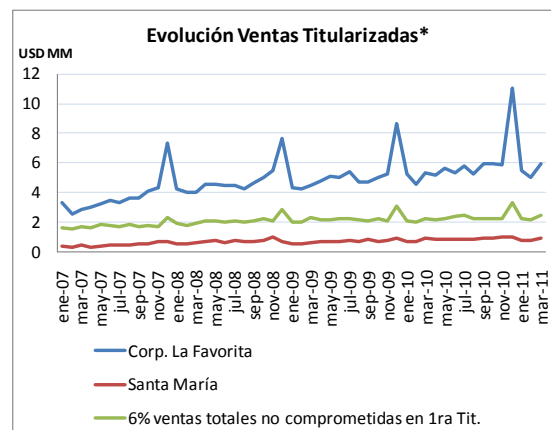
La Corporación se encuentra formada por gran variedad de negocios, en su mayoría orientados a la comercialización al por menor, y en menor grado al sector industrial, e inmobiliario.

Las ventas a Corporación Favorita representan en promedio el 10% del total de ventas de Pronaca, participación que muestra una tendencia a incrementarse en los últimos años.

Por su parte, Mega Santa María es una cadena de supermercados compuesta por 15 locales ubicados principalmente en la provincia de Pichincha. Esta institución se encuentra funcionando en el País desde hace más de 25 años.

Las ventas de Pronaca a Mega Santa María representan en promedio el 1.5% del total de ventas, y de igual forma se aprecia una tendencia positiva de su participación dentro de las ventas de la Empresa.

A continuación se presenta un gráfico de la evolución de las ventas titularizadas:



\* Ventas con IVA, netas de descuentos y devoluciones.

En el gráfico anterior se aprecia la tendencia de las ventas de la Empresa comprometidas en la presente titularización, así como la marcada estacionalidad existente, especialmente en el último trimestre del año. Adicionalmente, se aprecia la importancia de Corporación Favorita, concentración mitigada por la fortaleza de la relación comercial, y la trayectoria comercial y financiera del cliente en cuestión.

Por último, cabe indicar que la política de recaudación con Autoservicios es de uno a dos meses.

**Gastos proyectados**

El Fideicomiso cuenta con un Fondo Rotativo que empezará con USD 10M, y que servirá para pagar los gastos mensuales que se requieran. Dicho fondo será repuesto de ser necesario, con cargo a los flujos que ingresen en la titularización y, de estos no ser suficientes, el Originador estará obligado a reponerlo dentro de los dos días hábiles posteriores a la fecha en que la Fiduciaria así lo haya solicitado mediante carta.



Se espera que los gastos mensuales del Fideicomiso no sean materiales frente al tamaño de la emisión y a los flujos que se proyectan entrarán al mismo mensualmente.

### Coberturas de flujos

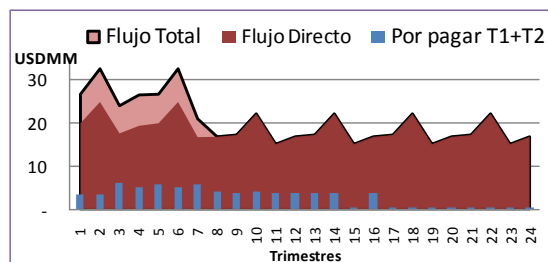
Se considera que la cobertura proyectada de los dividendos trimestrales, con el derecho de cobro titularizado, le da capacidad a la titularización para realizar el pago en tiempo y forma de sus obligaciones, aún en escenarios elevados de estrés.

Para realizar el cálculo de las coberturas que tendrían los pagos trimestrales de las series emitidas se siguieron los siguientes pasos:

- 1) **Se estimó el flujo que ingresaría al Fideicomiso trimestralmente.** De forma conservadora se utiliza un escenario de 0% de crecimiento en relación a la facturación del 2010, durante toda la vida de la titularización. El flujo correspondiente al derecho de cobro de La Favorita entraría durante toda la vida de la titularización, mientras que el derecho de cobro de Santa María y el correspondiente al 6% de las ventas a clientes no comprometidos en la primera titularización solamente ingresarían a esta estructura hasta el 17 de marzo de 2013 (mientras se encuentra vigente el Primer Fideicomiso.) Se considera el 100% del derecho de cobro de La Favorita, considerando la combinación entre los Mecanismos de Garantía y aquellos de Fortalecimiento.
- 2) **Se determinaron las obligaciones a cubrirse con los flujos titularizados.** Puesto que hasta que se cancelen totalmente los títulos de la primera titularización, los flujos de La Favorita y Santa María se encuentran comprometidos para el pago de las dos titularizaciones, y que en última instancia, la Primera Titularización tiene derecho a recibir, si los flujos lo requirieran, el derecho de cobro de los demás clientes del Originador, se deben considerar las obligaciones de ambas titularizaciones para el cálculo de las coberturas. Adicionalmente, para empatar los flujos de las dos titularizaciones, se modelaron varios supuestos de fechas de colocación. Si bien en este informe se muestran los resultados del escenario que se considera probable (colocación total de las series en el mes de julio-2011), las conclusiones de los demás escenarios son similares.
- 3) **Se calculó la cobertura** de los pagos trimestrales de ambas titularizaciones con los flujos proyectados, considerando la estacionalidad de las ventas de Pronaca. La "Cobertura Directa" se refiere a aquella

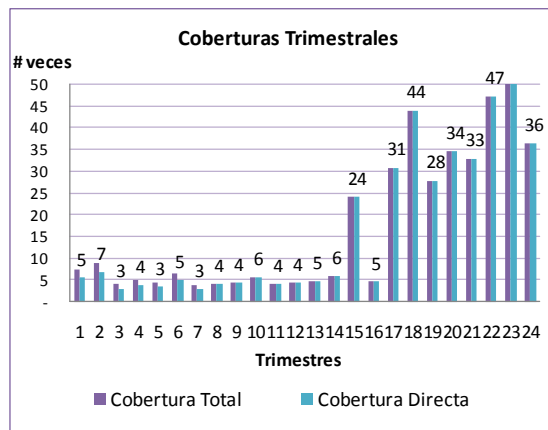
calculada solamente con los flujos que no son susceptibles de desvío de flujos por voluntad del originador, mientras que la "Cobertura Total" incluye todo el derecho de cobro titularizado.

En el gráfico siguiente se compara los flujos proyectados que ingresarían al Fideicomiso frente a las obligaciones por pagar de las dos titularizaciones de flujos, suponiendo la colocación total en julio-2011.



Como se puede apreciar, existe un margen importante entre los flujos y los dividendos por pagar de las dos titularizaciones.

Bajo los supuestos anotados anteriormente, el promedio de las coberturas trimestrales serían superiores a 4.3 veces a lo largo de la vida de la titularización, mostrándose indicadores más ajustados en los primeros 7 trimestres (mientras se encuentra vigente la primera titularización), y consiguiendo posteriormente una cobertura bastante holgada a partir del trimestre 17 desde la fecha de emisión.



Nota: Cobertura directa solamente considera flujos de La Favorita y Santa María.

Coberturas Trimestrales*				
Serie	Rangos Plazo	Cobertura Mínima	Cobertura Máxima	Cobertura Promedio
A, E	1-39 meses	2.9	6.8	4.4
B, F	1-48 meses	2.9	24.0	5.7
C	1-63 meses	2.9	43.9	12.4
D	1-72 meses	2.9	1,832.2	90.7

\* Cálculos solamente consideran flujo que ingresa directamente al Fideicomiso.



Como se aprecia en el cuadro anterior, considerando únicamente los flujos que ingresarían directamente al Fideicomiso, la menor cobertura trimestral sería de 2.9 veces. Los trimestres con menor cobertura son aquellos donde coinciden las amortizaciones de capital de la primera titularización. También incide en la variabilidad la estacionalidad propia de las ventas del Originador.

Cabe recordar que las coberturas calculadas anteriormente suponen un 0% de crecimiento en ventas de Pronaca a lo largo de la vigencia de la titularización, por lo que, de no producirse eventos adversos no esperados, las coberturas podrían ser superiores en el futuro.

Si bien los resultados mostrados utilizan el supuesto de emisión total en julio-2011, se han modelado distintos escenarios de fecha de emisión para las distintas series, encontrándose que la conclusión respecto a la capacidad adecuada del Fideicomiso para pagar sus obligaciones sería la misma en todos los casos.

Por último, si consideramos un escenario de estrés en que las ventas anuales de Corporación Favorita y Santa María regresaran a niveles del año 2007 (caída de 38% respecto al 2010), y lo comparamos con la obligación anual más alta del Fideicomiso (del mes 7 al 18), todavía existiría una cobertura anual de 2.3 veces.

#### Otros Riesgos Evaluados

##### *Retención de Flujos en Primera Titularización*

El Fideicomiso Primera Titularización establece que en caso de darse las causales detalladas a continuación, este retendría los flujos que reciba, hasta completar un monto igual a sus obligaciones con los inversionistas:

- 1) Si los flujos mensuales (de la primera titularización) registran un nivel inferior a 2.5 veces durante tres meses consecutivos, salvo que el Originador incluya a clientes adicionales que incrementen esta relación.
- 2) Si el Originador muestra una pérdida operativa neta y/o una pérdida neta en cuatro trimestres consecutivos.
- 3) Si el Originador mostrara por seis meses consecutivos un indicador de endeudamiento superior a 1.35 pero inferior a 1.50.
- 4) Si el Originador mostrara en un mes determinado un indicador de endeudamiento igual o superior a 1.50.
- 5) Si el Originador ha caído en mora de pago de cualquier emisión de valores que haya realizado; y,

- 6) Si el Originador es sometido a un proceso de regularización, concurso de acreedores, quiebra, disolución, concurso preventivo o liquidación forzosa u otros similares; y/o haya adoptado resoluciones de disolución y liquidación voluntaria u otros similares.

De cumplirse cualquier de esas causales el segundo Fideicomiso dejaría de recibir los flujos correspondientes al excedente de la recaudación de Corporación Favorita y Mega Santa María, hasta que se lograra acumular la totalidad del saldo insoluto de las obligaciones del Fideicomiso Primera Titularización. Si bien el cumplimiento de dichas causales es improbable por la calidad crediticia del Originador y la holgura de los flujos que ingresan a tal fideicomiso frente a sus requerimientos, se ha considerado necesario analizar dicho escenario, considerando el supuesto de que dichas causales se activaran luego de 6 meses de emitida esta titularización. Cabe indicar que este contingente solamente se podría dar hasta marzo-2013, mes en que vencen todos los valores del Fideicomiso Primera Titularización.

Tomando en cuenta la holgada cobertura existente de las obligaciones de la primera titularización (promedio de 8.9 veces en los últimos cuatro trimestres), y el saldo insoluto que tendría la primera titularización en enero-2012, el Fideicomiso se demoraría 1.2 meses en completar el 100% del monto adeudado. Puesto que el Fideicomiso contará hasta marzo-2012 con un depósito de garantía de USD 1.5 millones, equivalente aproximadamente a 1.2 veces un dividendo trimestral, se considera que este riesgo de liquidez se encuentra cubierto.

Por otro lado, a partir de abril-2012, si bien el depósito de garantía de la presente titularización bajaría a 1.5 veces el índice de desviación, la holgura de las coberturas permitiría que el saldo insoluto de la primera titularización se cubra en menos de un mes, por lo que el riesgo para esta titularización estaría cubierto.

##### *Riesgo de desvío de flujos*

La escritura del Fideicomiso indica que para que este pueda emitir los valores deberá haberse cumplido previamente los siguientes requisitos:

- Que se haya obtenido una aceptación por escrito de Corporación Favorita C.A. de que a partir del 18 de marzo de 2013, los pagos de las cuentas por pagar que deba hacer a favor del Originador, serán realizados directamente a favor del Fideicomiso; y,
- que se haya obtenido una aceptación por escrito de Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A., Fiduciaria del



Fideicomiso Primera Titularización de que los flujos excedentes del Fideicomiso Primera Titularización (correspondientes a Corporación Favorita y Mega Santa María S.C.C.) serán entregados directamente al Fideicomiso;

Basados en los dos puntos detallados, consideramos que el riesgo de desvío de los flujos generados por el derecho de cobro a Corporación Favorita se encuentra cubierto.

Con respecto al derecho de cobro de Mega Santa María, se debe indicar que a la fecha Mega Santa María está realizando el pago directamente al Fideicomiso Primera Titularización, por lo que su derecho de cobro también se considera protegido de riesgos de desvío de flujos.

Por último, el flujo correspondiente al derecho de cobro sobre el 6% de las ventas de Pronaca (excluidos los “Clientes Seleccionados” y “Adicionales” comprometidos en la primera titularización) serán recaudados por Pronaca y por tanto su transferencia al Fideicomiso depende de la voluntad del Originador para hacerlo. Por este motivo, estos flujos se excluyeron del cálculo de las coberturas trimestrales detallado en párrafos anteriores, con el objeto de evaluar si es que los valores calificados pueden tener una mejor calificación que las obligaciones generales del Originador.

### CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

El Fideicomiso realizará una emisión de valores por hasta USD 50 millones, dividido en seis series de igual prelación. Los valores producto de esta titularización se denominarán: “VTC-SEGUNDA-PRONACA”. Para identificar a qué serie pertenecen, a tal denominación se agregará la letra que identifica la serie.

Todas las series pagan interés trimestralmente y presentan períodos de gracia de capital entre 90 y 180 días, luego del cual se empieza a contar el plazo para los pagos iguales de capital con periodicidad semestral.

Todas las series ofrecen una tasa de interés fija. El cálculo de intereses se realizará bajo un supuesto de meses de 30 días y años de 360 días.

La fecha de emisión de las series A, B, C y D será aquella de la colocación del primer valor de cualquiera de estas series. Las series E y F, podrán tener una fecha de emisión distinta, la cual se establece como la fecha de la primera colocación de cualquiera de estas dos series.

### ACTIVO SUBYACENTE

El activo subyacente de la presente estructura estará conformado principalmente por los Mecanismos de Garantía y los Mecanismos de Fortalecimiento.

#### Mecanismos de Garantía

Los mecanismos de Garantía son a) “El Exceso de Flujo de Fondos” y la “Garantía Subsidiaria”.

**Exceso de Flujos de Fondos:** El Exceso de Flujo de Fondos es un mecanismo de garantía que consiste en que los flujos que se generan por la cobranza del Derecho de Cobro sean superiores a los derechos reconocidos a favor de los inversionistas, en virtud de los valores emitidos, superando la cobertura de 1.5 veces el índice de desviación calculado por el estructurador financiero.

El “Derecho de Cobro” estará conformado de la siguiente forma:

- a) **Desde la fecha de constitución del Fideicomiso hasta el 17 de marzo de 2013 (fecha en que debe cancelarse totalmente los valores emitidos por la primera titularización de flujos de Pronaca):** Se transfiere el derecho personal o de crédito por el 6% de las ventas de los productos que realice el Originador a favor de los clientes, con excepción de aquellos incluidos como “clientes seleccionados” y “clientes adicionales” en la primera titularización de Pronaca (en adelante, “Fideicomiso Primera Titularización”).

Adicionalmente, en caso de que el Originador deba, en cumplimiento de lo dispuesto en el Fideicomiso Primera Titularización, escoger a los denominados Clientes Extras, el Derecho de Cobro de dichos Clientes Extras se excluirá de este fideicomiso y será transferido al Fideicomiso Primera Titularización. En caso que con dicha exclusión disminuya la relación de dos veces, de pleno derecho, se transferirá al Fideicomiso el porcentaje adicional del Derecho de Cobro que sea necesario para cubrir dicha relación trimestral de dos veces, pero en ningún caso ese porcentaje adicional será superior al 2%. Una vez que se haya alcanzado la relación de dos veces por dos trimestres consecutivos, se suspenderá la transferencia del porcentaje adicional del Derecho de Cobro hasta que nuevamente se produzca la causal de incremento del porcentaje y así sucesivamente.

- b) **A partir del 18 de marzo de 2013:** Se considerará como Derecho de Cobro al



derecho personal o de crédito que se genera a favor del Originador por el 80% de las ventas de los productos que realice el Originador a favor de Corporación Favorita C.A. Dicho porcentaje disminuirá al 10% a partir de que se hayan pagado en su totalidad las series A, B, E y F.

Como parte de este mecanismo de garantía se conformará el Depósito de Garantía que actuará como una reserva de liquidez que podrá ser utilizada para el pago de los pasivos con inversionistas, en caso de insuficiencia de los flujos para el pago de los pasivos con inversionistas.

El valor inicial del Depósito de Garantía será de USD 1.5 MM, valor se mantendrá fijo hasta el mes de marzo de 2012. A partir del mes de abril del año 2012, el valor del Depósito de Garantía será de al menos el equivalente a 1.5 veces el índice de desviación.

**Garantía Subsidiaria:** El Originador se constituye en garante subsidiario del Fideicomiso para el pago de los pasivos con inversionistas. En virtud de esta garantía subsidiaria el Originador se compromete a transferir al Fideicomiso los recursos suficientes para el pago de los pasivos con inversionistas cuando el Fideicomiso no cuente con los flujos suficientes para hacerlo.

La Fiduciaria tendrá la obligación de notificar al Originador, con al menos 15 días de anticipación a la fecha de vencimiento del próximo dividendo, si es que no cuenta con los recursos necesarios para el pago correspondiente. Una vez notificado, el Originador deberá proveer al Fideicomiso de los recursos suficientes para el pago del próximo dividendo, con al menos diez días calendario de anticipación al vencimiento de tal dividendo.

En caso de que el Originador no entregare al Fideicomiso los recursos suficientes para el pago de los pasivos con inversionistas, los inversionistas podrán demandar del Originador el pago directo de tales pasivos con inversionistas.

Una vez que el Fideicomiso contare nuevamente con los flujos suficientes, se suspenderá la obligación del Originador hasta que nuevamente se produzca la insuficiencia de flujos y así sucesivamente.

#### **Mecanismos de Fortalecimiento**

Son mecanismos complementarios a los Mecanismos de Garantía, cuyo objetivo es dotar al Fideicomiso de flujos adicionales que le permitan contar oportunamente con los recursos para el pago completo y oportuno de los pasivos con inversionistas. Estos mecanismos son el Derecho de Cobro Adicional, los Flujos Excedentes del

Fideicomiso Primera Titularización y los Flujos Excedentes de Corporación Favorita.

**Derecho de Cobro Adicional:** En caso de que el Derecho de Cobro, en un período trimestral, no genere flujos que cubran en al menos dos veces el valor de próximo dividendo de los Valores en circulación de todas las series en las que se divide la emisión, el porcentaje del 6% de todas las ventas de los productos que el Originador realice a sus clientes (excluidos los “clientes seleccionados” y “adicionales”, comprometidos en el Fideicomiso Primera Titularización), que constituye el Derecho de Cobro en el período que va desde la fecha de constitución del Fideicomiso hasta el 17 de marzo de 2013, se incrementará hasta en un 2%. El porcentaje que se incrementará será el necesario para cubrir una relación de dos veces, pero en ningún caso ese porcentaje adicional será superior al 2% de todas las ventas que el Originador realice a los clientes. Una vez que se haya alcanzado la relación de dos veces por dos trimestres consecutivos, se suspenderá la transferencia del porcentaje adicional del Derecho de Cobro hasta que nuevamente se produzca la causal de incremento del porcentaje y así sucesivamente.

**Flujos Excedentes del Fideicomiso Primera Titularización:** Durante el período que va desde la fecha de constitución del Fideicomiso hasta el 17 de marzo de 2013, los excedentes de los flujos que deben ser restituidos al Originador, según lo dispuesto en el Fideicomiso Primera Titularización, correspondientes de los Corporación Favorita C.A. y Mega Santa María S.C.C., serán transferidos directamente del Fideicomiso Primera Titularización a la presente estructura. Para el efecto, el Originador cede a favor del Fideicomiso los derechos fiduciarios a recibir del Fideicomiso Primera Titularización los flujos excedentes de estos dos clientes. Estos flujos se mantendrán en el Fideicomiso hasta que se realice la provisión semanal para el pago del próximo dividendo de los valores en circulación de todas las series en las que se divide la emisión. Una vez realizada la provisión semanal tales flujos se restituirán íntegramente al Originador y así sucesivamente.

En caso de que los flujos del Fideicomiso no fueren suficientes para completar la provisión semanal para el pago del próximo dividendo de los valores en circulación de todas las series en las que se divide la emisión, se tomarán total o parcialmente los flujos excedentes hasta completar las provisiones. De existir un remanente luego de completadas dicha provisiones, éste será restituido al Originador, dentro del día hábil siguiente. De esta manera se procederá hasta que se paguen en su totalidad los valores emitidos por el Fideicomiso Primera Titularización.

**Flujos Excedentes de Corporación Favorita C.A.:**

Durante el período que va desde el 18 de marzo de 2013 hasta la cancelación total de los pasivos con inversionistas, ingresarán al Fideicomiso la totalidad de los flujos generados por las ventas que el Originador haga a favor de Corporación Favorita C.A., siendo que únicamente se transfiere al Fideicomiso el Derecho de Cobro correspondiente al 80% de tales ventas, porcentaje que se reducirá al 10% a partir de que se hayan cancelado en su totalidad las series A, B, E y F. Los flujos correspondientes a la cobranza del porcentaje adicional al 80% y 10%, respectivamente, que ingresarán al Fideicomiso, serán los que configuran este Mecanismo de Fortalecimiento. Estos flujos se mantendrán en el Fideicomiso hasta que se realicen las provisiones semanales para el pago del próximo dividendo de los valores en circulación de todas las series en las que se divide la emisión. Una vez realizadas las provisiones semanales, estos flujos se restituirán íntegramente al Originador y así sucesivamente. En caso de que los flujos del Fideicomiso no fueren suficientes para completar las provisiones semanales para el pago del próximo dividendo de los valores en circulación de todas las series en las que se divide la emisión, se tomarán total o parcialmente los flujos excedentes de Corporación Favorita hasta completar las provisiones. De existir un remanente luego de completadas las provisiones semanales, éste será restituido, dentro del día hábil siguiente, al Originador.

**ESTRUCTURA DE TITULARIZACIÓN**

Desde la fecha de constitución del Fideicomiso hasta el 17 de marzo de 2013 (fecha hasta la que deben pagarse totalmente las series emitidas por el Fideicomiso Primera Titularización), el Fideicomiso Primera Titularización acreditará directamente los flujos correspondientes al excedente de los clientes Corporación Favorita y Mega Santa María.

A partir del 18 de marzo de 2013, el Fideicomiso recibirá directamente los flujos provenientes de la cobranza del derecho de cobro de Corporación Favorita C.A.

En contraste, el derecho de cobro sobre el 6% de las ventas de Pronaca será recaudado por Pronaca y acreditado en la cuenta del Fideicomiso semanalmente.

A partir de las fechas en las que reciba los flujos, el Fideicomiso los deberá destinar, en el siguiente orden de prelación para:

1) Completar el fondo rotativo, en caso de que éste haya disminuido su valor;

2) Aprovisionar el dinero requerido para el pago de los pasivos con inversionistas. La provisión será de un doceavo semanal del dividendo siguiente a vencer de los valores en circulación de todas las series en las que se divide la emisión. Si en cualquier período no se hubiere podido completar la provisión antes señalada, en el próximo período deberá aprovisionarse el monto no aprovisionado en el período anterior y el monto que corresponda al período en el que se está haciendo la provisión;

3) Reponer el Depósito de Garantía en caso de que este haya disminuido su valor;

4) Restituir al Originador, dentro del día hábil siguiente, los flujos excedentes que hubieran en el Fideicomiso que conforman el Exceso de Flujo de Fondos, los Flujos Excedentes del Fideicomiso Primera Titularización y los flujos excedentes de Corporación Favorita, en este último caso cuando ingresen al Fideicomiso los flujos generados por las ventas a Corporación Favorita C.A.;

5) Pagar a su vencimiento, a través del Agente Pagador, cada uno de los dividendos de los pasivos con inversionistas, con los flujos aprovisionados para tal efecto, y si estos no fueren suficientes con los recursos que se obtengan de la ejecución de los Mecanismos de Garantía. En caso de que los recursos líquidos del Fideicomiso no alcancen para pagar el dividendo vencido, se pagará a los inversionistas lo que se alcance a pagar, a prorrata del saldo insoluto de los valores.

En caso de que entrase a regir en el Ecuador una norma que disponga que los pagos de las obligaciones en el Ecuador deban ser realizados en una moneda distinta al Dólar, el Fideicomiso realizará el pago de los pasivos con inversionistas en la misma moneda en la que esté percibiendo los flujos, de conformidad a lo que disponga la norma respectiva.

**Causales de Retención de Flujos y Redención Anticipada**

El exceso de flujo de fondos que debe ser restituido al Originador una vez completado el orden de prelación explicado anteriormente, se retendrá y acumulará en el Fideicomiso cuando ocurra cualquiera de las siguientes causales:

1) Desde la constitución del Fideicomiso y hasta el 17 de marzo de 2013: Si los flujos mensuales efectivamente recibidos por el Fideicomiso por la cobranza del Derecho de Cobro registran un nivel inferior a dos veces la provisión requerida mensualmente para el pago del próximo dividendo trimestral pendiente de pago de los valores en circulación de todas las series en las que se divide la emisión, durante tres meses consecutivos. Esta retención de los flujos se mantendrá hasta que los



flujos que se generen por la cobranza del Derecho de Cobro, más los flujos excedentes del Fideicomiso Primera Titularización cubran durante tres meses consecutivos la relación de al menos dos veces la provisión mensual requerida para el pago del próximo dividendo trimestral pendiente de pago de los valores en circulación de todas las series en las que se divide este emisión.

2) A partir del 18 de marzo de 2013 y hasta el pago total de los valores: Si los flujos mensuales efectivamente recibidos por el Fideicomiso por la cobranza del Derecho de Cobro registran un nivel inferior a dos veces la provisión requerida mensualmente para el pago del próximo dividendo trimestral pendiente de pago de los valores en circulación de todas las series en las que se divide la emisión, durante tres meses consecutivos. Esta retención de los flujos se mantendrá hasta que los flujos que se generen por la cobranza del Derecho de Cobro más los flujos excedentes de Corporación Favorita, cubran durante tres meses consecutivos la relación de al menos dos veces la provisión mensual requerida para el pago del próximo dividendo trimestral pendiente de pago de los valores en circulación de todas las series en las que se divide este emisión.

3) Si el Originador ha caído en mora de pago de cualquier emisión de valores que haya realizado. Esta retención se mantendrá hasta que esta causal de retención sea superada por parte del Originador.

4) Si la Fiduciaria identifica que el Originador tiene una pérdida operativa neta y/o una pérdida neta en seis meses consecutivos.

5) Si el Originador es sometido a un proceso de intervención, disolución o liquidación forzosa, y/u otros similares; y/o ha adoptado resoluciones de disolución y liquidación voluntaria, concurso preventivo, y/u otros similares.

6) Si el Originador reporta pérdidas acumuladas que superan el 50% de su capital social y las reservas.

En caso de que se produzcan cualquiera de dichas causales, la Fiduciaria: (i) no devolverá el exceso de flujo de fondos al Originador hasta alcanzar un monto máximo del cien por ciento (100%) del monto pendiente de pago de capital e intereses de los valores en circulación; y (ii) de existir recursos disponibles podrá llamar (priorizando lo más conveniente para los inversionistas) a una redención anticipada parcial o total, según se lo permita la disponibilidad de recursos en efectivo.

La Redención Anticipada no constituye el vencimiento anticipado de los valores, por lo que ningún inversionista podrá demandar al Fideicomiso el pago anticipado de los valores.

### **PRONACA (Originador)**

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

Luego de analizar los estados financieros de PRONACA C.A., de diciembre 2010 y marzo 2011, se concluye que el riesgo de continuidad del negocio y de los flujos titularizados, es consistente con la calificación otorgada a los valores que conforman la titularización de flujos futuros que se analiza en este estudio.

La prelación que otorga la estructura planteada a los inversionistas de esta titularización y la moderadamente baja proporción de las dos titularizaciones de flujos en el pasivo total del Originador (33.1%), le dan mayor fortaleza frente a las obligaciones generales del Originador, lo cual es reconocido en la calificación otorgada a esta titularización de flujos futuros.

Cabe mencionar que las operaciones de titularización de PRONACA tienen como fin reestructurar deuda.

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

PRONACA está considerada como una empresa líder en el sector alimenticio, la primera empleadora del país, y la quinta en volumen en ventas a nivel nacional en el 2009.

Esta compañía es la cabeza del grupo económico del igual nombre, conformado por empresas cuyo fin se relaciona a la compañía principal, con excepción de un proyecto hidroeléctrico.

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

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



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

Todas las líneas tienen una sensibilidad moderada a la variación del precio, competencia y al comportamiento de las materias primas nacionales e internacionales. Esta situación es en parte mitigada por su condición de líderes en varios de sus productos.

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

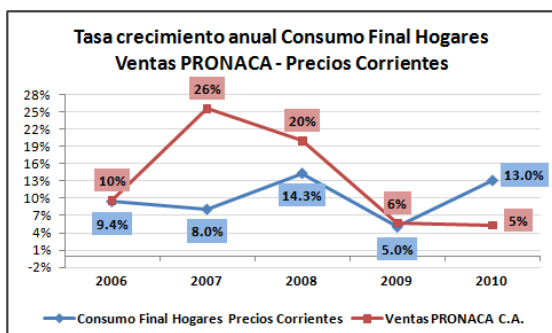
El 33% del porcentaje de proveedores locales se sustenta en el programa denominado proveedores agrícolas integrados, el cual promueve la productividad de pequeños agricultores mediante asistencia técnica, insumos, financiamiento y un negocio seguro; de su parte la compañía obtiene estabilidad en la producción, en la calidad y el costo.

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

A parte de la función productiva y económica, PRONACA impulsa proyectos propios educacionales y apoya a otros programas de ayuda social.

El endeudamiento de PRONACA C.A., es moderado en relación al patrimonio neto. No obstante, esto no compromete la capacidad de generar flujos.

### Riesgo de la Industria



Fuente: BCE. Precios constantes.  
Elaboración: BWR

En los países en desarrollo como el Ecuador la demanda de la industria de alimentos está sustentada por el crecimiento económico, y tiende a ser estable a través de los ciclos económicos.

En el 2010, los ingresos de la compañía y el grupo aumentaron en 5.33% y 6.71%, respectivamente, sustentados en el buen posicionamiento que tienen varios productos en sus segmentos y mercados.

Las ventas de marzo 2011 evidencian una tendencia de aumento mayor a los dos últimos años, respaldada en la diversificación de productos y márgenes.

PRONACA considera como sus fortalezas para afrontar condiciones de mercado, contar con una amplia red comercial, reconocimiento de sus marcas y la capacidad para realizar campañas de recuperación de mercado.

Estratégicamente en el corto plazo buscarán consolidar productos de generación confiable: aves, embutidos y palmito. Se centrarán en el segmento de ingresos bajos con nuevas presentaciones de productos y precio. Asimismo, recuperarían mercado en la línea de aves con venta de aves en pie.

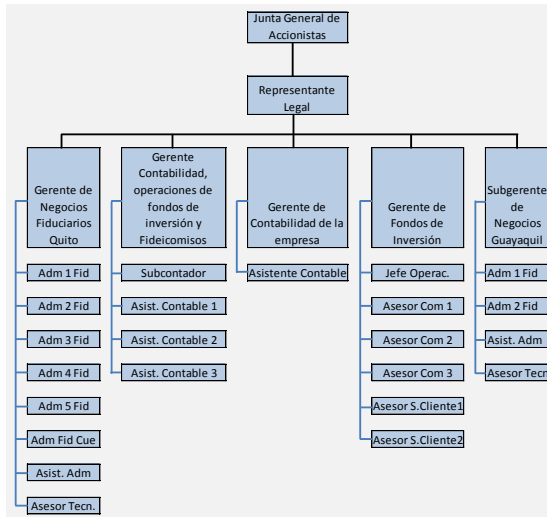
Impulsarán las ventas de carne de cerdo, pescado, alimento balanceado mascotas y conservas, por tener representaciones de mercado interesantes y manejar márgenes mayores a las otras líneas.

En lo que se refiere a las líneas de negocio donde el margen es reducido, como el arroz, pero que han alcanzado buena posición en el mercado y en razón de que existe una importante demanda insatisfecha, la estrategia es ampliar el volumen de producción.

Es un factor importante en la recuperación del margen de ventas, el control de precios de materias primas a través del manejo de derivados financieros sobre el precio de materias primas internacionales y, la ampliación de sus proveedores integrados locales.



**ADMINISTRADORA DE FONDOS Y  
FIDEICOMISOS PRODUFONDOS  
S.A. (Agente de Manejo)**



La Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos actuará como agente de manejo de la presente titularización. Esta institución forma parte del Grupo Financiero Producción, cuya cabeza es Banco Produbanco; este último tiene una calificación local emitida por Bankwatch Ratings de AAA- en escala local.

Produfondos se constituyó mediante escritura pública otorgada el 4 de marzo de 1994 ante la Notaría Décimo Octava del cantón Quito, Dr. Enrique Díaz Ballesteros, inscrita ante el Registro Mercantil del mismo cantón el 29 de marzo del mismo año, bajo la denominación social de

compañía 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 primero de julio de 1994. Mediante Resolución No. SCQ.IMV.02.006 del 18 de octubre del 2002 Produfondos es autorizada para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización por parte de la Superintendencia de Compañías.

Produfondos cuenta con personal técnico, una administración con experiencia, y respaldo del grupo financiero al que pertenece. Con respecto a su infraestructura tecnológica, utiliza el sistema fiduciario GESTOR, especializado en la administración de fideicomisos, fondos de inversión, de pensiones, titularización y activos de carteras, bajo una estructura parametrizable.

Al momento la institución administra varias titularizaciones de flujos, entre las que se encuentra la primera titularización de flujos de Pronaca, por lo cual consideramos que tiene experiencia en este tipo de transacciones.

Consideramos que la empresa posee la capacidad técnica y experiencia para desempeñar adecuadamente su función de Administradora del Fideicomiso.



**ANEXO 1**

**ENTORNO MACRO ECONÓMICO**

Las perspectivas de corto plazo siguen siendo positivas y se esperarían estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo surgen preocupaciones más bien en relación a temas ideológicos y políticos que pudieran desestabilizar la economía.

Al respecto vale la pena mencionar la reciente aparición de la Unidad de Intercambio Solidario (UDIS) como instrumento financiero en algunas comunidades del sur del País. Es incierto el propósito del Gobierno al avalar una moneda sin respaldo que supuestamente tiene el mismo valor que el USD. Unos días después de su aparición, la Superintendencia de Compañías prohibió el uso de otras monedas que no sea el USD.

**COMPORTAMIENTO HISTÓRICO**

	2006	2007	2008	2009	2010
PIB (USDMill 2000)	21,962	22,410	24,032	24,119	24,983
Inc. PIB (Mill.2000)%	4.75	2.04	7.24	0.36	3.60
Inc. oferta y demanda global%		3.90	8.10	(3.60)	7.40
Inflación Anual%	2.87	3.32	8.83	4.31	3.33
Deuda del Gobierno/PIB%	32.30	30.20	25.20	19.20	15.30
Cuenta Corriente /PIB%	3.90	3.60	2.00	(0.60)	prov3.71
Presupuesto General Estado/PIB	(0.20)	(0.10)	(1.10)	(4.80)	1.50
Precio Petróleo/barril USD (ref)	65.40	72.70	97.70	64.00	84.50

El 4to trimestre del 2010 mostró un crecimiento anual del PIB muy importante del 7%. Se expanden todas las actividades sin excepción. El crecimiento del PIB en el año 2010 terminó en 3.60%, cercano a las estimaciones del Gobierno. Solamente la agricultura y la ganadería cerraron el 2010 con pequeños decrecimientos. La refinación de petróleo cayó de manera importante por el cierre de la refinería de Esmeraldas. Debe destacarse el crecimiento del PIB en las siguientes actividades económicas especialmente en relación al 2009:

Sectores	2009	2010
Intermediación Financiera	1.70%	17.30%
Industria Manufacturera	-1.50%	6.70%
Comercio	-2.30%	6.30%
Construcción	5.40%	6.70%

Si al PIB añadimos el comportamiento del comercio exterior, vemos que el crecimiento económico del País, es decir de su oferta y demanda global fue del 7.4% en el 2010, mientras que en el 2009, se reduce en 3.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones:

Comercio Exterior	2009	2010
Importaciones	-11.60%	16.30%
Exportaciones	-5.90%	2.30%

El consumo de los hogares se ha recuperado a partir del segundo trimestre del 2010 y es lo que fomenta el gran incremento de las importaciones. El consumo de los hogares en el 2010, crece en 7.7%, más que en el 2008 (6.9%). En parte, este comportamiento compensa el decrecimiento en el 2009, cuando los hogares consumieron un 0.7% menos que el año anterior.

Durante el 2010 se observa que la formación de capital fijo se eleva en 10.2% cuando en el 2009 se contrae en 4.3%. La expansión del 2010 no iguala la tasa del 2008 que fue del 16.1%, y se fundamenta en el enorme crecimiento de la inversión pública.

**PERSPECTIVAS 2011**

Proyecciones de Crecimiento	BCE	*FITC	CEPAL	OTROS
2011	>5.06%	2.80%	3.50%	3.60%

\*Estimaciones FITC realizadas en Nov-2010

INFLACIÓN ANUAL	marzo de 2011
IPC	3.57%

Para el 2011, el gobierno prevé una expansión del sector no petrolero en 5.6% y del petrolero en 1.6%, lo que se resume en un incremento del PIB total de 5.06%. Esta proyección se fundamenta en la inversión pública (empresas mineras principalmente) y en el gasto corriente del gobierno, lo cual alimenta el consumo de los hogares.

Dado que la expansión esperada no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es aún incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

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

Constituye también un límite para las inversiones la situación diplomática con nuestro mayor socio comercial y una amenaza para nuestras exportaciones la culminación de la firma del TLC entre USA y Colombia.

De lo dicho se desprende que la proyección del Gobierno para el crecimiento del PIB pudiera resultar optimista a menos que se retome la inversión en el sector privado. Esto a pesar de que se estima que el consumo de los hogares crecerá en la misma proporción que en el 2010, pero que se considera será satisfecho por productos importados. Parte de la expansión en el 2010, tanto de la construcción como de las manufacturas obedeció a una compensación del comportamiento negativo del 2009, por lo que pudiera esperarse que el crecimiento de estos segmentos en el 2011 se desacelere.

Se espera que en el 2011, el crecimiento de la economía se de en el mercado local. Las exportaciones mantendrían un crecimiento lento y las importaciones seguirán expandiéndose mientras lo permitan el precio del petróleo (precio actual por barril del crudo ecuatoriano sobre los USD100,00) y los desembolsos de los créditos externos.

Fuentes: BCE, SBS y Ecuador Analysis  
FitchRatings-Rating Report Ecuador

Elaboración: BWR.