

**Ecuador**  
**Titularización de Flujos**  
**Futuros**

**Central Marcel Laniado de**  
**Wind**

**Calificación**

Tipo de Instrumento	Calificación Anterior	Calificación Actual
Titularización	AAA	C

**RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION**

El Comité de BankWatch Ratings S.A. con base en la información financiera presentada del Fideicomiso de Titularización al 30 de Junio de 2010, información sobre la generación de flujos de facturación, 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 mantener la calificación de la Titularización de Flujos Futuros de la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind en la categoría “C” de la escala de categorías de calificación para los valores provenientes de procesos de titularización, y 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 C:** “Corresponde al patrimonio autónomo que tiene mínima capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión”.

Las calificaciones otorgadas son calificaciones locales que indican el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano, por lo tanto no incorpora el riesgo país, ni los efectos que se generarían por cambios en la política monetaria y/o cambiaria.

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, por varios factores entre los que están el recorte del precio de venta de la energía, compensaciones y reliquidaciones aplicadas inadecuadamente por el Ministerio de Finanzas, y el retraso en la recuperación de la facturación.

**DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN:**

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

**Contactos**

Patricio Baus  
 (593 2) 222 23 23  
[pbaus@bankwatchratings.com](mailto:pbaus@bankwatchratings.com)

Sonia Rodas  
 (593 2) 254 83 93

**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.

Luego de la determinación del Mandato 15 se han producido cambios determinantes que han afectado la naturaleza de la empresa y la estructura del sector eléctrico, y por lo tanto el contrato en base al cual se estructuró la titularización.

**FECHA COMITE: Julio 2010**

**ESTADOS FINANCIEROS A: Junio 2010**

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.



A lo que se suma la disposición proveniente del Mandato 15 por la cual los recursos que provienen de la venta de energía no financiarán la inversión, sino únicamente los costos de operación y mantenimiento de las Generadoras.

Por tanto, si bien hasta el año anterior se siguió utilizando el flujo de ingresos por la venta de energía para el pago a los inversionistas, desde este año han sido fondos provenientes de la Garantía del Fideicomiso (Fondo de Reserva) y posteriormente los recursos provistos por el Ministerio de Electricidad, los que han cubierto los requerimientos del pago del capital e intereses de los inversionistas de la Titularización.

Este aporte del Ministerio de Electricidad es congruente con lo dispuesto en el Mandato 15, que propone que los requerimientos de inversión deben ser suministrados por el Estado.

Sin embargo, si bien los recursos aportados cubren el pago a los inversionistas en este año, y al mismo tiempo reponen la parte utilizada del Fondo de Reserva de la Titularización, consideramos que la cobertura es únicamente de corto plazo e incierta en el plazo de la Titularización, ya que no se han definido las condiciones en las que se mantendrían estos flujos en el futuro, no existe un compromiso real de parte del Estado de que se proveerá de forma oportuna los recursos para cumplir con las obligaciones a los inversionistas en tiempo y forma hasta el vencimiento del plazo de los títulos.

Es decir no hay certidumbre sobre la alternativa real o el proceso de pago que adoptará el Gobierno para el pago a los inversionistas, no se ha realizado la reforma del Contrato del Fideicomiso para asegurar y actualizar todas las condiciones previstas inicialmente.

Además, 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 asumidas 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.

Por lo tanto, una mejora de la calificación estaría sujeta a que se definan contractualmente los mecanismos adecuados por los cuales el fideicomiso pueda obtener los recursos necesarios para el pago en tiempo y forma de sus obligaciones con los inversionistas.

### **Antecedentes:**

El Comité de calificación del 29 de Octubre del 2009 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.

Posteriormente el 2 de Marzo del 2010 se mantuvo la calificación por considerar que el flujo de fondos podría recuperarse en el corto plazo por el aporte de de la recuperaciones de ingresos por la venta de energía y el pago de las compensaciones realizadas que estaban ya en proceso de transferencia, por lo que se consideró que la capacidad de pago al menos en el corto plazo se mantendría.

Sin embargo, posteriormente la Fiduciaria informó sobre la utilización, para el pago a los inversionistas en el mes de abril, de la Reserva para la Titularización que hasta esa fecha no había sido utilizada, por lo cual y ante el debilitamiento constante del flujo de ingresos, y el no cumplimiento de la devolución y pago de las compensaciones realizadas equivocadamente al fideicomiso, el 12 de abril del 2010 el Comité decidió reducir nuevamente la calificación de la Titularización a la categoría “C” y mantenerla igualmente en observación.

### **Análisis del Sectorial:**

Las condiciones en las que desarrolla el sector eléctrico del país, según el diagnóstico del Consejo Nacional de Electricidad -CONELEC-, muestra 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 nuevo modelo previsto en el Mandato 15, se establecen lineamientos para una serie de cambios que pretenden mejorar el manejo del Sector Eléctrico y elevar la generación eléctrica con una planificación definida de inversiones en los próximos 10 años.

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 ordena la separación del componente de inversión que no provendrá de la facturación o del precio de la energía, 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.

En estos dos años luego de la aplicación del Mandato 15 se mantiene la brecha financiera originada proveniente del déficit tarifario por la ineficiencia en la gestión de las distribuidoras y el establecimiento de precios políticos que no son compensados oportunamente con los recursos del presupuesto del estado como ordena el Mandato 15.

## ANÁLISIS DE COBERTURA

### INGRESOS DE FIDEICOMISO

Según el contrato el Fideicomiso de Titularización (FT) recibe el flujo de efectivo resultante de la venta de energía generada por CMLW, el Fideicomiso a su vez, transfiere los fondos necesarios para cubrir las actividades de operación y mantenimiento de la CMLW, luego, con los fondos restantes paga el servicio de la deuda, y los flujos excedentes, luego del pago a los inversionistas, son transferidos al originador FPMB.

Sin embargo, este orden de prelación fue alterado por el Mandato 15, como se ha analizado ya en los seguimientos anteriores, y los ingresos por facturación y venta de energía ya no pueden ser utilizados para el pago a los inversionistas.

Por lo que tanto el pago de los inversionistas ya no depende del flujo futuro de venta de energía sino de la transferencia de recursos desde el Ministerio de Electricidad y en definitiva del Presupuesto del Estado.

El flujo de facturación, sin embargo, debería cubrir el flujo de gastos de operación y mantenimiento de de Central Marcel Laniado, situación que hasta el momento no se ha dado, poniendo en riesgo la operación de la misma.

Los cambios legales e institucionales que han ocurrido en el Sector Eléctrico y en sus entes de control ha sido lenta, situación que afecta también la aplicación completa del Mandato 15, y por tanto el funcionamiento del Modelo previsto en dicho Mandato.

Los recursos de la facturación han disminuido considerablemente debido al incremento de la mora, impidiendo que se realicen los desembolsos a Hidronación.

El proceso de facturación está desfasado, existiendo retrasos de meses en el envío de facturas. A lo que se suma la muy baja recuperación de estos ingresos, como se puede observar en el siguiente cuadro.

Fecha	FACT.PROY.	FACT.REAL	INGRESOS PROYECT.	RECAUD. REAL	% Cobro Real
2006 (5 meses)	11.091	12.391	7.764	11.848	95,6%
2.007	31.837	24.109	22.286	22.892	95,0%
2.008	31.837	38.694	22.286	32.408	83,8%
2.009	31.837	26.268	22.286	14.066	53,5%
2010 (ene-may)	14.251	9.268	9.976	1.545	16,7%
Total	120.851	110.728	84.596	82.760	74,7%

La recaudación se redujo desde el 2009, y se acentúa totalmente en este año, con cifras incompletas de facturación hasta May-2010 por lo que tampoco se tiene una cifra total de la deuda que se mantiene por la venta de energía.

De las cifras entregadas se advierte que desde el año anterior, y en lo que va de este año, la facturación tampoco alcanzó a los niveles proyectados, por el efecto del cambio en los precios de la energía, como se ha analizado ya en seguimientos anteriores.

La recaudación también se ve deteriorada por efecto del Mandato 15 ya que la prelación de pagos a HIDRONACION que ahora es una empresa pública y generadora hidroeléctrica está en los últimos lugares para el pago de su facturación, lo que ha puesto en peligro el flujo de la empresa con riesgo para su continuidad operacional.

La recaudación en este período del 2010 alcanza únicamente el 16.7%, situación que no ha permitido ni siquiera cubrir las primeras prelaciónes previstas, es decir los gastos de operación y mantenimiento de la Central ni los costos de seguros, que a la fecha del informe no tenemos información si se encuentran debidamente contratados, ya que el último contrato se había realizado solamente con una vigencia de 15 días, en espera de la transferencia de fondos de recaudación de venta de energía, plazo que ya venció y los ingresos no llegaron al fideicomiso para su correspondiente transferencia a HIDRONACION.

	Fact. Real / Fact. Proyectada	Ingreso Real / Ing. Proyectados
2006 (4 meses)	111,7%	152,6%
2.007	75,7%	102,7%
2.008	121,5%	145,4%
2.009	82,5%	63,1%

En la información que se dispone de la facturación hasta may-10 se advierte que únicamente ingresó el 15.5% de los ingresos previstos inicialmente.

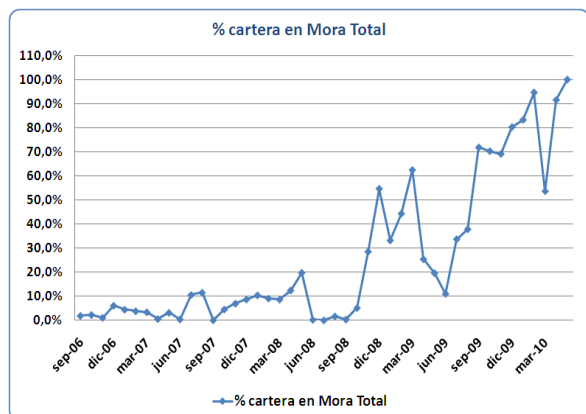
A la fecha no se ha presentado aún la actualización de la estructura financiera definitiva, sobre los flujos de caja disponibles para los años que aún quedan, hasta la redención total de la titularización, por lo que la comparación aún se basará en las proyecciones aprobadas para la calificación inicial.

En las proyección inicial se consideraron parámetros conservadores respecto de las cifras históricas, parámetros como en factor planta, el precio KWh en cada mercado, y el grado de recuperación, sin embargo, los drásticos cambios realizados en el modelo nacional del mercado eléctrico, están fuera del rango previsto y por ello se afecta no solo el nivel de facturación sino también la recuperación de los flujos titularizados.

Según las proyecciones financieras que se analizaron para la calificación inicial, el Proyecto presenta un indicador de cobertura del servicio de la deuda de 1.32 veces (x).

Con el cambio de las condiciones del modelo de gestión del mercado eléctrico mayorista, y especialmente desde Nov-08 los índices de recaudación real se reducen significativamente, y se incrementa el plazo de recaudación situación que desmejora los flujos de ingresos previstos. Por lo que la morosidad real es mucho mayor que la esperada, y con una tendencia creciente.

### Cartera en Mora:



Este comportamiento obedece a varios factores entre ellos al cambio en la contratación a contratos regulados, en los que se establecen los clientes a los que puede vender la energía, y a contratos en los que ya no tienen garantías para el pago oportuno de la facturación, y además se debe al cambio de la naturaleza jurídica de HIDRONACIÓN que ahora es parte de una empresa pública y como tal tiene un menor grado de prelación para el pago de sus facturas por la venta de energía, dentro del fideicomiso de las distribuidoras estatales que ahora son sus principales clientes.

### Cartera en Mora por períodos:

Fecha	Cartera en Mora TOTAL	% cartera en Mora Total
2006 (4 meses)	287	2,3%
2.007	1.216	5,0%
2.008	6.285	16,2%
2.009	12.201	46,5%
2010 (ene-May)	7.723	83,3%
Total	27.714	25,0%

Se debe mencionar sin embargo, que no se ha incluido el total de la facturación por el retraso mencionado anteriormente en el envío de la información a la Fiduciaria. Si se incluye la información total, los índices de cartera en mora se elevarán.

De la facturación por venta de energía contabilizada en el Fideicomiso hasta al 30 de Jun-2010 quedan pendientes de pago USD 24.181M, dentro de los cuales están los valores que se compensaron a la titularización, quedando aún pendientes de una definición sobre el valor exacto desde el 25 de agosto del 2006 al 31 de julio del 2008, que deberán ser devueltos al fideicomiso ya que pertenecían al Fideicomiso antes del Mandato 15.

No así los valores compensados con posterioridad que deberán ser dados de baja de la contabilidad del fideicomiso ya que estarían cumpliendo el Mandato en mención, legislación que está sobre lo establecido en el contrato del fideicomiso. Las compensaciones totales alcanzan a aproximadamente USD 14.392M.

### EGRESOS DE FIDEICOMISO

Los egresos asumidos por el Fideicomiso están de acuerdo con lo establecido en el contrato, que menciona, que para cubrir sus costos y gastos de funcionamiento, operación, y mantenimiento se entregue a HIDRONACIÓN la suma mensual correspondiente a lo que diga el Presupuesto Provisional aprobado por el Originador, debidamente aceptado, o lo que indique la consultoría de costos optimizados.

En este año los ingresos ya no fueron suficientes para cubrir, ni las primeras prelacones previstas en el fideicomiso, por lo que son los Otros ingresos, provenientes de la transferencia desde el fondo de reserva y posteriormente el aporte del Ministerio de Electricidad lo que permitió el pago oportuno a los inversionistas en este año.

Se debe recordar también que ya desde el primer pago de este año en el mes de enero los ingresos disponibles no fueron suficientes por lo que el pago a los inversionistas se lo realizó quedando pendiente la cancelación de cuentas a HIDRONACION por USD 3.555M, que no fue cancelado a Dic-09

A Jun-10 quedan pendientes de pago de las primeras prelacones USD 25M al Fideicomiso Multipropósito Baba, USD 39.6M al Fondo Rotativo de la Titularización. Tampoco ha sido cubierto el gasto de Operación y Mantenimiento de la CMLW por lo que el saldo pendiente de pago a Jun-10 por este concepto asciende a USD 11.423M aproximadamente.

Es decir hay un total de deuda correspondiente a las prelacones que originalmente eran prioritarias al pago a los inversionistas por USD 11.487, 18M que no han sido cubiertas por la falta de recuperaciones de la facturación.

### **Análisis del Flujo disponible para el pago a los inversionistas:**

Frente a la imposibilidad de que el flujo de ingresos provenientes de la venta de energía siga cumpliendo con las obligaciones a los inversionistas, y luego de que se utilizó parte de la garantía líquida que corresponde al Fondo de Reservas para el pago realizado en el mes de abril, el Estado asumió la obligación de cumplir con la obligación a los inversionistas en este año, de acuerdo como lo prevé el Mandato 15 que fuera emitido en Agosto del 2008.

El Ministerio de Electricidad y Energía renovable transfirió el 3 de Junio del 2010, USD 8.006M, con la instrucción de destinarlos a la provisión para el pago de los dividendos de Julio y Octubre de este año a los inversionistas y además para reponer la parte utilizada de la Garantía (Fondo de Reserva) y los pasivos del Fideicomiso de acuerdo al contrato del Fideicomiso.

**Es importante considerar, que si bien estos fondos han recuperado la capacidad de pago a los inversionistas en el corto plazo, sin embargo, se mantiene un alto nivel de incertidumbre sobre la continuidad de estos flujos para el futuro ya que no existe un compromiso directo y debidamente formalizado que comprometa a la transferencia oportuna para el resto del período que aún estarán en vigencia los títulos, ni se ha definido aún el**

compromiso de continuar con este proceso ya que no se ha procedido a la legalización de la reforma al contrato del Fideicomiso, tampoco se tiene una decisión definitiva sobre la alternativa que se adoptará para honrar esta deuda hasta su vencimiento.

Flujo del Fideicomiso	2007	2008	2009	2010
				Ene-Jun
Caja Inicial	246.498	1.149.442	2.569.664	2.564.408
<b>INGRESOS</b>				
Flujo proveniente de recaudación	23.939.363	32.889.347	17.549.625	2.536.428
INTERESES COBRADOS POR CTA CTE	6.212	18.241	6.995	-
INTERESES COBRADOS POR FONDO ROTA.	3.214	2.498	2.418	717
INTERESES COBRADOS DE INVERSIONES	468.961	772.617	553.928	74.008
Intereses ganados	478.386	793.356	563.341	74.725
<b>Otros Ingresos</b>	688.412	364.463	269.889	13.108.916
<b>Total Ingresos</b>	<b>25.106.161</b>	<b>34.047.166</b>	<b>18.382.855</b>	<b>15.720.070</b>
<b>EGRESOS</b>				
Fideicomiso Baba	150.000	150.000	137.500	50.000
Reposición Fondo Rotativo	97.879	88.660	87.455	41.876
Otros Gastos	3.250.433	3.479.412	219.063	77.927
Gastos de O&M y administrativos	6.691.387	7.947.900	12.541.808	611.353
<b>Total Egresos</b>	<b>10.189.700</b>	<b>11.665.972</b>	<b>12.985.827</b>	<b>781.155</b>
<b>Flujo Disponible pago a Inversionistas</b>	<b>14.916.461</b>	<b>22.381.194</b>	<b>5.397.029</b>	<b>14.938.914</b>
% Cobertura para el pago a los Inversionistas	136%	212%	51%	283%
Capital Pagado	4.241.117	4.682.080	5.168.561	2.781.946
Intereses Pagados	6.705.421	5.876.688	5.320.210	2.498.972
Total Pago a Inversionistas	10.946.539	10.558.768	10.488.771	5.280.918
Flujo después de inversionistas	3.969.923	11.822.426	-5.091.743	9.657.997
Retornos al Originador	3.034.459	9.940.371	-	-
Saldo Luego de restituciones	935.464	1.882.055	-5.091.743	9.657.997
Inversiones	46.835.795	26.556.896	10.621.931	9.801.413
Vencimiento inversiones	46.803.274	26.095.062	15.708.417	7.371.105
<b>Caja Final</b>	<b>1.149.442</b>	<b>2.569.664</b>	<b>2.564.408</b>	<b>9.792.096</b>

Como se observa en el cuadro del flujo de caja disponible para el pago a los inversionistas, los ingresos disponibles para el pago a los inversionistas desde el año anterior reducen su cobertura en forma drástica.

En cuadro anterior se presenta el resumen anual del flujo de caja del Fideicomiso, con los ingresos contemplan la recaudación y también los Otros Ingresos que incluyen la transferencia desde el Ministerio de Electricidad.

Como se mencionó en los párrafos anteriores los ingresos por recaudación se reducen drásticamente y se advierte claramente que es el aporte de Otros ingresos lo que permite el pago a los inversionistas.

Por otro lado la imposibilidad de cumplir con los gastos de operación y mantenimiento, hizo que se acumulen deudas en los pasivos, y en el flujo de caja para este rubro se reduce.

Los egresos según el orden de prelación, corresponden, en primer lugar, a los gastos del originador del fideicomiso Baba, a la reposición del fondo rotativo, y gastos de operación, mantenimiento y administrativos de la CMLW, luego de lo cual queda el Flujo Disponible para el pago a los inversionistas. Después del pago total del año a los inversionistas se establece la restitución del flujo sobrante al originador del Fideicomiso del Proyecto Baba.

Esta estructura de prelación fue alterada por efectos del Mandato 15 que prevé que la tarifa ya no contiene el componente de inversión, y por tanto este componente debe ser cubierto directamente por el Estado. Disposición que fue cumplida con el aporte desde el Ministerio de Electricidad y que permitió recuperar, de forma importante pero coyuntural, la cobertura para el pago a los inversionistas, a pesar de que no se hayan cumplido las prelación establecidas en el contrato original del fideicomiso.

Se advierte por tanto que esta situación se mantendrá mientras no se realice la reforma del contrato del fideicomiso y se defina de forma definitiva la forma en que se realizará el flujo de ingresos para el pago a los inversionistas hasta el plazo de vencimiento de los títulos emitidos. Por lo tanto, se mantiene una fuerte incertidumbre sobre la capacidad de pago a los inversionistas, ya que a pesar de la provisión existente para el pago a realizarse en Oct-10, el resto del período de vigencia de los títulos está desprotegido.

#### ▪ ESTRUCTURA DE TITULARIZACION

El monto total de la titularización es de USD 80.000M, estructurados en dos series de USD 40.000M.

SERIES	SERIE 1	SERIE 2
<b>Denominación:</b>	VTC-CMLW-SERIE1	VTC-CMLW-SERIE1
<b>Monto:</b>	USD 40 MM	USD 40MM
<b>Plazo:</b>	10.5 años	8 años
<b>Tasa de Interés Reajutable</b>	Trimestral	Trimestral
<b>Amortización y Pago de Interés:</b>	Trimestral	Trimestral
<b>Calificación de Riesgo:</b>	“AAA”	“AAA”

El valor total de bonos colocados es de USD 75.020M, el saldo adicional sobre lo calificado no se colocó y ya no hay posibilidad legal de hacerlo.

La deuda pendiente al 30 de Junio del 2010 es de USD 58.145M, de los cuales USD 35.139,6M corresponden a la Serie 1, y USD 23.005,6M a la Serie 2.

Posteriormente el 4 de Julio se canceló también el tercer pago de este año, luego de lo cual el saldo por amortizar es de USD 56.702M que tienen un plazo final de pago hasta 4 de abril del 2017.

#### Garantías de la Titularización:

En cuanto a las Garantías de la Titularización, las dos que se constituyeron en efectivo, es decir la que corresponde al Fondo de Reserva de la Titularización (USD 6.078,8M) que está dentro del Fideicomiso de Titularización y la Garantía de Riesgo Hidrológico (USD 6.999M) que está en el Fideicomiso Multipropósito Baba.

La primera garantía fue utilizada en el mes de abril para cubrir la cuota correspondiente a los inversionistas el 4 de abril del 2010, posteriormente el 3 de Junio del 2010, el Ministerio de Electricidad transfirió fondos por USD 8MM con los que se realizó la provisión para los pagos pendientes de este año y se repuso la parte correspondiente al Fondo de Reserva con lo cual volvió a su monto original.

La tercera garantía es la de CEDEGE, que establece que CEDEGE proveerá inmediatamente al fideicomiso Baba, a sola petición por escrito de Morgan & Morgan, Fiduciary & Trust Corporation S.A., Fiduciaria del Ecuador y de la Administradora de Fondos de Inversión Fideicomisos BG, en recursos líquidos libres y disponibles, de las sumas necesarias para cubrir la suma anual de USD 12.500M comprometiéndose el Fideicomiso Multipropósito Baba a transferir inmediata e íntegramente esa cantidad al Fideicomiso de Titularización.

Por lo que 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 fueron asumidos por la Secretaría Nacional del Agua. Sin embargo, no conocemos la respuesta de esta institución al pedido realizado por el Fideicomiso Baba en comunicaciones del 13 de Mayo del 2010.

Además, en enero del 2010 se crea la Corporación Eléctrica del Ecuador CELEC EP, con la transferencia de activos y pasivos de CELEC S.A. y de HIDRONACION.



Por lo que según la ley esta obligación debe ser asumida por la CELEC EP, sin embargo, esta garantía permitiría cubrir un riesgo de pérdida pero no una garantía de cumplimiento en tiempo y forma de las obligaciones a los obligacionistas en los términos pactados inicialmente.

Además, se espera la decisión de varios Ministerios sobre la situación definitiva que se asumirá sobre la continuación o no del Fideicomiso de Titularización, este proceso lleva ya dos años desde la expedición del Mandato en Agosto del 2008 y no hay aún definiciones claras que respalden la Titularización.

Por lo que se considera urgente que CELEC EP de prioridad a la definición de las condiciones en que se cumplirán las obligaciones con los inversionistas del fideicomiso, ya que en el Decreto N° 220 del 14 de enero del 2010, de creación de CELEC EP se establece que ésta subroga los pasivos y obligaciones de HIDRONACION S.A.

Al momento subsiste una alta incertidumbre de que provean los fondos necesarios para cumplir el pago a los inversionistas en tiempo y forma acordados en el contrato original de la titularización, hasta el plazo total de vencimiento de los títulos.

#### ▪ **ANALISIS ADMINISTRACION FIDUCIARIA**

La Administradora Fiduciaria es parte del Grupo Financiero del Banco de Guayaquil, que es uno de los Grupos financieros más grandes del país, que a su vez es su principal accionista con una participación del 99.999% de su capital accionario.

A Jun-10 el total de sus activos alcanza a USD 4.431M, con un Patrimonio Total de USD 2.797M y su capital social es de USD 2.275M. Las utilidades generadas alcanzan a USD 1.387M.

La Administradora de Fondos y Fideicomisos BG, cuenta con un personal calificado y con experiencia en las áreas de su competencia. Mantiene una estructura operativa adecuada que refleja la naturaleza de sus negocios y el área comercial del negocio Fiduciario es independiente de las demás áreas de negocios, así como de las áreas de control y de las áreas de operaciones.

La Administradora cuenta con infraestructura técnica y administrativa adecuada. Cuentan con sistemas tecnológicos adecuados que han sido implementados desde años atrás, el software que dispone les permiten gestionar adecuadamente los requerimientos del negocio.

#### ▪ **POSICIONAMIENTO DEL VALOR EN EL MERCADO, PRESENCIA BURSATIL, LIQUIDEZ DE LOS VALORES**

La emisión tuvo una buena aceptación en el mercado con la participación del Instituto de Seguridad Social y de Bancos de prestigio del país. Sin embargo, luego de los efectos suscitados por los cambios legales y sectoriales ocurridos posteriormente a la ejecución del Mandato 15, la baja de la calificación tiene un impacto negativo en los portafolios de los inversionistas, que han debido realizar provisiones por el mayor riesgo que representan. Al momento no conocemos si existe demanda de estos papeles en el mercado.

EMPRESA: FIDEICOMISO CHML	AUDITADO	AUDITADO	AUDITADO	Directo	AUDITADO	Directo
(\$ MILES)	dic-06	dic-07	dic-08	jun-09	dic-09	jun-10
<b>BALANCE GENERAL</b>						
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>14.824</b>	<b>16.013</b>	<b>20.301</b>	<b>26.850</b>	<b>28.214</b>	<b>41.389</b>
Fondos Disponibles	169	1.068	2.492	808	2.486	9.746
Inversiones temporales	10.876	10.913	11.228	8.807	6.212	3.653
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	3.700	4.016	6.398	17.047	19.364	27.930
Comerciales	3.700	4.016				27.890
Relacionadas	-	-				40
Otras cuentas por cobrar (sin costo)	78	-	157	159	122	29
Gastos pagados por anticipado	1	16	26	28	30	31
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>69.333</b>	<b>63.108</b>	<b>54.837</b>	<b>45.102</b>	<b>43.777</b>	<b>41.146</b>
Otros activos no corrientes DERECHOS DE COBRO (afecta al flujo oper	69.333	63.108	54.837	45.102	43.777	41.146
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>84.157</b>	<b>79.121</b>	<b>75.139</b>	<b>71.952</b>	<b>71.992</b>	<b>82.535</b>
<b>(\$ MILES)</b>	<b>dic-06</b>	<b>dic-07</b>	<b>dic-08</b>	<b>jun-09</b>	<b>dic-09</b>	<b>jun-10</b>
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>7.170</b>	<b>6.785</b>	<b>8.052</b>	<b>4.866</b>	<b>10.612</b>	<b>15.674</b>
Obiligaciones Financieras corto plazo (A+B)	4.238	4.682	5.169	2.648	5.707	2.925
Porción corriente deuda largo plazo con instituciones financieras	-	-	-	-	-	-
Porción corriente deuda largo plazo con mercado de valores	4.238	4.682	5.169	2.648	5.707	2.925
Porción corriente deuda comercial financiera de largo plazo	-	-	-	-	-	-
Porción corriente deuda financiera de largo plazo con terceros, relacionado	-	-	-	-	-	-
<b>Total porción corriente de deuda financiera a largo plazo (A)</b>	<b>4.238</b>	<b>4.682</b>	<b>5.169</b>	<b>2.648</b>	<b>5.707</b>	<b>2.925</b>
Proveedores (no generan gasto financiero)	991	528	1.530	929	3.656	11.569
Comerciales	-	-	-	-	-	-
Relacionadas Comerciales (Constit.: Baba, Hidronación y Fond. Rot)	991	528	1.530	929	3.656	11.569
Cuentas y Documentos por Pagar	-	-	-	-	-	-
Gastos acumulados por Pagar	1.709	1.575	1.353	1.288	1.249	1.180
Beneficios Sociales	-	-	-	-	-	-
Intereses por Pagar	1.693	1.575	1.353	1.288	1.249	1.180
<b>Pasivo de Largo Plazo</b>	<b>70.732</b>	<b>66.096</b>	<b>60.927</b>	<b>60.927</b>	<b>55.221</b>	<b>60.701</b>
Provisión para titularización	-	-	-	-	-	5.481
Deuda financiera de largo plazo	70.732	66.096	60.927	60.927	55.221	55.221
Deuda Instituciones financieras largo plazo	-	-	-	-	-	-
Deuda Mercado de Valores largo plazo	70.732	66.096	60.927	60.927	55.221	55.221
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>77.902</b>	<b>72.881</b>	<b>68.979</b>	<b>65.793</b>	<b>65.833</b>	<b>76.375</b>
<b>Total Patrimonio Accionistas</b>	<b>6.255.0</b>	<b>6.239</b>	<b>6.159</b>	<b>6.159</b>	<b>6.159</b>	<b>6.159</b>
<b>TOTAL PASIVO + PATRIMONIO</b>	<b>84.157,0</b>	<b>79.121</b>	<b>75.138</b>	<b>71.952</b>	<b>71.992</b>	<b>82.534</b>

					%	%
Fecha	Facturación Proyectada Total	FACTURACION REAL FIDEICOMISO	INGRESOS PROYECTADO S	RECAUDACION REAL	Facturación Real / Proy.	Recaudación Real /Proy.
ago-06		2.437		2.341		
sep-06	2.131	2.269	1.491	2.149	106,5%	144,1%
oct-06	2.179	2.550	1.525	2.411	117,1%	158,1%
nov-06	3.204	2.502	2.243	2.475	78,1%	110,4%
dic-06	3.578	2.633	2.504	2.472	73,6%	98,7%
ene-07	4.076	2.503	2.853	2.392	61,4%	83,8%
feb-07	3.485	1.992	2.440	1.917	57,2%	78,6%
mar-07	2.689	2.039	1.882	1.970	75,8%	104,7%
abr-07	1.995	1.540	1.396	1.532	77,2%	109,7%
may-07	2.005	1.824	1.404	1.768	91,0%	125,9%
jun-07	2.156	1.843	1.509	1.836	85,5%	121,7%
jul-07	2.172	2.044	1.520	1.828	94,1%	120,3%
ago-07	2.167	2.032	1.517	1.798	93,8%	118,5%
sep-07	2.131	1.835	1.491	1.834	86,1%	123,0%
oct-07	2.179	2.125	1.525	2.029	97,6%	133,0%
nov-07	3.204	1.906	2.243	1.773	59,5%	79,1%
dic-07	3.578	2.425	2.504	2.215	67,8%	88,5%
ene-08	4.076	2.261	2.853	2.025	55,5%	71,0%
feb-08	3.485	2.809	2.440	2.554	80,6%	104,7%
mar-08	2.689	5.152	1.882	4.708	191,6%	250,1%
abr-08	1.995	4.069	1.396	3.564	204,0%	255,2%
may-08	2.005	3.472	1.404	2.786	173,2%	198,5%
jun-08	2.156	2.308	1.509	2.303	107,1%	152,6%
jul-08	2.172	2.450	1.520	2.450	112,8%	161,1%
ago-08	2.167	2.711	1.517	2.666	125,1%	175,7%
sep-08	2.131	2.385	1.491	2.377	112,0%	159,4%
oct-08	2.179	2.409	1.525	2.285	110,6%	149,8%
nov-08	3.204	2.912	2.243	2.081	90,9%	92,8%
dic-08	3.578	5.755	2.504	2.610	160,9%	104,2%
ene-09	4.076	3.298	2.853	2.203	80,9%	77,2%
feb-09	3.485	2.865	2.440	1.595	82,2%	65,4%
mar-09	2.689	4.229	1.882	1.588	157,3%	84,4%
abr-09	1.995	1.911	1.396	1.425	95,8%	102,1%
may-09	2.005	1.838	1.404	1.477	91,7%	105,3%
jun-09	2.156	1.905	1.509	1.695	88,3%	112,3%
jul-09	2.172	1.932	1.520	1.281	88,9%	84,2%
ago-09	2.167	1.560	1.517	969	72,0%	63,9%
sep-09	2.131	2.276	1.491	641	106,8%	43,0%
oct-09	2.179	1.546	1.525	460	71,0%	30,2%
nov-09	3.204	1.415	2.243	437	44,2%	19,5%
dic-09	3.578	1.493	2.504	294	41,7%	11,7%
ene-10	4.076	1.532	2.853	256	37,6%	9,0%
feb-10	3.485	1.602	2.440	86	46,0%	3,5%
mar-10	2.689	2.233	1.882	1.034	83,1%	55,0%
abr-10	1.995	1.976	1.396	168	99,1%	12,0%
may-10	2.005	1.924	1.404	0	95,9%	0,0%
<b>Total del periodo Ago-06 a Jul-10</b>	<b>120.851</b>	<b>110.728</b>	<b>84.596</b>	<b>82.760</b>	<b>91,6%</b>	<b>97,8%</b>
Fecha	FACT. PROJ.	FACT. REAL	INGRESOS PROYECT.	RECAUD. REAL	% Cobro Proy.	% Cobro Real
2006 (5 meses)	11.091	12.391	7.764	11.848	70,0%	95,6%
2.007	31.837	24.109	22.286	22.892	70,0%	95,0%
2.008	31.837	38.694	22.286	32.408	70,0%	83,8%
2.009	31.837	26.268	22.286	14.066	70,0%	53,5%
2010 (ene-may)	14.251	9.268	9.976	1.545	70,0%	16,7%
<b>Total</b>	<b>120.851</b>	<b>110.728</b>	<b>84.596</b>	<b>82.760</b>	<b>70,0%</b>	<b>74,7%</b>

### Flujo disponible para el pago a los inversionistas en proyecciones originales:

COBERTURA PROYECTADA DE FLUJO DISPONIBLE PARA INVERSIONISTAS	2.007	2.008	2.009	% Real / Proy. 2008	% Real / Proy. 2009
<b>Ingresos Brutos</b>	22.285.604	22.285.604	22.285.604	152,8%	82,5%
<b>Egresos (Prelaciones):</b>					
Fideicomiso Baba	150.000	150.000	150.000		
Gastos del Fideicomiso de Titularización	180.000	180.000	180.000		
Otros Gastos (seguros y otros)					
Gastos O&M y Adm.	5.700.000	5.700.000	5.700.000	139,4%	220,0%
<b>Total Egresos antes de Pago a Inversionistas</b>	<b>6.030.000</b>	<b>6.030.000</b>	<b>6.030.000</b>	<b>193,5%</b>	<b>215,1%</b>
Gastos antes de Inversionistas / Ingr. Brutos	27%	27%	27%		
<b>Ingreso Disponible Pago de Inversionistas</b>	<b>16.255.604</b>	<b>16.255.604</b>	<b>16.255.604</b>	<b>137,7%</b>	<b>33,3%</b>
Capital Pagado					
Intereses Pagados					
<b>Total Pago a Inversionistas</b>	<b>12.500.000</b>	<b>12.500.000</b>	<b>12.500.000</b>		
<b>Flujo disponible / Pagos Inversionistas</b>	<b>130,0%</b>	<b>130,0%</b>	<b>130,0%</b>		
<b>Flujo después de Pago Inversionistas</b>	<b>3.755.604</b>	<b>3.755.604</b>	<b>3.755.604</b>		
Retornos al originador					
<b>Ingreso Disponible luego de restituciones</b>					
Inversiones de corto plazo					
Vencimiento de Inversiones					
<b>Caja Final</b>					

### Flujo Disponible para el pago a los inversionistas: Histórico

Flujo del Fideicomiso	2007	2008	2009	2010
				Ene-Jun
<b>Caja Inicial</b>	246.498	1.149.442	2.569.664	2.564.408
<b>INGRESOS</b>				
Flujo proveniente de recaudación	23.939.363	32.889.347	17.549.625	2.536.428
INTERESES COBRADOS POR CTA CTE	6.212	18.241	6.995	-
INTERESES COBRADOS POR FONDO ROTA.	3.214	2.498	2.418	717
INTERESES COBRADOS DE INVERSIONES	468.961	772.617	553.928	74.008
Intereses ganados	478.386	793.356	563.341	74.725
<b>Otros Ingresos</b>	688.412	364.463	269.889	13.108.916
<b>Total Ingresos</b>	<b>25.106.161</b>	<b>34.047.166</b>	<b>18.382.855</b>	<b>15.720.070</b>
<b>EGRESOS</b>				
Fideicomiso Baba	150.000	150.000	137.500	50.000
Reposición Fondo Rotativo	97.879	88.660	87.455	41.876
Otros Gastos	3.250.433	3.479.412	219.063	77.927
Gastos de O&M y administrativos	6.691.387	7.947.900	12.541.808	611.353
<b>Total Egresos</b>	<b>10.189.700</b>	<b>11.665.972</b>	<b>12.985.827</b>	<b>781.155</b>
<b>Flujo Disponible pago a Inversionistas</b>	<b>14.916.461</b>	<b>22.381.194</b>	<b>5.397.029</b>	<b>14.938.914</b>
<b>% Cobertura para el pago a los Inversionistas</b>	<b>136%</b>	<b>212%</b>	<b>51%</b>	<b>283%</b>
Capital Pagado	4.241.117	4.682.080	5.168.561	2.781.946
Intereses Pagados	6.705.421	5.876.688	5.320.210	2.498.972
<b>Total Pago a Inversionistas</b>	<b>10.946.539</b>	<b>10.558.768</b>	<b>10.488.771</b>	<b>5.280.918</b>
<b>Flujo después de inversionistas</b>	<b>3.969.923</b>	<b>11.822.426</b>	<b>-5.091.743</b>	<b>9.657.997</b>
Retornos al Originador	3.034.459	9.940.371	-	-
Saldo Luego de restituciones	935.464	1.882.055	-5.091.743	9.657.997
Inversiones	46.835.795	26.556.896	10.621.931	9.801.413
Vencimiento inversiones	46.803.274	26.095.062	15.708.417	7.371.105
<b>Caja Final</b>	<b>1.149.442</b>	<b>2.569.664</b>	<b>2.564.408</b>	<b>9.792.096</b>