

Ecuador
 Titularización de Flujos Futuros

Central Marcel Laniado de
 Wind

Calificación

Tipo de Instrumento	Calificación Anterior	Calificación Actual
Titularización	AAA	B

DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN:

Monto Calificado:	Serie 1: US\$ 40.000.000 Serie 2: US\$ 40.000.000. (Total hasta US\$ 80'000.000)
Moneda:	Dólar de los Estados Unidos de América
Intereses:	Serie 1: Libor + 4.0% (Min 8.5%-Max 10.0%) Serie 2: Libor + 3.5% (Min 8.0%-Max 10.0%)
Plazo:	Serie 1: 10 años y medio Serie 2: 8 años
Forma de Pago	Intereses: Trimestrales Capital: Ver cuadro de amortización
Garantía:	Fondo de reserva, Fondo para riesgo hidrológico, y Garantía de los constituyentes del fideicomiso
Destino Emisión:	Construcción de proyecto Baba
Calificadora	BankWatch Ratings S.A.

Contactos

Patricio Baus
 (593 2) 222 23 23
pbaus@bankwatchratings.com

Sonia Rodas
 (593 2) 254 83 93
sonia.rodas@bankwatchratings.com

Perfil de la Empresa:

La Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind (CMLW) es la segunda Central Hidroeléctrica más importante del Ecuador con una capacidad instalada de 213 MW y una represa con una capacidad de almacenamiento de agua de 6.000 millones de metros cúbicos. El embalse Daule Peripa le permite mantener una reserva suficiente para generar electricidad por 90 días.

La presa Daule – Peripa, donde se encuentra ubicada la CMLW, cumple múltiples propósitos. El embalse es usado principalmente para suplir los requerimientos de agua potable para la ciudad de Guayaquil y otras poblaciones aguas abajo de la presa, y a la Península de Santa Elena, riego para 100.000 hectáreas, control de inundaciones, control de la salinidad y generación de energía eléctrica.

FECHA COMITE: 29 Octubre 2009

ESTADOS FINANCIEROS A: Septiembre 2009

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

El Comité de BankWatch Ratings S.A. con base en la información financiera presentada del Fideicomiso de Titularización a Sep-09, información sobre la generación de flujos de facturación, proyecciones preliminares estimadas por Hidronación, y particularmente sustentado en la nueva situación de los flujos de la titularización, que se deriva de los cambios ocurridos en el marco legal que rige al Sector Eléctrico y demás información decidió bajar la calificación de la Titularización de Flujos Futuros de la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind de la “AAA” a “B” en la escala de categorías de calificación para los valores provenientes de procesos de titularización, y además mantenerla como “Calificación en Observación”, de acuerdo con el art. 14 de la Sección IV.i del Capítulo III, Subtítulo IV del Título II de la Codificación de Resoluciones expedidas por el C.N.V., hasta disponer de la información definitiva sobre la actualización de la estructuración legal y financiera que están en proceso, y las definiciones gubernamentales que están aún pendientes.

Categoría B: “Corresponde al patrimonio autónomo que tiene capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.”

Los cambios ocurridos en el marco legal vigente que rige el sector eléctrico han originado un deterioro de las condiciones iniciales del fideicomiso de titularización y han significado una reducción importante de los ingresos de la titularización, tanto por el recorte del precio de venta de la energía, como por el retraso en la recuperación de la facturación.

A saber:

Por la aplicación del Mandato 15 se cambió la forma de fijación del precio del KWh que ahora contempla únicamente los componentes de costo fijo y variable, no considera un margen de ganancia y tampoco contiene ya el componente para financiar las inversiones.

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.



Adicionalmente, la nueva regulación del modelo de gestión del Sector Eléctrico y la nueva Ley de Empresas Públicas han constituido a HIDRONACIÓN como una empresa pública de generación hidroeléctrica, que como tal tiene uno de los últimos grados de prelación para los pagos que debe realizar el fideicomiso de fondos de las empresas distribuidoras a las que ahora debe obligadamente vender la energía.

Dado el estado actual de ineficiencia de las distribuidoras, y dado el grado de prelación asignado a los pagos de la generación hidráulica de las empresas del Estado, estatus que tendrá ahora HIDRONACION, la capacidad de pago de la titularización de flujos de Hidronación no depende únicamente de la capacidad de generación de la empresa, sino también de la capacidad del Estado para cubrir pagos a distribuidoras, y para financiar los pagos a los inversionistas con desembolsos desde el presupuesto, si es que se cumple la disposición del mismo mandato eléctrico referente al financiamiento de las inversiones, pero que hasta la fecha no hay una definición del modus operandi de este proceso.

Consideramos que el proceso de aplicación del nuevo modelo no contempló el desfase de ingresos que se originaba en HIDRONACION, por la eliminación del componente de inversión en los precios de la energía, ya que al ser una empresa constituida dentro del régimen privado como sociedad anónima no podía recibir directamente y de manera inmediata los recursos del presupuesto y recién podrá constituirse como empresa pública luego de que se ha aprobado en el mes de Octubre la nueva Ley Orgánica de Empresas Públicas, que fija un plazo de 90 días desde la expedición de la Ley para que se creen como empresa pública y se disuelva de manera forzosa la sociedad anónima. (14 de enero del 2010).

Adicionalmente, según la normativa vigente en el Sector Eléctrico determina que la constituyente del fideicomiso mercantil que a su vez es originador de los ingresos del proceso de titularización (HIDRONACION) está en proceso de disolución forzosa, por lo que existe un riesgo para la generación de los flujos provenientes de los derechos de cobro y en consecuencia para los inversionistas, por cuanto no existen normas ni actuaciones administrativas que clarifiquen la situación del Fideicomiso de Titularización.

Si bien las disposiciones legales señalan que los derechos y obligaciones derivados de los contratos celebrados por las sociedades anónimas en las que el Estado es accionista, antes de la vigencia de la Ley de Empresas Públicas, serán cumplidas por las empresas públicas que en su lugar se creen, no se podría señalar con certeza que serán respetadas en la forma que

fueron suscritas inicialmente, dado que se trata de derechos de cobro que están sujetos a la contingencia de que no existan, total o parcialmente, por cualquier circunstancia y dada la poca claridad que existe respecto de los procedimientos que se seguirán con cada una de las sociedades anónimas del Estado.

Los flujos de fondos que han ingresado al Fideicomiso en el período Enero-Septiembre 2009 muestran una disminución del 44% respecto de los resultados que se obtuvieron en igual período del año anterior, lo cual refleja una disminución real de los flujos titularizados.

A esto se suma los resultados de las proyecciones realizadas por HIDRONACION, que si bien tienen la calidad de preliminares, indican claramente, que de mantenerse como flujos futuros titularizados, únicamente los ingresos por la venta de energía, éstos no son suficientes para mantener la cobertura inicialmente presentada para la calificación, y el pago a los inversionistas dependería de la utilización de flujos adicionales provenientes de la garantía del Fondo de Reserva para el servicio de la Titularización y del aporte de nuevos flujos que no están actualmente contemplados, como son los provenientes del incremento en la capacidad de generación que le aportaría la construcción del Proyecto Baba, situaciones que revelan que la capacidad de pago de los flujos titularizados es menor a la inicialmente calificada.

Antecedentes:

El 31 de Julio del 2009 el Comité de BankWatch Ratings S.A. decidió ubicar como “Calificación de riesgo en Observación” a la Titularización de Flujos Futuros de la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind, de acuerdo con el art. 14 de la Sección IV.i del Capítulo III, Subtítulo IV del Título II de la Codificación de Resoluciones expedidas por el C.N.V. Decisión que se fundamenta en el cambio de la normativa legal que rige al sector eléctrico y las nuevas condiciones que gobiernan al mercado eléctrico mayorista, mismas que han afectado de forma importante la estructura original del Fideicomiso de la Titularización y los flujos futuros que sustentan la capacidad de pago de los títulos en circulación.

Para seguimiento de la Calificación de riesgo en observación, se solicitó a la Administradora del Fideicomiso, información actualizada de la situación de los cambios suscitados, así como de los nuevos flujos que reflejen la situación del Fideicomiso, atendiendo a las nuevas normativas que rigen la gestión del mercado eléctrico mayorista, y a la empresa generadora de los flujos.



El pronunciamiento de la Calificación ha estado a la expectativa de la entrega de esta información, de la que se recibió la estimación preliminar de las proyecciones de Flujos Futuros por parte de HIDRONACION. Posteriormente la Fiduciaria comunicó la acertada decisión del Comité de Vigilancia del Fideicomiso de contratar dicha actualización con la estructuradora financiera PICAVAL y la necesaria actualización de la estructura legal atendiendo a los cambios ocurridos en el período, a realizarse por Profilegal.

Dicho proceso ha tomado más tiempo del previsto inicialmente, por lo que no se ha recibido la nueva estructura financiera definitiva, ni la actualización de la estructuración legal, que son necesarias de analizar para emitir nuestra opinión definitiva, sobre la capacidad real de los flujos futuros para cumplir con las obligaciones a los inversionistas de la Titularización de Flujos de la CMLW.

Sin embargo, debido a que las condiciones del fideicomiso inicial han cambiado en menoscabo de los flujos que alimentaban a esta operación y en cumplimiento de nuestra obligación para con el Mercado de Valores, se convocó al Comité de Calificación para informar de los cambios legales ocurridos en este último período, y del avance y estado del proceso de actualización de la estructura financiera y legal, para que tome las decisiones necesarias que reflejen el riesgo actual de los títulos en circulación, opinión que podría variar en cuanto se tenga una mayor certeza de la capacidad de pago, una estructura legal adecuada y estabilidad del flujo de fondos para cumplir en tiempo y forma con las obligaciones a los inversionistas.

Análisis del Sectorial:

Las condiciones en las que desarrolla el sector eléctrico del país, según el diagnóstico del Consejo Nacional de Electricidad -CONELEC-, mostraban altos niveles de precios de la energía como producto de la insuficiencia de inversiones en generación, altos índices de pérdidas, alrededor del 20% en el 2008 (que llegaron hasta el 32% en años anteriores), bajos niveles de recaudación en el caso de algunas distribuidoras, bajo cumplimiento de los índices de calidad, factores que obedecen a la falta de señales adecuadas para la inversión en generación y a graves deficiencias en la gestión en la distribución.

El modelo marginalista implementado desde el año 1999, con el que se manejaba el mercado eléctrico mayorista -MEM-, constituido con unidades independientes de negocio, de generación, transmisión y distribución de energía, dispuestas a la privatización, dejó de lado el papel del Estado en

busca de la “libre competencia” en generación, y no fue exitoso por varios factores especialmente por el mantenimiento de la brecha financiera originada en el déficit tarifario que se fue incrementando cada vez más y además por la ineficiencia en la gestión de las distribuidoras.

Esto determinó que los capitales privados no tuvieron una mayor participación en la generación que es hoy totalmente deficitaria frente a la demanda creciente del país. A lo que se sumó la inestabilidad política con decisiones no técnicas que profundizaron la crisis y no abordaron las soluciones de largo plazo requeridas.

Este diagnóstico de la crisis del Sector llevó a que la Asamblea Nacional Constituyente, emita el Mandato 15, cuya aplicación implica un nuevo modelo del Sector Eléctrico que se ha implementado a partir del Mandato 15 expedido en Julio del 2008 y que posteriormente se ha complementado la legislación en varias regulaciones emitidas por el Consejo Nacional de Electricidad -CONELEC- que es el organismo competente para realizarlas.

Con el nuevo modelo aplicado se establecen lineamientos para una serie de cambios profundos que pretenden mejorar el manejo del Sector Eléctrico, corregir aspectos del tema tarifario, en busca de soluciones de corto y largo plazo a la crisis del sector y elevar la generación eléctrica con una planificación definida de inversiones en los próximos 10 años.

Sin embargo, los cambios en el marco legal han alterado las condiciones en las que se basó el Fideicomiso de Titularización y con las que se realizaron las estimaciones de los flujos futuros que son objeto de esta titularización. Las nuevas regulaciones cambian el modelo de gestión del mercado eléctrico mayorista previsto, y varía tanto el proceso de comercialización como también las principales variables en la estimación cuantitativa y cualitativa de los flujos, entre los que están el nivel de precios, cambios en los componentes de los ingresos que se originan por la venta de energía ya que se dispone la separación uno de los componentes que ya no provendrá de la facturación sino del flujo de inversiones que deberá ser incorporado en el presupuesto general del Estado y transferido a la generadora, cambian también los clientes de la empresa y las condiciones contractuales establecidas. A lo que se suma un elemento muy importante para la recuperación de la facturación, como es el cambio en la naturaleza jurídica de HIDRONACION, como se analizará más adelante.

Analizaremos los principales elementos:

Cambios en las condiciones del proceso de comercialización:

En el esquema anterior, previsto en el contrato de fideicomiso, la generadora realizaba contratos no regulados, que en su mayor parte (67%) eran con los grandes consumidores, el precio se negociaba libremente (4 ctvs. promedio en la proyección) y se establecían garantías bancarias para la recaudación oportuna de la facturación, mecanismo que le permitió mantener un alto porcentaje de recuperación (100% histórico pero 95% en las proyecciones) en la energía así comercializada.

La facturación a empresas distribuidoras constituía alrededor del 16%, y se firmaban contratos con condiciones similares a las establecidas para los grandes consumidores, por lo que el porcentaje de recaudación también fue similar.

En tanto que la facturación correspondiente al mercado ocasional (spot) el precio era mayor (hay años de hasta 12.3 ctvs. pero en la proyección se consideró 7,5 ctvs.), sin embargo la cobrabilidad históricamente fue muy baja por lo que se consideró un porcentaje medio de 30% para las proyecciones. Este tipo de contratos representó alrededor del 16.5% de los ingresos en las proyecciones estimadas.

Por tanto, el 83.5% de los Ingresos pertenecían a contratos de compra-venta (PPA) que tenían garantías bancarias y que fueron una de las condiciones en las que se sustentó la calidad de la recuperación de las ventas de HIDRONACION, y por tanto la calidad del flujo titularizado, condición que se ha eliminado en los contratos regulados que se han firmado en el esquema actual, en el cual no se fija un mecanismo directo de garantía ejecutable sino un mecanismo de pago a través de los Fideicomisos mercantiles de las Distribuidoras, en los que se mantiene actualmente un grado muy bajo de prelación, que no garantiza el pago en tiempo y forma de las obligaciones, como se evidencia en este año y más bien ha generado un bajo nivel de recuperación de la facturación en este período.

En el esquema actual, las generadoras comercializan su energía con las empresas de distribución y tienen la obligación de suscribir contratos de compra-venta con todas ellas, en forma proporcional a la demanda de dichas empresas. Los contratos son regulados de largo plazo, y no tienen garantías para la recuperación oportuna de la facturación. Para el caso de Hidronación se suscribe contratos con las 18 distribuidoras incorporadas al sistema nacional interconectado, que por efectos de la nueva ley de empresas públicas deben dejar de ser sociedades anónimas y pasar a ser empresas públicas de acuerdo con la participación accionaria que poseen. También se mantiene las transacciones de corto plazo que no

son parte de contratos, en este mercado únicamente se factura los excedentes de energía producida que no estén comprometidos en los contratos de largo plazo y tienen un tratamiento diferente para la fijación del precio.

Cambio en la naturaleza jurídica de HIDRONACION:

Contingencia Legal:

Los cambios normativos producidos en el Ecuador en el sector Eléctrico han generado un deterioro de las condiciones iniciales del fideicomiso de titularización, a tal punto que la constituyente del fideicomiso mercantil que a su vez es originador de los ingresos del proceso de titularización está en proceso de disolución forzosa, por lo que existe un riesgo para la generación de los flujos provenientes de los derechos de cobro y en consecuencia para los inversionistas, ello por cuanto no existen normas ni actuaciones administrativas que clarifiquen el panorama del proyecto

Si bien las disposiciones legales señalan que los derechos y obligaciones derivados de los contratos celebrados por las sociedades anónimas en las que el Estado es accionista, antes de la vigencia de la Ley de Empresas Públicas, serán cumplidas por las empresas públicas que en su lugar se creen, no podría señalarse con certeza que serán respetadas en la forma en fueron suscritas inicialmente, dado que se trata de derechos de cobro que están sujetos a la contingencia de que no existan, total o parcialmente, por cualquier circunstancia y dada la poca claridad que existe respecto de los procedimientos que se seguirán con cada una de las sociedades anónimas del Estado.

Verificación histórica:

La naturaleza jurídica es importante ya que en años anteriores, se evidenció que el nivel de recuperaciones en las ventas por contratos mejoró desde el año 2005 debido a que se subió el grado de prelación dentro del fideicomiso que mantienen las distribuidoras para el pago las generadoras, debido a la naturaleza jurídica de orden privado que tenía HIDRONACIÓN como sociedad anónima.

La aplicación del Mandato 15 y de la nueva ley de empresas públicas cambiará la naturaleza jurídica de HIDRONACION a empresa pública, en orden a su propiedad accionaria, y sus liquidaciones realizadas en el mercado eléctrico mayorista entraron al orden de prelación como generadora hidroeléctrica del Estado, categoría que tiene uno de los últimos grados de prelación en los pagos que debe realizar el fideicomiso mercantil para el pago de las deudas de

las distribuidoras. Disposición que está vigente desde el 14 de mayo del 2009.

Esta situación agrava la calidad de la recuperación de las ventas de HIDRONACION ya que la totalidad de las mismas serán transadas por este mecanismo, porque se eliminan los contratos directos con los Grandes Consumidores que tenían otras condiciones.

La aplicación de este esquema de prelación de pago para las deudas de las empresas distribuidoras eléctricas contribuye a poner en riesgo la recuperación de la facturación de Hidronación y por tanto del pago oportuno a los inversionistas de la Titularización, ya que está impidiendo que lleguen oportunamente los pagos de las ventas de energía y por tanto ha elevado el grado de morosidad de la cartera de HIDRONACION.

Cambio en la fijación de Precios:

En el modelo anterior el precio al que se vendía la energía en el MEM se determinaba en un sistema de precio marginal horario de corto plazo, que dependía de la demanda de energía, en las primeras franjas de oferta estaban las generadoras hidroeléctricas que tienen menores costos, pero posteriormente entraban las generadoras con mayores costos, y el precio del mercado era fijado por éstas últimas, el mecanismo pretendía incentivar la inversión ya que “aseguraba” la recuperación de las nuevas inversiones. El precio de la energía debía generar los ingresos suficientes para incentivar las inversiones en el sector.

El ingreso de inversiones al sector no se dio de acuerdo con lo esperado, no se produjo el crecimiento de la generación y se incentivó únicamente la incorporación de generadoras térmicas cuyas inversiones son menores a las requeridas por los proyectos de generación hidroeléctrica, por lo que la oferta eléctrica en el país es deficitaria para cubrir la demanda existente y crecimiento de la misma, el déficit cada vez mayor se compensó con la importación de energía especialmente desde Colombia, cuyo precio también es mayor al de la generación hidráulica.

Según las nuevas regulaciones los ingresos que provienen de la compra-venta de energía solamente corresponden a la recuperación de costos fijos y variables incurridos para la producción de la energía, en tanto que los recursos que financian la inversión provendrían de asignaciones fijadas en el presupuesto del Estado. Esto implica una reducción importante en los ingresos particularmente para HIDRONACION respecto de lo que había sido transferido como Derechos de Cobro al fideicomiso de titularización.

Por disposición de las nuevas normativas al Fideicomiso de Titularización ingresarían por la venta de energía únicamente los valores calculados estrictamente para reponer los costos de producción. En tanto que la finalidad de los títulos emitidos, que son honrados con la venta de energía, corresponde al financiamiento de la inversión que servirá para ampliar la capacidad de producción de la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de propiedad de Hidronación. Sin embargo, los flujos que deberían cubrir los costos de la inversión podrían quedar fuera del Fideicomiso ya que ahora no provienen de la venta de energía, sino de la asignación directa del presupuesto.

Los nuevos componentes del costo:

- El costo fijo considera la recuperación de la inversión, costos de administración, operación y mantenimiento. El costo fijo será aprobado por el CONELEC, sobre la base de una anualidad que contempla los valores descritos anteriormente y podría ser auditado a petición del CONELEC. Para HIDRONACIÓN ha sido estimado un costo fijo de 1.86 ctvs. promedio por KWh.

- El costo variable de producción depende de la energía medida, y para el caso de las plantas de generación hidroeléctrica, el valor de costo variable de producción a utilizar, será de 2 ctvs. valor que se mantendrá vigente hasta que el CONELEC concluya con la revisión de la Regulación del CONELEC 003/03 vigente hasta el momento.

En una regulación posterior a las firmas de los contratos de HIDRONACION con las distribuidoras, se incluye un mecanismo alternativo para la fijación de los precios de generación en los contratos regulados que tiene tres componentes: Potencia Remunerable Puesta a Disposición -PRPD-, costo variable de producción -CVP-, y costo variable adicional -CVA-. Cada uno de los componentes tiene una regulación específica del CONELEC, la 003/04 para el primer componente, y la 003/03 para el segundo, el último componente sería propuesto por los generadores y el CONELEC emitirá valores referenciales para los componentes de CVA.

La generadoras deberán optar por uno de ellos, sin embargo, como se mencionó anteriormente HIDRONACION firmó contratos con las 18 distribuidoras con la primera metodología, que estarán vigentes en plazos mínimos de un año.

Financiamiento de las nuevas Inversiones del Sector y su eliminación del precio de la energía vendida:

El flujo necesario para financiar los procesos de Inversión provendrá, según lo que establece el Mandato 15 “Los recursos que se requieran para cubrir las inversiones en generación, transmisión y distribución, serán cubiertos por el Estado, constarán obligatoriamente en su Presupuesto General y deberán ser transferidos mensualmente al Fondo de Solidaridad y se considerarán aportes de capital de dicha Institución.”

Sin embargo, ha pasado ya más de un año luego de que se dictó el Mandato 15, y no se han definido las condiciones en las que se realizaría estos aportes hacia HIDRONACION, ya que el Proyecto Multipropósito Baba, destino final de los recursos obtenidos en la titularización, corresponde a ese flujo de inversión que debería estar siendo financiado con desembolsos desde el Presupuesto.

Además, se debe mencionar que el proceso de aplicación del nuevo modelo no contempló el desfase de ingresos que se originaba en HIDRONACION, por la eliminación de este componente en los precios de la energía, ya que al ser una empresa constituida dentro del régimen privado como sociedad anónima no podía recibir directamente recursos del presupuesto y recién podrá constituirse como empresa pública luego de que se ha aprobado en este mes la nueva Ley Orgánica de Empresas Públicas, que fija un plazo de 90 días desde la expedición de la Ley para que se creen como empresa pública y se disuelva de manera forzosa la sociedad anónima. (14 de enero del 2010).

Garantías de la Titularización:

En cuanto a las Garantías de la Titularización, las que se constituyeron en efectivo es decir la que corresponde al Fondo de Reserva de la Titularización (USD 6.78M) que está dentro del Fideicomiso de Titularización y la Garantía de Riesgo Hidrológico (USD 6.999M) que está en el Fideicomiso Multipropósito Baba se mantienen en iguales condiciones que las analizadas en los períodos anteriores y podrían ser ejecutadas de ocurrir las condiciones previstas para ello.

No así la tercera garantía que constituía la garantía de CEDEGE, ya que si bien luego de la desaparición de CEDEGE por la fusión por absorción a la Secretaría Nacional del Agua, decretada el 23 de Septiembre del 2009, las obligaciones, contratos y convenios firmados por CEDEGE serán asumidos por la Secretaría Nacional del Agua. Sin embargo, el mismo

decreto prevé que la Secretaría del Agua en un plazo de 60 días proceda al traspaso de las competencias diferentes a la Gestión de Recursos Hídricos a otras entidades públicas tanto del Estado Central como de gobiernos autónomos descentralizados. Por lo que consideramos que esta garantía no estaría vigente mientras no termine el proceso legal de traspaso de Hidronación al Ministerio de Electricidad y su constitución legal como empresa pública.

Evolución de los Flujos de Recursos y Capacidad de Pago:

Los ingresos provenientes de la facturación que ingresaron en este año en el período enero-septiembre al Fideicomiso de Titularización se redujeron en 44% en relación con lo observado en igual período del año anterior.

A pesar de ello ha sido suficiente para el cumplimiento oportuno de los pagos a los inversionistas de la titularización. El último pago se realizó el 4 de Octubre del 2009 luego de lo cual se tiene un saldo aproximado de USD 1.6MM para el próximo pago que deberá realizarse en enero del 2010.

Adicionalmente, se debe señalar que se mantiene intacta la garantía del Fondo de Reserva de la titularización que cubre el pago de dos pagos trimestrales de capital e intereses de los flujos, con lo cual en el corto plazo estaría asegurado el cumplimiento oportuno de las obligaciones con los inversionistas.

Si bien no se tiene la actualización de la estructuración financiera y legal de la titularización, se advierte que los flujos proyectados en forma preliminar por HIDRONACION si bien cubren las necesidades del flujo de costos y gastos de la generadora, en concordancia con los supuestos del nuevo modelo del MEM, no alcanzan para cubrir el flujo de amortización de la titularización, necesitando del ingreso de un nuevo componente para lograrlo, que podría ser el flujo de inversión proveniente presupuesto del Estado, o la incorporación de los ingresos provenientes de la nueva generación que se produzca con el nuevo proyecto Baba y soluciones de corto plazo que compensen el déficit que se genera hasta entonces.

Flujos reales 2008 y 2009:

ANEXO 1							
FLUJO DE EFECTIVO	2.007	2.008	2.009	TOTAL	sep-08	sep-09	Inc. %
FUENTES DE FONDO							
CAJA INICIAL	246 498	1 149 442	2 569 664	246 498	1 149 442	2 569 664	124%
VENTA DE TITULOS	48 915	-	-	48 915	-	-	
CAPITAL RECUPERADO	-	-	-	-	-	-	
INTERES COBRADO DE CARTERA	-	-	-	-	-	-	
UTILIDAD EN VENTA DE ACTIVOS	-	-	-	-	-	-	
APORTE PATRIMONIAL	-	-	-	-	-	-	
OTROS INTERESES COBRADOS NETOS	-	-	-	-	-	-	
INTERESES COBRADOS POR CTA CTE	6 212	18 241	6 995	31 447	13 277	6 995	-47%
INTERESES COBRADOS POR FONDO ROTA	3 214	2 498	1 758	7 470	1 982	1 758	-11%
INTERESES COBRADOS DE INVERSIONES	468 961	772 617	424 644	1 666 222	608 193	424 644	-30%
COBRO DE OTRAS CUENTAS DEL ACTIVO(FACTUR)	23 939 363	32 889 347	14 340 280	71 168 991	25 419 864	14 340 280	-44%
INGRESO POR REPOSICION FDO. ROTATIVO	97 879	88 660	30 786	217 325	74 163	30 786	-56%
INVERSIONES COBRADAS (CAPITAL)	46 803 274	26 095 062	10 155 891	83 054 227	22 325 615	10 155 891	-55%
OTROS	590 533	275 803	216 720	1 083 057	275 523	216 720	-21%
TOTAL INGRESOS	71.958.350	60.142.228	25.177.075	157.277.654	48.718.616	25.177.075	-46%
USO DE LOS FONDOS							
COMPRA DE CARTERA	-	-	-	-	-	-	
REPOSICION (COMPRA) DE CARTERA	-	-	-	-	-	-	
INTERESES PAGADOS	-	-	-	-	-	-	
CAPITAL PAGADO DE TITULOS	4 241 117	4 682 080	3 828 273	12 751 471	3 467 942	3 828 273	10%
INTERESES PAGADOS	6 705 421	5 876 688	4 029 451	16 611 560	4 483 267	4 029 451	-10%
COMISIONES PAGADAS	19 890	19 800	14 850	54 540	14 850	14 850	0%
HONORARIOS PAGADOS	30 645	-	8 351	38 996	-	8 351	
SERVICIOS VARIOS CONTRIBUCIONES	19 104	1 100	-	20 204	1 100	-	-100%
OTROS	3 180 794	3 458 512	185 597	6 824 903	1 947 074	185 597	-90%
BENEFICIARIOS (FPMB, HIDRONACION, REPOSICION)	9 973 725	18 126 931	10 870 042	38 970 698	16 587 958	10 870 042	-34%
REPOSICION POR VENTA TITULARIZACION	48 915	-	-	48 915	-	-	
COMPRA DE INVERSION	46 835 795	26 556 896	7 719 404	81 112 095	20 293 793	7 719 404	-62%
VARIACION CUENTAS POR PAGAR	-	-	-	-	-	-	
VARIACION CUENTAS POR COBRAR	-	-	-	-	-	-	
TOTAL EGRESOS	71.055.407	58.722.006	26.655.968	156.433.382	46.795.984	26.655.968	-43%
SALDO FINAL DE CAJA (2)	1.149.442	2.569.664	1.090.770	1.090.770	3.072.674	1.090.770	-44%
	0	0	0	0	0	0	
DETALLE DE BENEFICIARIOS DE PRELACIONES							
FID. MULTIPROPOSITO BABA	3 184 459	10 090 371	112 500	13 387 330	10 052 871	112 500	-99%
HIDRONACION	6 691 387	7 947 900	10 675 936	25 315 224	6 460 925	10 675 936	65%
REPOSICION DE FDO. ROTATIVO	97 879	88 660	81 606	268 145	74 163	81 606	10%
TOTAL	9 973 725	18 126 931	10 870 042	38 970 698	16 587 958	10 870 042	-34%

Amortización de la Titularización y Flujo disponible en proyecciones preliminares de ingresos por Venta de Energía de la CMLW:

SUPERAVIT/DEFICIT	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	abr-17
FLUJO DISPONIBLE	8.278.626	7.424.014	16.891.663	13.920.821	1.329.014	7.202.809	2.784.551	3.506.204
AMORTIZACION	10.589.813	10.700.216	10.813.334	10.951.710	11.098.308	12.095.100	11.412.030	5.369.750
DEFICIT/SUPERAVIT	-2.311.186	-3.276.202	6.078.329	2.969.111	-9.769.294	-4.892.291	-8.627.479	-1.863.546
% COBERTURA SOBRE AMORTIZACION	78,2%	69,4%	156,2%	127,1%	12,0%	59,6%	24,4%	65,3%