



## XI 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 Mayo del 2011, 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:

<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)

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

Sonia Rodas  
[sonia.rodas@bankwatchratings.com](mailto:sonia.rodas@bankwatchratings.com)

### Perfil de la Empresa:

La Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind (CMLW) es la cuarta Central Hidroeléctrica del Ecuador en importancia por su volumen de producción neta 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. En Enero del 2010 se constituyó la empresa pública Corporación Eléctrica del Ecuador CELEC EP, que absorbió a Hidronación que hoy es una Unidad de Negocios de CELEC. El contrato con base en el cual se estructuró la titularización no contempla las condiciones actuales del Sector Eléctrico, y no ha sido actualizado aún.

**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.

Hasta el momento los pagos se han realizado oportunamente a los inversionistas, y se ha confirmado la voluntad de pago de esta obligación. Pero consideramos que la cobertura que se tiene es únicamente de corto plazo es incierta en el plazo total 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 directo legal de parte del Estado de que se proveerá de forma oportuna los recursos para cumplir con las obligaciones a los

**FECHA COMITE: Julio 2011**

**ESTADOS FINANCIEROS A: 31-May-2011**



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 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.

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 también la ruptura legal y operativa del esquema por el cual se traspasaba al Fideicomiso de Titularización el flujo recaudado correspondiente al derecho de cobro generado por la venta de energía de la Central Marcel Laniado.

Se advierte una recaudación directa de CELEC matriz que si bien entrega los fondos directamente a la Unidad de Negocios Hidronación para los costos y gastos de operación mantenimiento de la Central Marcel Laniado, no lo hace a través del fideicomiso sino directamente, por lo que hay diferencias entre las cuentas en mora según las cifras del Fideicomiso y las que mantiene CELEC EP como cuentas por cobrar de Hidronación y la morosidad estaría sobredimensionada.

El flujo se ha visto mermado adicionalmente por otros factores entre los que están el recorte del precio de venta de la energía, compensaciones y reliquidaciones aplicadas al flujo de ingresos del fideicomiso, y el retraso en la recuperación de la facturación.

Luego de tres años desde la expedición del Mandato 15 del Sector Eléctrico, no se ha definido un mecanismo definitivo para cubrir lo adeudado a los inversionistas de la titularización.

Para poder honrar los pagos se ha utilizado en algunos casos el Fondo de Reserva que mantiene el

Fideicomiso, y en otros se los ha realizado gracias a recursos provenientes de CELEC EP.

Actualmente, CELEC ha solicitado al Consejo Nacional de Electricidad (CONELEC) que se incluya en la tarifa de HIDRONACION el valor correspondiente para el pago de intereses y capital a los inversionistas, y se espera respuesta hasta fin de Jul-11. CELEC EP ha expresado mediante una comunicación a la Fiduciaria, su compromiso de transferir al Fideicomiso lo necesario para el pago a los inversionistas mientras que se resuelva dicha solicitud, y ha repuesto también lo tomado del Fondo de Reserva que a la fecha está completo y representa 2.33 dividendos de las series en circulación.

Si bien se reconoce la disposición de CELEC de honrar los pagos a los inversionistas de esta titularización, no existe al momento una estructura legal clara que permita sostener que esta situación se mantendrá durante todo el plazo de vigencia de la titularización.

### **Análisis del Sector:**

Luego de la vigencia de nueve años de un modelo del sector eléctrico, en el año 2008 se emprendió una reestructuración total del sector al amparo de la nueva constitución y del Mandato 15.

El modelo anterior planteó la división de las diferentes actividades del sector en empresas con régimen privado, pero con capital del sector público, con la finalidad hipotética de impulsar un proceso de privatización de las diferentes participantes del sector. Pretendía buscar nuevos capitales privados que estimulen las nuevas inversiones en el sector y alcancen un incremento fuerte de la generación, mejoren sus condiciones deficitarias en la atención de la demanda creciente de energía e impulsen procesos de eficiencia y mejora tecnológica.

Sin embargo, la inestabilidad de los gobiernos y la crisis económica en que entró el país por la crisis financiera no permitieron cumplir los objetivos del proceso emprendido y empeoraron las condiciones del sector, generándose niveles muy altos de ineficiencia, corrupción, creciendo rápidamente el déficit de generación. Las medidas adoptadas para dar la cobertura a la demanda fue la contratación de generación térmica y posteriormente la importación de energía especialmente desde Colombia.

La ineficiencia del sector, en la fase de distribución, llevó entre otras cosas a que se generen niveles de pérdidas de energía de aproximadamente el 32% en promedio nacional, existiendo diferencias marcadas entre las diferentes empresas que en algunos casos llegan hasta el 40%, que para ser superadas necesitan niveles importantes de inversión además de mantener

una gestión de controles más técnicos que eleven también los niveles de facturación y recaudación.

En el nuevo modelo previsto en el Mandato 15, se establecen lineamientos para una serie de cambios que pretenden mejorar el manejo del Sector Eléctrico e incrementar la generación con una planificación definida de inversiones en los próximos 10 años, que mantienen una importante dependencia de las disponibilidades fiscales, cuyas restricciones podrían limitar la ejecución de la planificación, si no se logra completar el financiamiento de los diferentes proyectos.

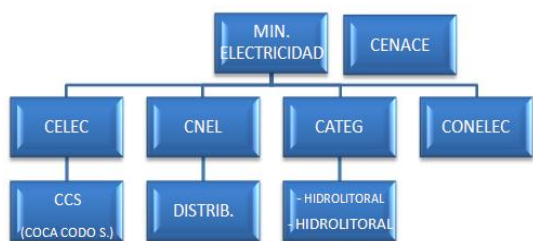
Las regulaciones actuales cambian la estructura del sector y también el modelo de gestión del mercado eléctrico mayorista. La nueva estructura recupera para el Estado la función de planificación y control del sector eléctrico que ha sido clasificado como sector estratégico para el país.

La estructura del sector tiene al Ministerio de Electricidad, como la institución que dirige y controla la política del sector eléctrico y se encarga también de la gestión de proyectos.

El manejo administrador técnico y comercial del mercado mayorista lo realiza el CENACE (Centro Nacional de Control de Energía).

El CONELEC es el ente regulador del sector, que elabora su planificación y controla la ejecución de los planes previstos, fija las tarifas y las propone al Presidente para su aprobación.

**ESTRUCTURA DEL SECTOR ELECTRICO:**



CELEC: bajo la estrategia de una transición gradual hacia una gerencia pública del sector, el 13 de enero de 2009 se fusionaron las empresas de generación: ELECTROGUAYAS S.A., HIDROAGOYAN S.A., HIDROPAUTE S.A., TERMOESMERALDAS S.A., TERMOPICHINCHA S.A. y una de transmisión, TRANSELECTRIC S.A, constituyéndose la CORPORACIÓN ELECTRICA DEL ECUADOR CELEC S.A. Las empresas absorbidas se convierten en Unidades de Negocio de la Corporación.

El 14 de Enero de 2010 mediante Decreto Ejecutivo N° 220 CELEC se transforma en Empresa Pública Estratégica bajo el nombre de Corporación Eléctrica del Ecuador CELEC EP a la vez que absorbe a HIDRONACION convirtiéndola también en Unidad de Negocio.

Actualmente la visión de CELEC EP es, es la empresa pública líder del mercado constituyéndose en el eje vertical de la generación y transmisión de electricidad del país. A futuro se espera consolidar también la fase de distribución, cuando se concrete la fusión con CNEL S.A. y otras empresas de distribución.

CELEC EP aportó en el año 2010 el 60.01% de la energía total producida en el país, tanto en sus unidades de generación hidroeléctricas como térmicas; el resto de generadoras nacionales del sistema aportaron el 35% y las importaciones representaron un 5% de la generación total utilizada en el país.

En cuanto a la comercialización luego del Mandato 15 el 100% de la energía se la realiza por medio de contratos regulados y con las empresas distribuidoras en forma proporcional a su demanda mensual.

Según los reportes de CELEC EP la energía liquidada por el CENACE representó el 58.24% de las ventas en dólares del mercado total.

HIDRONACION representa el 4.42% del total de energía neta producida en el año 2010. Sin embargo, por la diferencia de tarifas entre energía hidráulica y térmica, sus ventas en dólares representan el 3.46% del total de ventas de energía liquidada por el CENACE en el 2010.

Como se ha analizado en seguimientos anteriores, con la aplicación del nuevo modelo el sector eléctrico, se cambiaron las variables sobre las cuales se estructuró la titularización, y por tanto se rompieron los vínculos del flujo titularizado con la obligación de pago a los inversionistas.

Los derechos de cobro que se transfirieron al fideicomiso sufrieron tácitamente una modificación, ya que la tarifa contiene únicamente el valor que repone los costos de operación y mantenimiento de la generadora, por lo que ahora no son la fuente de pago directa a los inversionistas. En el Mandato 15 se ordena la separación del componente de inversión, que ya no se cobra a través 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.

Esta disposición se ha cumplido y en este año y medio, los pagos a los inversionistas han sido cubiertos hasta el momento con desembolsos directos de la CELEC EP, con recursos de su presupuesto.

La obligación ha sido asumida en los hechos por CELEC EP, de acuerdo con las disposiciones legales contenidas en el Mandato 15 y en la creación de la CELEC EP. Sin embargo, si bien se ha manifestado en comunicaciones de CELEC EP la voluntad de continuar cumpliendo la obligación, aún no existe un contrato directo debidamente legalizado que fije las condiciones de pago y de la deuda asumida en tiempo y forma, que constituya una garantía de su fiel cumplimiento.

Por otro lado, si bien los flujos no provienen actualmente de la recuperación de la cartera, es necesario señalar que los cambios originados en el sector han significado un fuerte deterioro en la recuperación de ingresos del fideicomiso.

Entre los factores ya analizados en los seguimientos anteriores uno de los más importantes es el orden de prelación que tiene HIDRONACION por ser una empresa pública generadora hidroeléctrica tiene una de los últimos grados de prelación para el pago de su facturación (7mo y 8vo entre 10 prioridades).

En estos dos años luego de la aplicación del Mandato 15 se mantiene la brecha financiera 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.

Se mantiene un alto grado de ineficiencia especialmente en las generadoras por lo que los flujos recuperados, con las tarifas reguladas con precios que no cubren esas ineficiencias no son suficientes para la recuperación total de los costos.

Esto ha ocasionado que el Gobierno acumule 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, la relación de los flujos con el pago a los inversionistas y por tanto el 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 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 o de CELEC EP y en definitiva del Presupuesto del Estado.

El flujo de facturación, sin embargo, debería cubrir el flujo de gastos de operación y mantenimiento de Central Marcel Laniado. De la información analizada se han acumulado cuentas por pagar a Hidronación, esta deuda a May-11 alcanza a USD 10.959M. Las demás prelações 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 se han producido de manera lenta, situación que afectó también la aplicación completa del Mandato 15, y por tanto el funcionamiento del Modelo previsto en dicho Mandato.

De las cifras que proporciona el Fideicomiso, la generación propia de HIDRONACION no es suficiente para cubrir sus necesidades, debido a la baja recaudación que mantiene.

La facturación en el año 2010 representó el 63.5% de lo esperado, debido tanto a la reducción de la tarifa para contratos regulados como a la desaparición de las ventas en el mercado ocasional. En lo que va del año 2011 la facturación real es el 58.2% de lo esperado.

La mayor incidencia se da en los recursos cobrados de la facturación han disminuido considerablemente y paralelamente incrementa la facturación no recaudada, impidiendo que se realicen los desembolsos a Hidronación, 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	20.225	22.286	6.215	30,7%
2011 (ene-may)	14.251	8.294	9.976	2.569	31,0%
Total	152.688	129.980	106.881	89.010	68,5%

Fuente: Fiduciaria BG y CELEC H

Igual que en los seguimientos anteriores se observa que la recaudación se redujo desde el 2009, y desmejora aún más en el 2010, situación que se mantiene con las cifras a May-11.

La recaudación en el año 2010 alcanza únicamente el 30.7% de la facturación del año, y en lo que va del

2011 el porcentaje es ligeramente mayor (31%). Los bajos niveles de recaudo no han permitido siquiera cubrir las primeras prelacones 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)	111,7%	75,3%
2.007	75,7%	107,4%
2.008	121,5%	147,6%
2.009	82,5%	78,7%
2.010	63,5%	27,9%
2011 (ene-may)	58,2%	25,8%
Total	85,1%	83,3%

En el cuadro anterior se puede observar las diferencias existentes entre las cifras reales y proyectadas tanto de facturación como de ingresos reales. En los cinco meses del 2011 los ingresos reales son únicamente el 25% de los ingresos previstos inicialmente.

Sin embargo, se debe señalar que la recaudación de HIDRONACION no está reflejada totalmente en las cifras del fideicomiso ya que CELEC EP matriz es ahora la que factura y recauda los ingresos en forma consolidada con las demás generadoras de su propiedad, y éstos son repartidos a las unidades de negocios como HIDRONACION de acuerdo con los presupuestos aprobados para cada año, en los que están los recursos para el pago a los inversionistas y los fondos necesarios para cubrir los costos y gastos de operación y mantenimiento de la CHMLW, como lo han realizado en el año 2011.

A la fecha no se ha presentado aún la actualización de la proyección de los flujos de caja disponibles para el pago del monto vigente de la titularización, por lo que la comparación aún se basa en las proyecciones de 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 que ingresan al Fideicomiso se reducen significativamente, y se incrementa el plazo de recaudación, situación que desmejora los flujos de ingresos previstos.

### 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, CELEC EP ha restituido el fondo de reserva de la titularización que fuera utilizado en el mes de Ene-11, y ha transferido los valores correspondientes para los pagos de capital e intereses a los inversionistas en Abr-11 y Jul-11.

Se mantiene la 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 de la vigencia los títulos.**

Si bien se manifiesta la voluntad de continuar con el 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	2011
					Ene-May
Caja Inicial	246.498	1.149.442	2.569.664	2.564.408	220.990
INGRESOS					
Flujo proveniente de recaudación	23.939.363	32.889.347	17.549.625	6.217.238	2.569.402
INTERESES COBRADOS POR CTA CTE	6.212	18.241	6.995	-	-
INTERESES COBRADOS POR FONDO ROTA.	3.214	2.498	2.418	1.301	549
INTERESES COBRADOS DE INVERSIONES	468.961	772.617	553.928	115.488	103.516
Intereses ganados	478.386	793.356	563.341	116.789	104.065
Otros Ingresos (Aportes Min.)	688.412	364.463	269.889	13.221.861	4.448.198
<b>Total Ingresos</b>	<b>25.106.161</b>	<b>34.047.166</b>	<b>18.382.855</b>	<b>19.555.887</b>	<b>7.121.664</b>
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	18.618
Gastos de O&M y administrativos	6.691.387	7.947.900	12.541.808	5.943.965	2.401.837
<b>Total Egresos</b>	<b>10.189.700</b>	<b>11.665.972</b>	<b>12.985.827</b>	<b>6.194.004</b>	<b>2.420.454</b>
<b>Flujo Disponible pago a Inversionistas</b>	<b>14.916.461</b>	<b>22.381.194</b>	<b>5.397.029</b>	<b>13.361.883</b>	<b>4.701.210</b>
% Cobertura para el pago a los Inversionistas	136%	212%	51%	126%	88%
Capital Pagado	4.241.117	4.682.080	5.168.561	5.706.567	3.070.370
Intereses Pagados	6.705.421	5.876.688	5.320.210	4.883.245	2.263.707
Total Pago a Inversionistas	10.946.539	10.558.768	10.488.771	10.589.813	5.334.077
Flujo después de inversionistas	3.969.923	11.822.426	-5.091.743	2.772.070	-632.867
Retornos al Originador	3.034.459	9.940.371	-	-	-
Saldo Luego de restituciones	935.464	1.882.055	-5.091.743	2.772.070	-632.867
Inversiones	46.835.795	26.556.896	10.621.931	18.875.335	5.775.607
Vencimiento Inversiones	46.803.274	26.095.062	15.708.417	13.759.847	6.561.619
<b>Caja Final</b>	<b>1.149.442</b>	<b>2.569.664</b>	<b>2.564.408</b>	<b>220.990</b>	<b>374.334</b>

Con cifras directas del mes de May-11.

Como se observa en el cuadro del flujo de caja, los recursos disponibles para el pago a los inversionistas

proviene básicamente de Otros ingresos, hasta May-11 el Fideicomiso recibe USD 4.448M por parte de CELEC EP para el pago a los inversionistas y las primeras dos de tres cuotas que reponen el Fondo de Reserva. En el mes de Jun-11 se completó la reposición del Fondo de Reserva y adicionalmente se aportó los recursos para el pago de la cuota de capital y de intereses del 4 de Julio.

La recaudación que ingresa al Fideicomiso es mínima y entre Ene-11 y May-11 alcanzó USD 2.569M que fueron transferidos a HIDRONACION para sus gastos de operación y mantenimiento, que son mayores a este monto, por lo que la deuda contabilizada en el Fideicomiso por esta razón es de USD 11.146M.

El orden de prelación establece que se paguen, en este orden, los gastos del originador del fideicomiso Baba, la reposición del fondo rotativo, y gastos de operación, mantenimiento y administrativos de la CMLW; siendo el remanente el que se considera como 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.

Luego de la constitución de CELEC EP y la absorción de HIDRONACION, los flujos generados están a cargo de la matriz, y la distribución de fondos a las diferentes unidades de negocio se realiza de acuerdo con el presupuesto aprobado para el año. Por esta razón la Unidad de Negocio HIDRONACION, ha recibido fondos para la operación, mantenimiento y reposición directamente de la Matriz.

Celec Hidronación ha solicitado al CONELEC que se incluya en su tarifa de energía, el valor necesario para el pago de intereses y capital a los inversionistas, con lo cual se restauraría el flujo titularizado.

Sin embargo hasta tanto continuará la situación actual, los flujos no llegan al fideicomiso y los pagos a los inversionistas se realizan con aportes directos desde CELEC matriz. Por lo tanto, se mantiene una fuerte incertidumbre sobre la capacidad de pago del Fideicomiso a los inversionistas.

## 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 33.4 MM	USD 18,7MM
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 mayo del 2011 es de USD 52.150M, de los cuales USD 33.412M corresponden a la Serie 1, y USD 18.738M a la Serie 2.

Posteriormente el 4 de Julio del 2011 se canceló también el tercer pago de este año, luego de lo cual el saldo por amortizar es de USD 49.471M 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, existen dos constituidas en efectivo: 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 nuevamente en para cubrir la cuota correspondiente a los inversionistas el 4 de enero. Posteriormente en los meses de Abril, Mayo, y Junio CELEC- HIDRONACION 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 el Fondo de Reserva es de USD 6.250M, monto que cubre 2.33 cuotas a los inversionistas.

La tercera garantía es la que establece que CEDEGE proveerá inmediatamente al fideicomiso Baba, a sola petición por escrito de Morgan & Morgan, 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.

Luego de la fusión por absorción de CEDEGE 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 se conoce la respuesta de esta institución al pedido realizado ya por el Fideicomiso Baba en comunicaciones del 13 de Mayo del 2010.

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.

Al momento CELEC EP ha asumido el pago de las obligaciones de la titularización para con los inversionistas, hasta que el CONELEC apruebe una nueva tarifa para la energía de HIDRONACION en la que se incluya los rubros para el pago del capital e intereses a los inversionistas del Fideicomiso de Titularización cuyos fondos financiaron parte de la inversión del Proyecto Baba.

Pero subsiste una alta incertidumbre de que se cumpla 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, ya que no se ha reformado el contrato del fideicomiso ni se han fijado las condiciones futuras que tendrá el flujo de recursos al fideicomiso.

#### ▪ **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 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	AUDITADO	Directo	Directo	Directo
(\$ MILES)	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	jun-10	dic-10	may-11
<b>BALANCE GENERAL</b>							
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>14.824</b>	<b>16.013</b>	<b>20.301</b>	<b>28.214</b>	<b>41.389</b>	<b>39.929</b>	<b>46.860</b>
Fondos Disponibles	169	1.068	2.492	2.486	9.746	142	313
Inversiones temporales	10.876	10.913	11.228	6.212	3.653	6.371	5.567
Cuentas por Cobrar Comerciales netas	3.700	4.016	6.398	19.364	27.930	33.299	40.917
Comerciales	3.700	4.016			27.890	33.292	40.892
Relacionadas	-	-			40	6	25
(-) Provisión acumulada Cuentas Incobrables	-	-	-	-	-	-	-
Inventarios Neto	-	-	-	-	-	-	-
Saldo bruto Inventarios	-	-	-	-	-	-	-
(-) Provisión acumulada para Obsolescencia	-	-	-	-	-	-	-
Otras cuentas por cobrar (sin costo)	78	-	157	122	29	86	30
Gastos pagados por anticipado	1	16	26	30	31	32	32
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>69.333</b>	<b>63.108</b>	<b>54.837</b>	<b>43.777</b>	<b>41.146</b>	<b>32.213</b>	<b>22.664</b>
Otros activos no corrientes DERECHOS DE COBRO (afecta al flujo oper	69.333	63.108	54.837	43.777	41.146	32.213	22.664
<b>ACTIVOS TOTALES</b>	<b>84.157</b>	<b>79.121</b>	<b>75.139</b>	<b>71.992</b>	<b>82.535</b>	<b>72.143</b>	<b>69.523</b>
<b>(\$ MILES)</b>	<b>dic-06</b>	<b>dic-07</b>	<b>dic-08</b>	<b>dic-09</b>	<b>jun-10</b>	<b>dic-10</b>	<b>may-11</b>
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>7.170</b>	<b>6.785</b>	<b>8.052</b>	<b>10.612</b>	<b>15.674</b>	<b>16.891</b>	<b>15.159</b>
Obligaciones Financieras corto plazo (A+B)	4.238	4.682	5.169	5.707	2.925	6.299	3.229
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	3.229
Porción corriente deuda comercial financiera de largo plazo	-	-	-	-	-	-	-
Proveedores (no generan gasto financiero)	991	528	1.530	3.656	11.569	9.457	11.231
Relacionadas Comerciales (Constit. Baba, Hidronación y Fond. Rot) y a	991	528	1.530	3.656	11.569	9.457	11.231
Gastos acumulados por Pagar	1.709	1.575	1.353	1.249	1.180	1.135	699
Intereses por Pagar	1.693	1.575	1.353	1.249	1.180	1.135	699
<b>Pasivo de Largo Plazo</b>	<b>70.732</b>	<b>66.096</b>	<b>60.927</b>	<b>55.221</b>	<b>60.701</b>	<b>49.093</b>	<b>48.921</b>
Provisión para titularización	-	-	-	-	5.481	172	-
Saldo inicial	-	-	-	-	-	-	-
Provisión del año (Valor Positivo)	-	-	-	-	5.481	172	-
(-) Pagos a ex empleados	-	-	-	-	-	-	-
Saldo Final	-	-	-	-	5.481	172	-
Deuda financiera de largo plazo	70.732	66.096	60.927	55.221	55.221	48.921	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	48.921
Deuda comercial financiera largo plazo	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVOS TOTALES</b>	<b>77.902</b>	<b>72.881</b>	<b>68.979</b>	<b>65.833</b>	<b>76.375</b>	<b>65.984</b>	<b>64.080</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>5.443</b>
Aporte Inicial	80,0	80,0	80	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	5.363
<b>TOTAL PASIVO + PATRIMONIO</b>	<b>84.157,0</b>	<b>79.121</b>	<b>75.138</b>	<b>71.992</b>	<b>82.534</b>	<b>72.143</b>	<b>69.523</b>
<b>SALDO TOTAL DE LA TITULARIZACION</b>	<b>74.970</b>	<b>70.778</b>	<b>66.096</b>	<b>60.927</b>	<b>58.145</b>	<b>55.221</b>	<b>52.150</b>