



Décimo Seguimiento
Titularización de Flujos
Futuros

**Central Marcel Laniado de
Wind**

Calificación

Tipo de Instrumento	Calificación Anterior	Calificación Actual	Fecha de cambio
Titularización	B	C en Observación	12-abr-10

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACION

El Comité de BankWatch Ratings S.A. con base en la información financiera presentada del Fideicomiso de Titularización al 31 de Diciembre del 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.

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 CELEC EP
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

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 con base en el cual se estructuró la titularización.

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.

FECHA COMITE: Enero 2011

ESTADOS FINANCIEROS A: Dic-2010



Además según disposición del Mandato 15 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, en este año han sido fondos provenientes de la Garantía del Fideicomiso (Fondo de Reserva) y 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 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 cubrieron el pago a los inversionistas en ese año, y al mismo tiempo restablecieron 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, y no existe un compromiso legal 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. Este es el caso de la situación de este año 2011 en el que se ha debido utilizar nuevamente el Fondo de Reserva para el pago de la primera cuota de pago a los inversionistas.

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 generadoras como 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.

Análisis del Sector:

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 en distribución que si bien se han reducido en los últimos años ubicándose 17.5% en el 2009 (que llegaron hasta el 32% en años anteriores) aún son niveles altos de ineficiencia, 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, pero son dependientes de las disponibilidades fiscales cuyas restricciones podrían limitar la ejecución de la planificación.

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 que al ser ahora una empresa pública generadora hidroeléctrica tiene una de los últimos grados de prelación para el pago de su facturación.

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.

Al momento el Gobierno acumula deudas con el sector y la generación propia del mismo no es suficiente para cubrir sus necesidades, debido tanto a las ineficiencias históricas, muchas de las cuales permanecen también en parte por la falta de mayores niveles de inversión que se necesitan para superarlas, como es el caso de los niveles de pérdidas.

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, 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. De la información analizada se han acumulado cuentas por pagar a Hidronación, esta deuda a Dic-10 alcanza a USD 9.267M. Las demás prelacións tampoco han sido cumplidas en tiempo y forma.

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. La generación propia del mismo no es suficiente para cubrir sus necesidades, debido a la baja recaudación que mantiene, la que se explica por las ineficiencias en las distribuidoras que ahora son sus únicos clientes.

Los recursos de la facturación han disminuido considerablemente con el correspondiente incremento de facturación no recaudada, 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	5.847	47,2%
2.007	31.837	24.109	22.286	23.939	99,3%
2.008	31.837	38.694	22.286	32.889	85,0%
2.009	31.837	26.268	22.286	17.550	66,8%
2.010	31.837	18.350	22.286	6.215	33,9%
Total	129.427	140.944	96.906	96.440	79,4%

La facturación se reduce drásticamente debido tanto a la reducción de los precios de energía como también las fallas en el proceso ya que no se envían oportunamente los registros a Hidronación y a la Fiduciaria, por lo que observamos que la facturación no alcanzó a los niveles proyectados.

Igual que en los seguimientos anteriores se observa que la recaudación se redujo desde el 2009, y desmejora aún más en el 2010, con las cifras disponibles a Dic-10.

La recaudación se ve deteriorada 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 el año 2010 alcanza únicamente el 33.9%, situación que no ha permitido ni siquiera cubrir las primeras prelacións previstas, es decir los gastos de operación y mantenimiento de la Central ni los costos de seguros de forma oportuna.

	Fact. Real / Fact. Proyectada	Ingreso Real / Ing. Proyectados
2006 (4 meses)		
2.007	111,7%	75,3%
2.008	75,7%	107,4%
2.009	121,5%	147,6%
2.010	82,5%	78,7%
2.010	57,6%	27,9%
Total	86,5%	89,2%

En la información que se dispone de la facturación hasta Dic-10 se advierte que únicamente ingresó el 27.9% 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 basa en las proyecciones aprobadas para la calificación inicial.

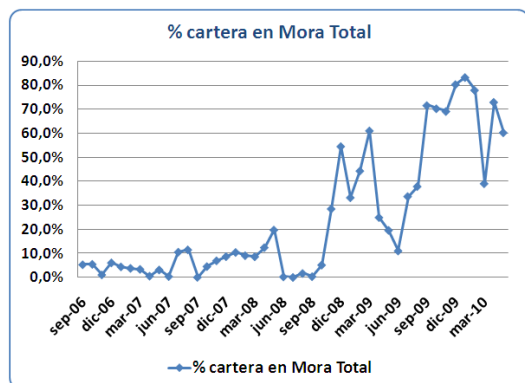
En las proyección inicial se consideraron parámetros conservadores respecto de las cifras históricas, parámetros como en factor planta, el precio KWh en cada mercado, y el grado de recuperación, sin

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 también al cambio en el proceso de 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.

Con este cambio se extinguió un mecanismo importante de mitigación de riesgos, dada la falta de eficiencia existente en las distribuidoras estatales, si bien se gestiona a nivel sectorial un mejoramiento paulatino de este factor, se dejó sin protección al flujo titularizado que ahora mantiene un bajísimo nivel de recaudación.

Cartera en Mora por períodos:

Fecha	Facturación	Cobrado por Factura a la fecha del	Facturación no cobrada	% cartera en Mora Total
2006 (5 meses)	12.391	11.848	542	4,4%
2.007	24.109	22.892	1.216	5,0%
2.008	38.694	32.416	6.277	16,2%
2.009	26.268	14.140	12.127	46,2%
2.010	18.350	5.258	13.093	71,3%
Total	119.811	86.555	33.256	27,8%

De la facturación por venta de energía contabilizada en el Fideicomiso hasta al 31 de Dic-2010 quedan pendientes de pago USD 31.724M, 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 realizados por el Fideicomiso en este año se limitan a lo que dispone la legislación vigente, es decir que los ingresos de facturación se destinen únicamente a cubrir los costos de operación y mantenimiento de la Central Marcel Laniado.

Sin embargo, los ingresos ya no fueron suficientes para cubrir, ni las primeras prelacións previstas en el fideicomiso, quedando pendiente la cancelación de cuentas a HIDRONACION por USD 9.267M, que no fue cancelado a Dic-10 y también USD 107M a las prelacións primera y tercera.

Pago a los inversionistas durante el 2010 en el mes de enero se realizó con recursos del Fondo de Reserva, para los siguientes dos pagos de capital e intereses se recibió una transferencia del Ministerio de Electricidad. Sin embargo, no existe una resolución formal o definitiva sobre la posición que se asumirá para el pago futuro oportuno a los inversionistas, no existió un nuevo aporte y la Fiduciaria ha utilizado nuevamente el Fondo de reserva, que fuera restituido también con dicha transferencia, para el pago a los inversionistas del 4 de enero de este año. Se mantiene un alto nivel de incertidumbre sobre la decisión que asumirá el Estado para el cumplimiento de estas obligaciones.

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 de que se utilizara parte del fondo de reserva de la titularización, el Ministerio de Electricidad y Energía renovable transfirió el 3 de Junio del 2010, USD 8.006M para la restitución del fondo de reserva y para el pago de dos cuotas de capital e intereses del año 2010, lo que es concordante con lo previsto en el Mandato 15 que fuera emitido en Agosto del 2008.

Sin embargo, para el pago de la primera cuota de este año 2011 nuevamente se ha debido utilizar el fondo de reserva de la titularización frente a la falta del aporte oportuno para cubrir los pagos a los inversionistas por parte del Estado, lo que confirma la alta incertidumbre sobre el cumplimiento en tiempo y forma de las obligaciones de la titularización con los inversionistas, **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, no se ha procedido a la legalización de la reforma al contrato del Fideicomiso, y 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
Caja Inicial	246.498	1.149.442	2.569.664	2.564.408
INGRESOS				
Flujo proveniente de recaudación	23.939.363	32.889.347	17.549.625	6.217.238
INTERESES COBRADOS POR CTA CTE	6.212	18.241	6.995	-
INTERESES COBRADOS POR FONDO ROTA.	3.214	2.498	2.418	1.301
INTERESES COBRADOS DE INVERSIONES	468.961	772.617	553.928	115.488
Intereses ganados	478.386	793.356	563.341	116.789
Otros Ingresos	688.412	364.463	269.889	13.221.861
Total Ingresos	25.106.161	34.047.166	18.382.855	19.555.887
EGRESOS				
Fideicomiso Baba	150.000	150.000	137.500	50.000
Reposición Fondo Rotativo	97.879	88.660	87.455	95.802
Otros Gastos	3.250.433	3.479.412	219.063	104.238
Gastos de O&M y administrativos	6.691.387	7.947.900	12.541.808	5.943.965
Total Egresos	10.189.700	11.665.972	12.985.827	6.194.004
Flujo Disponible pago a Inversionistas:	14.916.461	22.381.194	5.397.029	13.361.883
% Cobertura para el pago a los Inversionistas	136%	212%	51%	126%
Capital Pagado	4.241.117	4.682.080	5.168.561	5.706.567
Intereses Pagados	6.705.421	5.876.688	5.320.210	4.883.245
Total Pago a Inversionistas	10.946.539	10.558.768	10.488.771	10.589.813
Flujo después de inversionistas	3.969.923	11.822.426	-5.091.743	2.772.070
Retornos al Originador	3.034.459	9.940.371	-	-
Saldo Luego de restituciones	935.464	1.882.055	-5.091.743	2.772.070
Inversiones	46.835.795	26.556.896	10.621.931	18.875.335
Vencimiento Inversiones	46.803.274	26.095.062	15.708.417	13.759.847
Caja Final	1.149.442	2.569.664	2.564.408	220.990

Con cifras preliminares del mes de Dic-10

Como se observa en el cuadro del flujo de caja disponible para el pago a los inversionistas contiene aportes de Otros ingresos que son la fuente principal para el pago de los títulos, entre los que están los USD

8MM transferidos por el Estado para el pago a los inversionistas, sin los cuales no es posible el cumplimiento del pago a los inversionistas, además se advierte que se utilizó liquidez del año anterior para cubrir los cuatro pagos trimestrales de capital e intereses. Por tanto, como ocurrió en el Ene-11, no se tuvo la disponibilidad de recursos para el siguiente pago del año 2011 debiéndose utilizar nuevamente las reservas del fideicomiso.

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

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 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
Denominación:	VTC-CMLW-SERIE1	VTC-CMLW-SERIE1
Monto Inicial:	USD 40 MM	USD 40MM
Saldo Actual:	USD 34,3 MM	USD 20,9MM
Plazo:	10.5 años	8 años
Fecha Vencimiento:	4-abr-17	14-oct-14
Tasa de Interés Reajutable	Trimestral	Trimestral
Amortización Capital y Pago de Interés:	Trimestral	Trimestral
Calificación de Riesgo:	"C" Observ.	"C" Observ.

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 31 de diciembre del 2010 es de USD 55.221M, de los cuales USD 34.3M corresponden a la Serie 1, y USD 20.9M a la Serie 2.

Posteriormente el 4 de Enero del 2011 se canceló también el tercer pago de este año, luego de lo cual el saldo por amortizar es de USD 53.7M 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 que sirvieron para restituir la parte correspondiente al Fondo de Reserva con lo cual volvió a su monto original. A la fecha del informe la Fiduciaria informó que se utilizó nuevamente recursos de este fondo por lo que quedan únicamente USD 3.684M., este saldo cubre únicamente una cuota completa de capital e intereses (USD2.66M).

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 y medio 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 dé 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.

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.

Cuenta también con infraestructura técnica y administrativa adecuada y 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 BURSÁTIL, 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	AUDITADO	Directo	Directo
(\$ MILES)	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	jun-10	dic-10
BALANCE GENERAL						
Total Activo Corriente	14.824	16.013	20.301	28.214	41.389	39.929
Fondos Disponibles	169	1.068	2.492	2.486	9.746	142
Inversiones temporales	10.876	10.913	11.228	6.212	3.653	6.371
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	3.700	4.016	6.398	19.364	27.930	33.299
Otras cuentas por cobrar (sin costo)	78	-	157	122	29	86
Gastos pagados por anticipado	1	16	26	30	31	32
Total Activo No Corriente	69.333	63.108	54.837	43.777	41.146	32.213
Otros activos no corrientes DERECHOS DE COBRO (afecta al flujo oper	69.333	63.108	54.837	43.777	41.146	32.213
ACTIVOS TOTALES	84.157	79.121	75.139	71.992	82.535	72.143
(\$ MILES)	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	jun-10	dic-10
Total Pasivo Corriente	7.170	6.785	8.052	10.612	15.674	16.891
Obiligaciones Financieras corto plazo (A+B)	4.238	4.682	5.169	5.707	2.925	6.299
Porción corriente deuda largo plazo con instituciones financieras	-	-	-	-	-	-
Porción corriente deuda largo plazo con mercado de valores	4.238	4.682	5.169	5.707	2.925	6.299
Porción corriente deuda comercial financiera de largo plazo	-	-	-	-	-	-
Proveedores (no generan gasto financiero)	991	528	1.530	3.656	11.569	9.457
Relacionadas Comerciales (Constit.: Baba, Hidronación y Fond. Rot) y a	991	528	1.530	3.656	11.569	9.457
Gastos acumulados por Pagar	1.709	1.575	1.353	1.249	1.180	1.135
Intereses por Pagar	1.693	1.575	1.353	1.249	1.180	1.135
Pasivo de Largo Plazo	70.732	66.096	60.927	55.221	60.701	49.093
Provisión para titularización	-	-	-	-	5.481	172
Deuda financiera de largo plazo	70.732	66.096	60.927	55.221	55.221	48.921
Deuda Instituciones financieras largo plazo	-	-	-	-	-	-
Deuda Mercado de Valores largo plazo	70.732	66.096	60.927	55.221	55.221	48.921
Deuda comercial financiera largo plazo	-	-	-	-	-	-
PASIVOS TOTALES	77.902	72.881	68.979	65.833	76.375	65.984
Total Patrimonio Accionistas	6.255,0	6.239	6.159	6.159	6.159	6.159
Aporte Inicial	80,0	80,0	80	80	80	80
Fondo de Reserva para el Servicio de la deuda	6.175,0	6.159	6.079	6.079	6.079	6.079
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	84.157,0	79.121	75.138	71.992	82.534	72.143