

Ecuador
Segundo Seguimiento

**FIDEICOMISO SEGUNDA
TITULARIZACIÓN DE FLUJOS
PRONACA**

Calificación

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

Características de la Emisión

	Serie A	Serie B	Serie C	Serie D
Monto Emisión Autoriz.(USD)	Hasta 8 MM	Hasta 12 MM	Hasta 5 MM	Hasta 5 MM
Monto Emitido (USD)	8 MM	12 MM	--	10M
Saldo Insoluto	8 MM	12 MM	--	10M
Fecha Emisión	29-ago-11	29-ago-11	29-ago-11	29-ago-11
plazo (días)	1,170 días	1,440 días	1,890 días	2,160 días
Gracia Capital*	90 días	180 días	90 días	180 días
Primer pago Capital	270 días	360 días	270 días	360 días
Pago Interés	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Pago Capital	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Tasa Fija	6.25%	6.75%	7.00%	7.25%
Cálculo Intereses	360/360	360/360	360/360	360/360

	Serie E	Serie F
Monto Autoriz (USD)	Hasta 10 MM	Hasta 10 MM
Monto Emitido (USD)	--	--
plazo (días)	1,170 días	1,440 días
Gracia Capital*	90 días	180 días
Primer pago Capital	270 días	360 días
Pago Interés	Trimestral	Trimestral
Pago Capital	Semestral	Semestral
Tasa Fija	6.25%	6.75%
Cálculo Intereses	360/360	360/360

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

Contrapartes Relevantes

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

Contactos

Patricia Pinto
pintop@bankwatchratings.com

Carlos Ordóñez, CFA
carlosordonez@bankwatchratings.com

María Sol Merino
mariasol.merino@bankwatchratings.com

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

FECHA COMITÉ: Octubre 31, 2011

CORTE DE INFORMACIÓN: Agosto, 2011

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El comité de calificación de BankWatch Ratings ha decidido mantener la calificación a las series A, B, C, D, E y F que emitirá el Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Pronaca, en "AAA", que de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores, "corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión".

La calificación emitida es una calificación en escala local, 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 28.6% 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 son acreditados en la cuenta del fideicomiso directamente por los clientes, o por 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:

- Estados financieros mensuales no auditados del Fideicomiso, a agosto-2011.
- 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 bajo Normas NIIF e información suplementaria a agosto-2011.

- Información suplementaria del Fideicomiso, su activo subyacente, pasivo y patrimonio; y demás información considerada relevante para el análisis de capacidad de pago de las clases emitidas, a agosto-2011.

HECHOS RELEVANTES

Anticipo de Impuesto a la Renta

El 26 de abril de 2011 se reforma el Reglamento para la Aplicación de la Ley de Régimen Tributario Interno, eliminando el texto que indicaba explícitamente que los Fideicomisos Mercantiles que no realizan actividades empresariales ni operan negocios en marcha, no debían pagar anticipo de impuesto a la renta. Si bien dichos fideicomisos están exentos del pago de impuesto a la renta (previo el cumplimiento de otras obligaciones específicas), existe la posibilidad de que el Servicio de Rentas Internas (SRI) disponga el pago del anticipo del impuesto a la renta, que se constituiría en un pago mínimo de impuesto. Si bien el criterio legal de Produfondos es que no aplicaría el pago de ningún anticipo en la presente titularización, otra Administradora ha elevado formalmente la consulta al SRI.

De solicitarse el pago del anticipo anotado, el monto a pagarse anualmente se estima la obligación sería poco significativa en relación a los flujos que ingresan al Fideicomiso en el mismo período.

Instituciones del sistema financiero privado deberán enajenar empresas no financieras

A través de la resolución JB-2011-1973, emitida el 29 de julio de 2011, la Junta Bancaria dispuso que las instituciones del sistema financiero privado, sus directores principales y suplentes, así como sus principales accionistas, deberán enajenar obligatoriamente, hasta el 12 de julio de 2012, las acciones y participaciones que mantuvieren en compañías o sociedades mercantiles ajenas al sector financiero, con presencia o actividad en el mercado ecuatoriano, entre las que se encuentran las casas de Valores y administradoras de fondos y fideicomisos. De implementarse dicha resolución, será un reto para las administradoras de fondos y fideicomisos que formaban parte de un grupo financiero mantener la calidad de su gestión operativa, considerando el apoyo tecnológico, comercial y financiero que generalmente reciben de los grupos a los que pertenecen.



EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN

Títulos Emitidos

El Fideicomiso empezó la emisión de los títulos en el mercado de valores el día 29 de agosto de 2011, fecha que se convierte en la fecha de emisión de las primeras cuatro series. Al corte de este informe, se encuentra colocado la totalidad de las series A y B, y USD 10M de la serie D. No obstante, se indica como hecho subsecuente que hasta el 2 de septiembre se realizó la colocación total de las series C y D.

Con respecto a las dos series restantes, la serie F se empezó a colocar el día 17 de octubre de 2011, que se convierte en la fecha de emisión de las series E y F. El día 27 del mismo mes se completó la colocación del monto autorizado de esta serie. El Originador ha planificado realizar la colocación de la serie E en enero del próximo año, de acuerdo a sus necesidades proyectadas de liquidez.

Fondos Disponibles e Inversiones

A la fecha de corte, el Fideicomiso cuenta con recursos líquidos por USD 16M, mantenidos en cuentas a la vista y fondos de inversión de corto plazo.

De acuerdo a lo permitido por la escritura del Fideicomiso, el Originador ha integrado el Depósito de Garantía a través de una garantía bancaria por USD 1.5 MM, otorgada por el Banco Pichincha, institución calificada AAA-. La cobertura debe mantenerse hasta el mes de marzo de 2012 y posteriormente deberá reducirse, cubriendo en todo momento al menos en 1.5 veces el índice de desviación.

Derecho de Cobro Titularizado

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 que en mayo-2011 Mega Santa María aceptó 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 2011, el Fideicomiso se encuentra recibiendo 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 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, así como la trayectoria comercial de los clientes en cuestión, 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. Las ventas de este cliente hasta agosto-2011 son superiores en 9.3% a las realizadas en el mismo período del año anterior.

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, mostrando un crecimiento en ventas acumuladas de 7.0% respecto a agosto-2010)

Cabe recordar la existencia de una marcada estacionalidad en las ventas a los Autoservicios, especialmente en el último trimestre del año. La política de recaudación con Autoservicios es de uno a dos meses.



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.

Por el corto tiempo de vigencia del Fideicomiso y de los valores emitidos, aún no se puede apreciar las coberturas reales de los flujos por pagar. No obstante, los flujos que han ingresado directamente desde el primer fideicomiso de titularización, en los meses de junio, julio y agosto, suman USD 15.7MM. Este flujo cubriría en aproximadamente 3.5 veces el mayor dividendo trimestral de todas las series autorizadas.

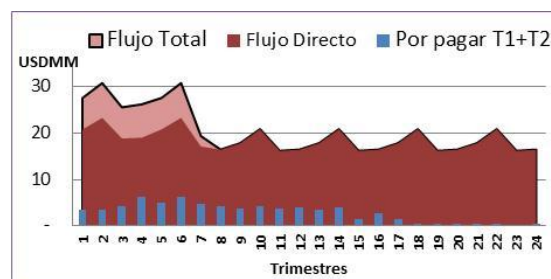
Se ha optado por mantener como año base el año 2010 para el cálculo de las coberturas que tendrían los pagos trimestrales de las series emitidas. A continuación se explica el procedimiento utilizado para el efecto:

- 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 requirieren, 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 consideraron las fechas de emisión de cada clase. Se asume la colocación total de las series dentro de todos los períodos trimestrales, y una tasa LIBOR de 3 meses de

4.50% para el reajuste de los cupones de la primera titularización.

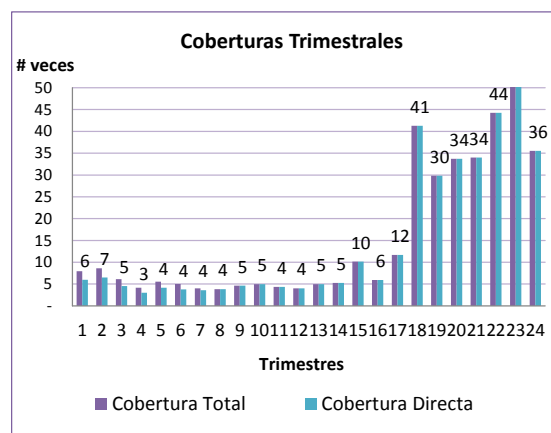
- 3) **Se calculó la cobertura** de los pagos trimestrales de ambas titularizaciones con los flujos proyectados, considerando la estacionalidad de las ventas de Pronaca. La “Cobertura Directa” se refiere a aquella calculada solamente con los flujos que no son susceptibles de desvío de flujos por voluntad 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.



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 4.5 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 15 desde la fecha de emisión.



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



Coberturas Trimestrales*				
Series	Rangos Plazo	Cobertura Min	Cobertura Max	Cobertura Promedio
A, E	1-39 meses	3.0	6.5	4.5
B, F	1-48 meses	3.0	10.1	5.0
C	1-63 meses	3.0	41.3	11.0
D	1-72 meses	3.0	1,964.9	94.8

* Cálculos solamente consideran flujo que ingresarán 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 3.0 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. Como referencia se indica que las ventas de Pronaca hasta agosto-2011 son superiores en 10.6% a las del mismo período del año anterior.

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 9 al 20), todavía existiría una cobertura anual de 2.3 veces.

Gastos Proyectados

El Fideicomiso cuenta con un Fondo Rotativo que empieza con USD 10M, y que sirve para pagar los gastos mensuales que se requieren. Dicho fondo es repuesto de ser necesario, con cargo a los flujos que ingresan en la titularización y, 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.

PRONACA (Originador)

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

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

La prelación que otorgan las estructuras de las dos titularizaciones vigentes a los inversionistas, y la baja proporción de estas emisiones en el pasivo total del Originador (28.6% en agosto-2011), les da mayor fortaleza frente a las obligaciones generales del Originador, lo cual es reconocido en la calificación otorgada a esta titularización de flujos futuros.

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 entre las de mayor volumen en ventas a nivel nacional.

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.

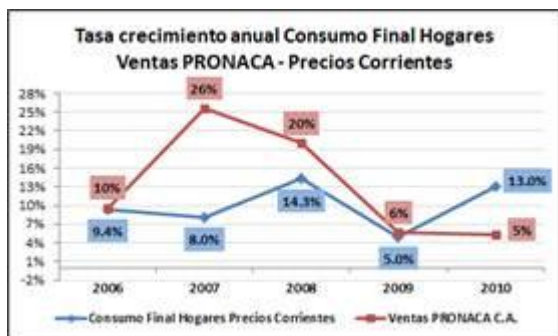
La compañía obtiene estabilidad en la producción, en la calidad y el costo de sus principales materias primas (maíz, arroz), mediante el programa denominado proveedores agrícolas integrados, el cual promueve la productividad de pequeños agricultores mediante asistencia técnica, insumos, financiamiento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

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

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

Actualmente el endeudamiento de PRONACA C.A., en relación al patrimonio neto es bajo, por lo que les permitiría acceder a líneas de crédito locales e internacionales. Las políticas sobre endeudamiento y el aumento de los resultados operativos fortalecen la liquidez de la compañía.

Riesgo de la Industria



Los riesgos de la Industria son: importante competencia, volatilidad en el precio y en la oferta de las materias primas agrícolas, dependencia del crecimiento económico.

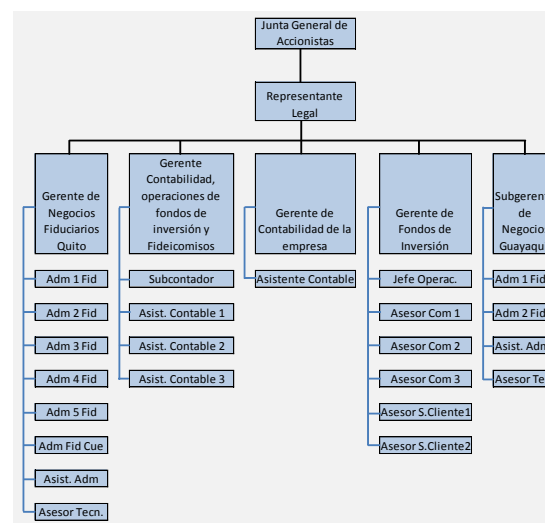
El actual gobierno nacional impulsa políticas de protección al mercado alimenticio nacional que ha incentivado la producción local y por ende una mayor competencia.

La industria está expuesta a volatilidad en el precio y en la oferta de las materias primas agrícolas que requiere, debido a una alta dependencia de esos que son sensibles a factores climatológicos, nivel de

producción, precios, y nivel de aranceles locales e internacionales.

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

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



La Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos actúa 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 cinco titularizaciones de flujos, lo cual aporta a la experiencia de la empresa en este tipo de transacciones.

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

ESTRUCTURA DE TITULARIZACIÓN

Hemos recibido una opinión legal positiva respecto a la validez legal y vigencia del patrimonio autónomo y a la transferencia efectiva de propiedad

sobre el derecho de cobro titularizado hacia el Fideicomiso.

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

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



ANEXO 1

ENTORNO MACRO ECONÓMICO

Las perspectivas hasta fines de año, siguen siendo positivas y se esperaría estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo (2012-2013) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global que pudiera contraer sus niveles de crecimiento. Adicionalmente, se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2007	2008	2009	2010	interino 2011
PIB (USD Mill 2000)	22,410	24,032	24,119	24,983	26,292
Inc. PIB (Mill.2000)%	2.04	7.24	0.36	3.60	5.24
Inc.anual oferta y demanda global%	3.90	8.10	-3.60	7.40	4.13 prev.
Inflación Anual %	3.32	8.83	4.31	3.33	4.84**
Deuda total del Gobierno/PIB%	30.49	25.34	19.67	23.40	20.11***
Deuda externa del Gobierno/PIB%	23.90	19.19	14.39	15.22	13.3***
Deuda interna del Gobierno/PIB%	6.59	6.15	5.28	8.18	6.8***
Cuenta Corriente/PIB %	3.60	2.0	-0.35	-3.31	
Presupuesto General del Estado/PIB%	-0.10	-1.10	-5.07	-1.95	
Ingreso Sector Publico/PIB %	29.56	40.70	35.33	39.98	45.73****
Gasto Corriente Gobierno/PIB%	20.10	27.20	26.80	29.20	31.92****
Inversión del Gobierno /PIB%	7.49	12.91	12.84	12.45	12.96****
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	72.70	97.70	64.00	84.50	79.07****
*estimación BCE					
**inflación anual a agosto/2011					
*** deuda a juli 2011/ PIB corriente proyectado de 65.145MM					
****anualizado con cifras hasta mayo 2011/PIB corriente proyectado					
*****sept 23/2011					

El primer trimestre del 2011 mostró un crecimiento del PIB de 8.6% en relación al primer trimestre del 2010 y del 1.8% en relación al cuarto trimestre del 2010. El comportamiento real fue mejor de lo esperado. Se expanden todas las actividades económicas.

El gasto público sigue siendo la influencia más importante en la expansión económica y contribuye también el crédito del BIESS. La construcción representa el sector de la economía que más aporta al crecimiento económico, seguido por el sector servicios.

Al comportamiento de la construcción ha contribuido el crédito del BIESS pero principalmente la construcción en el sector público de obras de infraestructura.

Algunos de los sectores que se han destacado en relación al primer trimestre del 2010, se muestran a continuación:

sectores	1T2010/1T2009	1T2011/1T2010
Refinación de Petróleo	-27.9%	43.2%
Electricidad y Agua	-15.2%	30.7%
Construcción	5.9%	17.5%
Comercio	3.8%	6.3%
Servicios	1.9%	11.7%
Intermediación Financiera	10.9%	13.4%
Agricultura/Ganadería	-1.5%	3.3%
Pesca	3.7%	7.6%

* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica con respecto al mismo trimestre del año anterior.

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 8.4% en el primer trimestre del 2011 con respecto al primer trimestre del 2010 cuando este crecimiento (de la oferta y demanda global) en el mismo trimestre del 2010 fue de 2.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones durante el 2010, mientras que en el primer trimestre 2011, tanto las importaciones como las exportaciones muestran un crecimiento importante en relación al primer trimestre del 2010:

Comercio Exterior	2010	1T2010	1T2011
Importaciones	16.3%	8.0%	8.0%
Exportaciones	2.3%	-3.1%	10.8%

Por el lado de la demanda, a más de las exportaciones, tenemos la demanda interna que se ha expandido significativamente como lo demuestra la tabla que sigue:

	1T2010/1T2009	1T2011/1T2010
Formación Bruta de Capital	2.7%	16.7%
Consumo de Hogares	3.4%	7.6%
Consumo de Administraciones Públicas	0.3%	2.7%

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china, mientras que mayores impuestos financian el creciente gasto corriente.

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

PERSPECTIVAS 2011 – 2012 -2013

De acuerdo a la opinión de algunos economistas, las proyecciones de crecimiento de la economía por parte del BCE (5.24%) para el año 2011 podrían cumplirse o superarse considerando el comportamiento de lo que va del año. Así, por ejemplo, el FMI estima que el crecimiento económico del Ecuador para el 2011 sería de 5.8%.

Para el año 2012 sin embargo las proyecciones no son tan optimistas y se podría esperar una desaceleración ya que el crecimiento se fundamenta en inversión pública y ésta a su vez en el precio del petróleo y deuda. Se ha



comprobado que el precio del petróleo puede ser altamente volátil y que los recursos de deuda para el Ecuador son limitados.

Podría esperarse que la línea de crédito de los bancos chinos vaya llegando a su tope aunque el secretario de la SENPLADES, piensa que el próximo año se podría recurrir nuevamente a esta fuente.

Los indicadores de deuda presentados por el BCE y que se incorporan en la primera tabla de este reporte, no incluyen las obligaciones cuyos vencimientos sean menores a 360 días, por lo tanto se estaría omitiendo el saldo por pagar de la facilidad petrolera con la China que tiene un año plazo pero que es revolvente. Incluyendo este rubro en la deuda externa ésta subiría a representar aproximadamente el 18% del PIB y no el 13.3%, según algunos analistas.

La deuda interna también ha venido creciendo de manera importante, entre el 2009 y 2010, según los datos del BCE, aumentó en 64% y entre julio 2010 y julio 2011 se incrementa en un 2.77%. La deuda interna también podría estar subestimada si existen créditos con vencimientos menores de un año, no registrados. En todo caso, la deuda del Gobierno estaría en alrededor del 26% del PIB según analistas, con lo cual se reduce su capacidad de endeudamiento frente al límite legal del 40%, establecido en el Código Orgánico de Planificación y Finanzas Públicas aprobado en octubre de 2010.

La ministra coordinadora de la Política Económica estima que el crecimiento económico del próximo año sería del 4%. En ese escenario se estima un precio del petróleo no más bajo de USD70 por barril y una inversión pública de USD4000 millones. El año 2012 es considerado como el año más vulnerable.

Para el año 2013, fuentes oficiales estiman que la producción petrolera incrementaría de 503mil barriles diarios en promedio a 567mil barriles diarios. Sin embargo, las metas estimadas se han incumplido con frecuencia por lo que esta fuente de ingresos no es necesariamente confiable.

La fuente de ingresos más sólida para el estado podría ser la minería en gran escala, sin embargo esta fuente de ingresos se concretaría dependiendo de cuando se firmen los nuevos contratos. Si los contratos se firman hasta fines de este año se podría esperar ingresos por esta industria a partir del 2014. De ahí en adelante se esperaría que las exportaciones y la renta minera crezcan sustancialmente por algunos años.

A partir del 2015 se podrían esperar que las nuevas centrales hidroeléctricas, el aumento importante en la producción del gas del Golfo de Guayaquil y la Refinería del Pacífico, si se llega a construir, contribuyan con energía eléctrica más barata y combustibles de mejor calidad.

Dado que la expansión esperada al menos en el corto y mediano plazo no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario (ya se observa) como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

SECTOR PRIVADO

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

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

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo. Parecería que las posibilidades de cambiar la ley para limitar esta interferencia en las empresas, gremios de la producción y empresariales y en el sector privado en general son escasas.

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

Fuentes: BCE, Ecuador Analysis, El Comercio; Elaboración BWR.