



Ecuador  
VALORES VTC-PRONACA  
Octavo Seguimiento

## FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS- PRONACA

### Calificación

Serie	Calif. Anterior	Calif. Actual	Último Cambio
A	Cancelada en dic-2011		
B	AAA	AAA	--

### Características de la Emisión

CARACTERÍSTICAS TÍTULOS Serie B	
Monto Emisión Autorizado (USD)	Hasta 20 MM
Monto Emitido (USD)	20.000.000
Saldo Insoluto	5.000.000
Fecha Emisión	12-dic-08
plazo (días)	1.530
Fecha Vencimiento	12-mar-13
Periodicidad pago interés	Trimestral
Periodicidad pago capital	Ver tabla**
tasa de reajuste	LIBOR*+3.75%
Forma de cálculo intereses	360/360

\* Tasa LIBOR 3 meses publicada por Bloomberg.  
Reajuste trimestral.

\*\* Ver en informe inicial de calificación disponible en  
[www.bankwatchratings.com](http://www.bankwatchratings.com).

### Contrapartes Relevantes

**Originador:** Procesadora Nacional de Alimentos C.A.  
PRONACA.

**Fiduciaria:** Administradora de Fondos y Fideicomisos  
Profundados S.A.

**Agente Pagador:** Produbanco.

**Estructurador Financiero:** Produvalores S.A.

**Estructurador Legal:** Profilegal Cía. Ltda.

### Contactos

Carlos Ordóñez (593 2) 2922-426 ext. 105  
cordonez@bwratings.com

Guisela Salgado (593 2) 2922-426 ext. 106  
gsalgado@bwratings.com

María Sol Merino (593 2) 2922-426 ext. 112  
mmerino@bwratings.com

### RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El comité de calificación de Bankwatch Ratings, ha decidido mantener a la calificación de la serie B que emitió el Fideicomiso de Titularización de Flujos-Pronaca, en "AAA", la que de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores, "corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión".

La calificación emitida es una calificación en escala local, que indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito de la transacción.

Esta calificación se fundamenta en el análisis de la probabilidad de negocio en marcha del Originador; en la holgada cobertura de los flujos recaudados a los que el Fideicomiso tiene derecho frente a las obligaciones con los inversionistas; y en la estructura de la titularización, que a nuestro criterio protege al inversionista con la prelación sobre el derecho de cobro titularizado. El análisis también considera el peso de las titularizaciones vigentes en el pasivo total de PRONACA, que es moderadamente bajo.

Considerando que la generación de los flujos del Fideicomiso para el pago a los inversionistas depende del Originador y su comportamiento, esta calificación se soporta en el análisis de la capacidad de pago y desempeño como negocio en marcha de PRONACA. En consecuencia, la calificación de la probabilidad de negocio en marcha de la Empresa y de los derechos de cobro titularizados, es consistente con la calificación otorgada a esta estructura.

La cobertura de los flujos respecto de los dividendos por pagar protege al inversionista de algunos factores como las fluctuaciones en la generación de los flujos recaudados, la calidad crediticia de los clientes y la volatilidad de las tasas de interés. Dicha cobertura revela tendencia al alza, en forma consistente con el crecimiento de ventas de la Empresa.

**FECHA COMITE: Octubre 30, 2012**

**ESTADOS FINANCIEROS A: Agosto 31, 2012**

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado. La información de este reporte es propiedad de BankWatch Ratings y podrá ser reproducida únicamente con indicación de la fuente.



La estructura de esta titularización otorga a los inversionistas prelación de pago frente al resto de acreedores del Originador, respecto a los flujos que generen sus ventas en el futuro. La transacción mitiga el riesgo de “voluntad de pago” del Originador y desvío de fondos. La mayor parte de las recaudaciones de los derechos de cobro transferidos, son acreditados directamente por dos “clientes seleccionados” a la cuenta del Fideicomiso. Esta cuenta es manejada exclusivamente por el Agente de Manejo. El compromiso de acreditación directa se ha formalizado a través de la instrucción irrevocable impartida por el Originador a los dos clientes seleccionados, quienes han aceptado su cumplimiento.

En agosto-2012 el saldo insoluto de las dos titularizaciones de flujos futuros originadas por Pronaca es de USD 49.33MM, valor que representa 18.6% del pasivo total del Originador. Este porcentaje se considera moderadamente bajo, permitiendo reconocer en la calificación de la presente titularización la prelación que tiene sobre otras obligaciones generales del Originador.

Contamos con una opinión legal positiva de nuestros abogados en cuanto a la legalidad y forma de transferencia de los derechos de cobro.

Desde julio-2012, la Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A. no pertenece al Grupo Financiero Producción, sin embargo de lo cual se espera que los cambios de sus paquetes accionarios no influyan en la adecuada gestión del Fideicomiso.

#### ▪ **ENTORNO ECONÓMICO**

Ver anexo 1

#### ▪ **PRESENTACIÓN DE CUENTAS**

El presente análisis se ha realizado con base en la siguiente información y documentación:

- Informe del Fideicomiso de Titularización de Flujos – PRONACA a diciembre-2011, sobre la auditoría de Deloitte & Touche a los estados financieros, con una opinión limpia sobre su razonable presentación de las cifras, expresadas de acuerdo a las normas NIIF. Estados financieros interinos no auditados con corte de agosto-2012, elaborados bajo NIIF.
- Información financiera suplementaria auditada del Fideicomiso de Titularización de Flujos PRONACA a diciembre-2011. Información complementaria sobre: el activo subyacente, pasivo y patrimonio, y demás datos considerados relevantes para el análisis de la capacidad de pago de las clases emitidas a agosto-2012.
- Informes de PRONACA a diciembre-2011, sobre la auditoría de la firma Deloitte & Touche a los estados financieros, con una opinión limpia sobre la razonable presentación de las cifras, expresadas de

acuerdo a las normas NIIF. Estados financieros interinos no auditados de la empresa bajo normas NIIF, por el periodo de enero a agosto-2012, documentación remitida y proyecciones de la administración.

#### **HECHOS RELEVANTES**

##### **Venta de Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A.**

La Junta Bancaria dispuso que las instituciones del sistema financiero privado, sus directores principales y suplentes, así como sus principales accionistas, enajenen obligatoriamente, hasta el 12 de julio de 2012, las acciones y participaciones que mantuvieron en compañías o sociedades mercantiles ajenas al sector financiero, con presencia o actividad en el mercado ecuatoriano. Las compañías de seguros, casas de valores, administradoras de fondos y fideicomisos, entre otras empresas no financieras, que formaban parte de un grupo financiero no vendidas hasta esa fecha, se transfirieron irreversiblemente al fideicomiso administrado por la Corporación Financiera Nacional, para su administración y venta.

Las acciones de Produfondos se han negociado dentro del plazo, a un grupo presidido por el economista José Samaniego Ponce, que fungía de Gerente General de Produfondos. La dirección ejecutiva, las principales gerencias y la mayoría de ejecutivos y empleados de Produfondos se mantienen luego del traspaso, así como el aplicativo tecnológico, los procesos y controles. Se espera que la gestión de los fideicomisos que maneja la administradora de fondos y fideicomisos no se vea afectada negativamente por este cambio.

#### **EVOLUCIÓN DE LA TITULARIZACIÓN**

##### **Títulos Emitidos**

El Fideicomiso Titularización de Flujos PRONACA se inscribió en el Registro de Mercado de Valores el 1/dic/2008, inició la colocación de los valores de la serie A y B, a través del mercado bursátil el 12/dic/2008, y completó el proceso el 18/jun/2009. El valor total de la emisión es de USD 35MM.

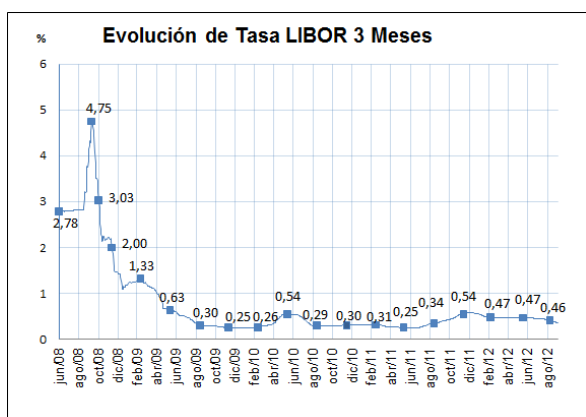
El 12/dic/2011 el Fideicomiso realizó el pago del último dividendo trimestral de la serie A, con lo cual esta serie se encuentra cancelada. Con respecto a la serie B, hasta la fecha de corte de este informe se habían pagado 14 dividendos trimestrales, habiéndose amortizado el 75% del capital invertido. Se indica como hecho subsecuente que el 12 de septiembre se paga el dividendo número 15 de la serie B, quedando por amortizar un capital de USD 2.5MM, que vence el 12/mar/13.

El cupón de interés de la serie B vigente se reajusta trimestralmente en función de la tasa LIBOR de 3



meses, más un margen de 3.75%. La tasa LIBOR de 3 meses se mantiene por debajo de lo proyectado en la calificación inicial (4.50%), lo que beneficia al Fideicomiso al generar menor gasto de interés. La tasa de cupón de la serie B vigente para el pago del dividendo de septiembre de 2012 es de 4.2179%, en función de una tasa LIBOR de 3 meses de 0.4679%.

A continuación se muestra un gráfico de la evolución de la tasa LIBOR de 3 meses.



Fuente: Bloomberg  
Elaboración: Bankwatch Ratings

La Fiduciaria realiza un seguimiento de las causales de redención anticipada y retención de flujos establecidas en el contrato del Fideicomiso. Durante la titularización de flujos de PRONACA, no se ha presentado una causal para declarar la redención anticipada, ni la retención de flujos.

En agosto-2012 el indicador de endeudamiento se encuentra en un nivel de 0.87, por lo que se estaría cumpliendo el resguardo establecido como máximo, de 1.35. La rendición de cuentas del Administrador Fiduciario al 31 de julio del 2012, no establece excepciones respecto al cumplimiento del indicador de endeudamiento.

### Fondos Disponibles e Inversiones

Con corte al 31/ago/12, el Fideicomiso mantiene recursos líquidos por USD 3.525M, de los cuales, USD 2.628M se encuentran depositados en cuentas a la vista en Produbanco y USD 882M están invertidos en depósitos a plazo en Banco Bolivariano de Panamá, con vencimiento el 25/feb/13.

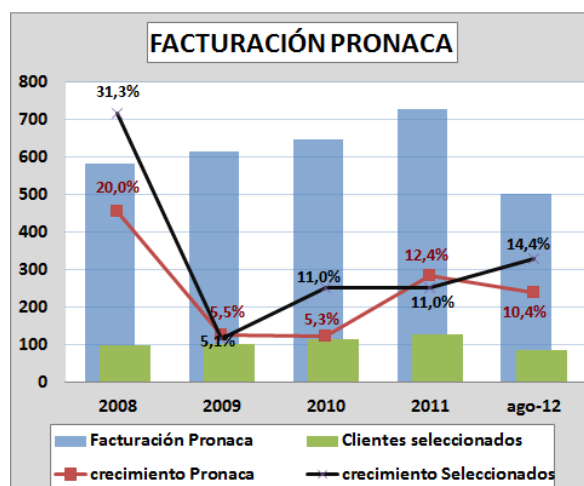
Estos recursos se mantienen principalmente para cumplir con la provisión para el próximo dividendo de la serie B (USD 2.5MM) y el mantenimiento del depósito en garantía (USD 638M).

### Evolución de los Flujos y Coberturas

La primera fuente de pago de las obligaciones asumidas por el Fideicomiso con los inversionistas son los flujos recaudados por el derecho de cobro futuro que se genere sobre “clientes seleccionados”, conformados por importantes autoservicios, que en su

conjunto representan alrededor del 17% de las ventas de la empresa.

Estas empresas son participantes importantes dentro de los segmentos en los que se desenvuelven y han mantenido una relación comercial de varios años con PRONACA. En el gráfico siguiente se puede apreciar la evolución de estos clientes en relación a las ventas totales de la Compañía.



\* La facturación es sin IVA y bruta de descuentos por retenciones en la fuente, notas de crédito y otros.

Fuente: Pronaca y Fideicomiso. Elaboración: Bankwatch Ratings

Corporación Favorita (Supermaxi) continúa siendo el contribuyente más importante del grupo, aportando con 63% de las ventas de los clientes seleccionados y 10.7% de las ventas totales de PRONACA. Esta concentración se mitiga por la franquicia de “La Favorita”, el tiempo de relación comercial con PRONACA y por el hecho que el derecho de cobro sobre los demás clientes del Originador se transferirá al Fideicomiso automáticamente, de ser necesario.

En los tres años de vigencia de la primera titularización, las ventas han mantenido una tendencia creciente. El crecimiento acumulado de las ventas de los clientes seleccionados es cercano a 33.7%, lo cual ha fortalecido la estructura en el tiempo.

El crecimiento en las ventas a los clientes seleccionados entre agosto-2011 y agosto-2012 es de 14.4%, porcentaje superior al crecimiento de las ventas totales de PRONACA de 10.4%. Dentro de los clientes seleccionados, el único autoservicio que reduce sus ventas es Magda Espinosa (-48.1%), mas en cuantías que no son materiales para la titularización, porque su participación dentro del grupo es de 0.61%. Las ventas de este autoservicio muestran tendencia decreciente desde el 2010.

Las ventas a los “clientes seleccionados” muestran estacionalidad, registrando mayores ventas en el segundo semestre de cada año, especialmente en diciembre. Esta volatilidad se encuentra mitigada por los niveles holgados de cobertura existentes.



La recaudación de las ventas a los “clientes seleccionados” se realiza de acuerdo a la política de crédito de PRONACA, que es de uno a dos meses. Adicionalmente, se generan diferencias por los descuentos por diferencias de precio y/o peso, devoluciones de mercadería, y rebajas por volumen y/o promociones.

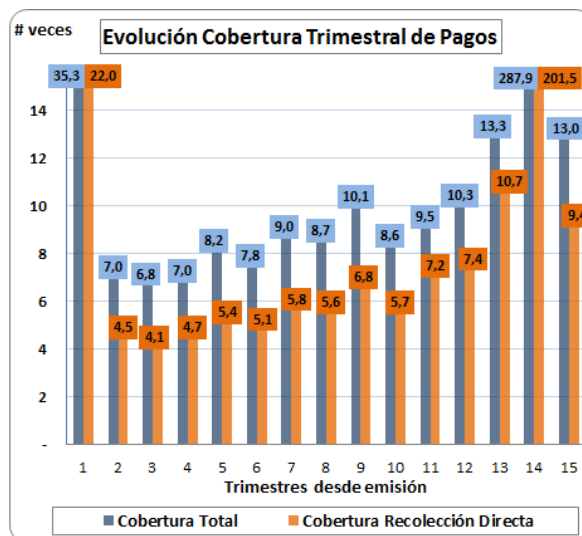
Desde inicios de la titularización, La Favorita realiza el pago de sus facturas directamente al Fideicomiso. A partir de mayo-2011 lo hace también Mega Santa María. Los demás clientes seleccionados tienen a Pronaca como agente recaudador. Alrededor de 70.5% del derecho de cobro titularizado ingresa de forma directa al Fideicomiso, a través de ambos clientes.

El Originador se demoraba en promedio dos semanas en transferir al Fideicomiso los recursos recaudados, incumpliendo lo establecido en la escritura (máximo 3 días hábiles). De marzo a agosto de 2012, se registran 8 periodos en que se transfieren flujos en plazos menores a 10 días, 10 periodos en plazos entre 10 y 20 días, y 1 periodo con un plazo de 25 días. Los esfuerzos por disminuir los tiempos siguen sin alcanzar el cumplimiento del compromiso.

El hecho de que la Favorita y Mega Santa María realicen el pago de sus compras directamente en la cuenta del Fideicomiso, elimina el riesgo de desvío de estos flujos, y permite que el cumplimiento de la prelación legal existente que mantiene el Fideicomiso respecto a los mismos no dependa de la voluntad del Originador. Esta es una de las características que soporta el hecho de que se otorgue a esta titularización una calificación de riesgo superior a la de las obligaciones generales del Originador.

Los flujos recaudados cubren holgadamente los requerimientos de provisiones para el pago de los dividendos actuales y la cobertura se mantiene holgada frente a los niveles proyectados en la calificación inicial.

En el gráfico consta la evolución de la cobertura del Fideicomiso, la cual se calcula como la razón entre: **a)** los flujos recaudados trimestralmente por el Fideicomiso desde la fecha de emisión de los valores hasta la fecha de corte; y **b)** el dividendo trimestral de las dos series emitidas, asumiendo en todos los períodos la colocación total de los valores y una tasa LIBOR de 3 meses de 4.50%. Cabe indicar que actualmente la tasa de reajuste se encuentra en niveles históricamente bajos (Libor de 3 meses para reajuste de dividendo de septiembre es de 0.4679%).



Considera colocación total USD 35MM, tasa LIBOR a 3meses (4.50%) todo periodo.  
 Nota: Recolección directa corresponde a depósitos directos de La Favorita y Santa María en la cuenta del Fideicomiso.  
 Fuente: PRONACA, Fideicomiso, Bloomberg.  
 Elaboración: Bankwatch Ratings

El flujo recolectado directamente por el Fideicomiso cubre holgadamente los dividendos trimestrales de la emisión, mostrando una tendencia a incrementarse, gracias al crecimiento de la facturación a los clientes titularizados. En el trimestre 14 se aprecian coberturas extraordinariamente altas, porque la serie B únicamente amortiza capital en forma semestral y por lo tanto en dicho trimestre solamente se pagó el cupón de interés.

El contrato del fideicomiso de titularización establece que el derecho de cobro de otros clientes del Originador podría pasar al Fideicomiso, en caso de requerirlo y de cumplirse las condiciones suspensivas indicadas en el mismo.

### Evolución de Gastos del Fideicomiso

Los gastos operacionales del Fideicomiso son pagados con cargo a un fondo rotativo que inicia con USD 10,000 y que debe ser repuesto con los flujos recaudados.

Los gastos operacionales se han mantenido dentro de los niveles esperados, los cuales no son materiales frente a los flujos que ingresan al Fideicomiso.

### PRONACA (Originador)

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

En nuestro criterio el riesgo de continuidad del negocio de la Empresa y de los flujos titularizados es consistente con la calificación otorgada a los valores



que conforman la titularización de flujos futuros que se analiza en este estudio.

La prelación que otorgan las estructuras de las dos titularizaciones vigentes a los inversionistas, y la baja proporción de estas emisiones en el pasivo total del Originador (18.6% en agosto-2012), les da mayor fortaleza frente a las obligaciones generales del Originador, lo cual es reconocido en la calificación otorgada a esta titularización de flujos futuros. Las operaciones de titularización de PRONACA tienen como fin reestructurar deuda.

La calificación de continuidad del negocio considera el posicionamiento de las marcas de PRONACA y la compañía como tal en el mercado ecuatoriano, así como, la participación e importancia de la compañía en la economía del País.

PRONACA está considerada como una empresa líder en el sector alimenticio, la primera empleadora del país, y entre las de mayor volumen en ventas a nivel nacional.

La administración de PRONACA está conducida por profesionales cuya trayectoria técnica, comercial y de manejo ha sido adquirida dentro del Grupo, además está consolidada por la experiencia de los accionistas y directores externos.

Esta compañía es la cabeza del grupo económico de igual nombre, que reúne a empresas cuyos fines son la producción y comercialización de alimentos con o sin valor agregado.

La mayoría de las actividades productivas y comerciales del grupo se encuentran en el Ecuador, pero también mantienen actividades de producción y comercialización de productos de valor agregado en Colombia. Asimismo, está presente en Costa Rica, a través de alianzas productivas y de comercialización de palmito.

El portafolio de productos está moderadamente diversificado. La mayoría de los mercados en los que se encuentran están en etapa de madurez.

Todas las líneas tienen una sensibilidad moderada a la variación del precio, competencia y comportamiento de las materias primas nacionales e internacionales. Esta situación es en parte mitigada por su condición de líderes en varios de sus productos.

La comercialización de los productos en Ecuador se realiza a través de una amplia fuerza comercial y logística conformada por 1.100 colaboradores directos que atienden cerca de 53.000 clientes, entre tiendas, autoservicios y distribuidores externos asociados, en todo el País.

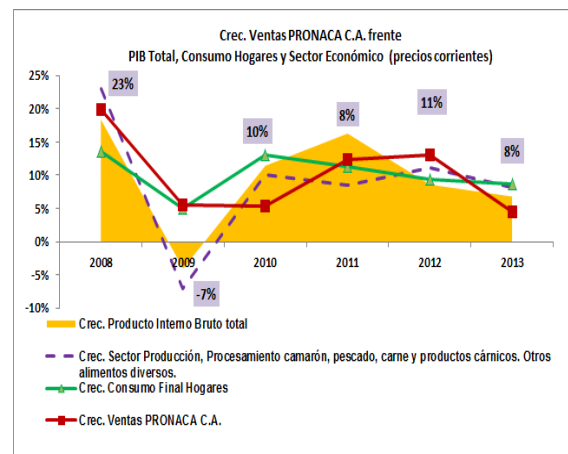
La compañía obtiene estabilidad en la producción, en la calidad y el costo de sus principales materias primas (maíz, arroz), mediante el programa

denominado proveedores agrícolas integrados, el cual promueve la productividad de pequeños agricultores mediante asistencia técnica, insumos, financiamiento y un negocio seguro. El 33% del porcentaje de proveedores locales se sustenta en este programa.

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

Las políticas sobre endeudamiento y el aumento de los resultados operativos fortalecen la liquidez de la compañía. La perspectiva de corto plazo es positiva, considerando el fortalecimiento del margen bruto de ventas, y el control en la estructura de gastos que logran y que planifican sostener.

### RIESGO DE LA INDUSTRIA



Pronaca C.A. es una industria manufacturera correspondiente al segmento de producción, procesamiento y conservación de camarón, pescado, carne y productos cárnicos, y productos alimenticios diversos, cuya demanda se relaciona de manera directa con el desarrollo del PIB nacional y el consumo de los hogares. Frente al PIB total este sub segmento de las industrias manufactureras significa el 3% del PIB total.

En 2011 el crecimiento del sub segmento en análisis fue cercano al 11.4% del consumo de los hogares. Las previsiones del BCE para 2012 y 2013 oscilan entre crecimiento y disminución, en el primer caso debido al aumento de los precios y por la fortaleza de la demanda doméstica, elementos que no se mantendrán en el 2013. En el 2013 se llevará a cabo un nuevo proceso electoral que provoca incertidumbre en el sector real y limita las inversiones del sector público.

El sub segmento de alimentos en análisis tiene una competencia importante proveniente de empresas locales y de micro empresarios.



La producción del segmento incorpora productos de primera necesidad, no obstante, varios de estos son sensibles al precio (demanda elástica) por tener productos sustitutos.

La variedad e innovación de productos y presentaciones y la diversificación de mercados objetivos, son diferenciadores fundamentales para mitigar el riesgo de competencia y de precios.

Pronaca C.A., mantiene crecimientos que están en línea con su segmento, con tasas similares o superiores a éste, gracias a la diversidad y valor agregado de sus productos, así como por su gestión comercial.

La producción del sector en general depende de materias primas agrícolas, cuyos precios desde el 2007 presentan una tendencia al alza principalmente a nivel internacional; en menor medida en el ámbito local. La perspectiva en el mediano plazo es que el incremento en los precios de las materias se mantenga en niveles más estables.

Entre los mecanismos que el sector utiliza para mitigar el riesgo de abastecimiento de materias primas y los efectos de sus precios en el desempeño de su gestión están entre otros, mantener relaciones con proveedores locales e internacionales, lo que les permite proveerse de insumos en las condiciones más favorables dependiendo de las circunstancias en un momento dado. También suelen constituir relaciones con proveedores nacionales asociados con quienes se genera un vínculo de fidelidad. Adicionalmente, se utilizan instrumentos financieros para reducir la volatilidad de los precios.

▪ **ADMINISTRADORA DE FONDOS Y  
FIDEICOMISOS PRODUFONDOS S.A.  
(AGENTE DE MANEJO)**

La Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos actúa como agente de manejo de la presente titularización. Produfondos se constituyó mediante escritura pública otorgada el 4 de marzo de 1994, ante la Notaría Décimo Octava del cantón Quito, inscrita en el Registro Mercantil del mismo cantón el 29 de marzo del mismo año, bajo la denominación social de Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A., con un plazo de duración de 50 años.

La empresa fue autorizada para operar como administradora de fondos y fideicomisos por parte de las Superintendencias de Compañías, mediante Resolución No. 94.1.8.AF.005 del julio 1ro. de 1994.

Mediante Resolución SCQ.IMV.02.006 de octubre 18 del 2002, Produfondos es autorizada para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización por parte de la Superintendencia de Compañías.

En julio-2012, Produbanco da cumplimiento a las reformas a la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, dadas por la Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado, vendiendo la Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A. Los nuevos accionistas son un grupo presidido por el economista José Samaniego Ponce, que fuera Gerente General de Produfondos, el Estudio Jurídico Gonzalo Córdova Abg., ingeniero Xavier Velasco Pimentel, ingeniero Carlos Solano de la Sala, y doctor Farith Simon Campaña.

Produfondos mantendrá al personal técnico, lo que permite una administración con experiencia. Con respecto a su infraestructura tecnológica, seguirá utilizando el sistema fiduciario GESTOR, especializado en la administración de fideicomisos, fondos de inversión, de pensiones, titularización y activos de carteras, bajo estructura parametrizable.

Consideramos que Produfondos posee la capacidad técnica y experiencia para desempeñar en forma adecuada la función de Administradora del Fideicomiso. Se conoce que tiene experiencia en la administración de al menos seis titularizaciones de flujos, sustentando su experticia en este tipo de transacciones.

**ESTRUCTURA DE TITULARIZACIÓN**

Hemos recibido una opinión legal positiva respecto a la validez legal y vigencia del patrimonio autónomo y a la transferencia efectiva de propiedad sobre el derecho de cobro titularizado hacia el Fideicomiso.

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

Considerando el cálculo del índice de desviación hecho por el estructurador financiero, y los flujos ingresados, dicho índice se encontraría cubierto en más de 80 veces, cumpliendo holgadamente con el requerimiento legal de 1.5 veces.

En el informe de la calificación inicial disponible en [www.bankwatchratings.com](http://www.bankwatchratings.com) se puede encontrar un resumen con las principales características de la presente estructura.



## ANEXO 1

## ENTORNO MACRO ECONÓMICO

INTRODUCCION

Durante el primer semestre del 2012, se han observado síntomas de **desaceleración en la Economía**, el crecimiento económico mantenido en periodos anteriores empieza a ser más lento, sin que esto signifique que sean situaciones que no puedan ser controladas al momento.

SECTOR REAL

**La tendencia del PIB** en el primer semestre se muestra menor en aproximadamente 3% al crecimiento del 2011, la expectativa del gobierno es una desaceleración real de la Economía que llegaría a 4% para fines del 2012.

**El petróleo** continúa siendo el principal motor de la economía y sus ingresos tienen incidencia directa en el consumo. A fines de abril y principios de mayo, se presentó una caída del precio del petróleo ecuatoriano, terminando en USD 84,96 promedio (USD 99.75 a diciembre 2011), esto preocupó al Gobierno que tomó medidas que al final no se han justificado en vista de la recuperación del precio del petróleo.

**La inflación** a junio (0.14%), tuvo un importante descenso a 5% anual, registrando una de las tasas más bajas del año, contrastando con la de marzo que llegó a 6%. En este comportamiento tuvo que ver los precios de los alimentos, contrariamente a los precios de educación y bebidas alcohólicas que fueron las de mayor crecimiento.

**El Mercado Laboral** urbano muestran un leve deterioro durante el primer semestre, la tasa de desocupación fue de 5.2%, el subempleo fue de 42.9%. La ocupación total se redujo más en la industria manufacturera y el comercio tuvo un menor número de incorporaciones de nuevos trabajadores.

**El salario real** mantuvo una posición estable, debido a los menores niveles de inflación que fuera afectado en el primer trimestre del año.

**Las tasas de interés** referenciales no han registrado cambios en este semestre, conservándose estables y no se esperarían cambios hasta finales de año. La tasa pasiva referencial se mantienen en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%. Respecto a los segmentos crediticios tampoco registran variaciones en el último trimestre.

SECTOR EXTERNO

La balanza Comercial hasta mayo 2012, presenta un superávit de USD 581 millones, debido a las exportaciones de petróleo ya que de cada tres dólares exportados, dos son del petróleo. El sector no petrolero no corre la misma suerte ya que presentó un déficit de USD 3.700 millones, superior al presentado en el 2011. Estos resultados han preocupado al gobierno, que ha tomado medidas restringiendo importaciones para reducir las compras externas de bienes de consumo.

EXPORTACIONES

Hasta mayo 2012 las exportaciones crecieron 12% llegando a USD 10.320 millones. Las exportaciones de

Petróleo crecieron 20%, por volumen 7% y por precio 12%, en el caso de las exportaciones no petroleras llegan a USD 3.925 millones, incrementando apenas 1.6%, con una caída del banano, cacao y productos elaborados. Este sector presenta un futuro poco promisorio, en vista de la falta de acuerdos comerciales con los principales países, (ATPDEA y Unión Europea).

IMPORTACIONES.

Hasta mayo 2012 sumaron USD 9.378 millones, registrando un incremento de 11%, se observa un menor crecimiento en bienes de consumo en cuanto al volumen respecto al año anterior no así las materias primas y bienes de capital que tienen un incremento.

A mediados de junio el Gobierno dictó medidas para restringir importaciones, fijando cupos alrededor de 100 productos.

SECTOR PÚBLICO.

**El Presupuesto General del estado (PGE)** a junio registró un superávit de USD 1.263 millones de dólares influenciado por el alto precio del petróleo cuyas ventas totalizaron USD 3.377 millones, superando en USD 588 millones a las ventas de junio 2011.

PRESUPUESTO GENERAL DEL ESTADO

	2011	2012	Variación
	ene - jun	ene - jun	2011 - 2012
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>8,754</b>	<b>11,000</b>	<b>25.7%</b>
Ingresos Tributarios	4,988	6,276	25.8%
Ingresos Petroleros	2,789	3,377	21.1%
Ingresos No Tributarios	528	551	4.4%
Transferencias Corrientes	268	440	64.2%
Otros Ingresos	181	356	96.7%
<b>TOTAL GASTOS</b>	<b>8,382</b>	<b>9,737</b>	<b>16.2%</b>
<b>Gasto Corriente</b>	<b>4,737</b>	<b>5,443</b>	<b>14.9%</b>
Sueldos	2,982	3,302	10.7%
Bienes y Servicios	537	682	27.0%
transferencias Ctes	857	910	6.2%
Intereses	318	486	52.8%
Otros Gtos Corrientes.	43	63	46.5%
<b>Gastos de Capital</b>	<b>3,645</b>	<b>4,294</b>	<b>17.8%</b>
<b>DEFICIT / SUPERAVIT</b>	<b>372</b>	<b>1,263</b>	

Fuente: Ministerio de Finanzas

**La recaudación de Impuestos**, USD 6.276 millones, representan el 57% del total de ingresos con un crecimiento anual del 25.8%.

Los Gastos han mantenido un crecimiento continuo (16% anual) en el primer semestre, totalizando a junio USD 9.737 millones, de estos el 52% son gastos corrientes correspondientes a sueldos y salarios.

**Los gastos de capital** también se han incrementado, a junio la inversión pública llegó a USD 4.294 millones, registrando USD 650 millones más que el primer semestre del 2011.

**La deuda Interna**, en mayo registra un saldo de USD 6.033 millones, con un crecimiento del 30% respecto al cierre del 2011.

TRIBUTACION

Conforme a datos del Servicio de Rentas Internas (SRI), a junio 2012, se obtuvo un crecimiento en recaudaciones del 17.5% y a USD 5.752 millones, cumpliendo en 109%



la proyección fijada para el primer semestre, este aumento se dio por el Impuesto a la salida de capitales. El impuesto a la renta creció en USD 171 millones, totalizando USD 1.946 millones. El IVA creció en 11.3% o USD 270 millones adicionales, debido al consumo de los primeros meses del año.

El nuevo impuesto a la contaminación vehicular ayudó a recaudar USD 48 millones hasta junio y el impuesto a las botellas plásticas generó USD 6.6 millones.

### **SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO**

En el primer Semestre del 2012, se registraron importantes niveles de liquidez, alimentados por un gasto público creciente que incentiva el consumo, sin embargo hay factores que han limitado este crecimiento, como la disminución de las remesas y menor crecimiento de las exportaciones.

La oferta monetaria continúa creciendo hasta junio, pero en menor intensidad a la habitual.

**Los depósitos de la banca privada** suman USD 18.566 millones, registrando un aumento de USD 283 millones en el último trimestre a un menor ritmo del alcanzado en el primer trimestre del 2012. Este crecimiento ha estado respaldado por mayores captaciones de personas y hogares con USD 661 millones, contrariamente al de las empresas que disminuyeron en USD 361 millones, debido a las obligaciones tributarias y pago de utilidades y dividendos, que generan menor liquidez.

El comportamiento de los depósitos también tuvo una variación, ya que los de cuenta corriente crecieron el primer trimestre y se redujeron para el segundo, teniendo comportamiento contrario los depósitos de ahorro y de plazos.

### **CARTERA DE CREDITO**

Esta creció en USD 721 millones en el segundo trimestre llegando a USD 14.425 millones, tanto en cartera corporativa como de personas.

La morosidad ha tenido variaciones incrementales pero mantiene niveles aun aceptables.

La Junta Bancaria ha emitido varias regulaciones, con el fin de controlar la concesión de crédito, los mismos que han tenido impacto negativo en los resultados de las Instituciones Financieras.

### **PERSPECTIVAS 2012**

A esta altura del periodo 2012, todas las instituciones, tanto internacionales como locales han revisado sus proyecciones iniciales de crecimiento para abajo, debido a la contracción económica que atraviesan los países desarrollados y que afectan parcialmente nuestra economía.

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
Estimaciones Iniciales	5,3%	4,8%	5,0%	4,0%
Estimaciones actuales	4,8%	4,0%	4,5%	3,85%

Se esperará que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2012.

El precio del petróleo tiene buenas perspectivas pero no tendrá un incremento importante frente al 2011. Existen fondos disponibles adicionales de China y Rusia para proyectos hidroeléctricos.

La desaceleración del PIB al 4%, explica el BCE, por la paralización de la refinería de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecería en apenas 0.3% en el 2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 5.1% en 2012.

Analistas económicos independientes estiman que el PIB petrolero se contraerá más de lo que prevé el gobierno y coinciden con las expectativas en cuanto al PIB no petrolero.

El crecimiento del PIB no petrolero seguirá siendo empujado por el consumo de hogares que se esperaría mantenga una tasa de crecimiento menor a la del 2011. De todos modos, siendo el 2012 año de propaganda electoral (elecciones enero 2013), el gobierno seguirá impulsando este consumo.

Las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

### **PERSPECTIVAS 2013 – 2015**

El estimado del gobierno para el desempeño económico entre el 2013 y 2015 es de una persistente desaceleración a un limitado crecimiento del 3.3%. Estas expectativas se mantienen aún considerando que los dos principales proyectos de minería metálica en la provincia de ZAMORA, deberían estar produciendo y exportando en esos años.

El BCE estima que habrá una contracción del PIB petrolero en 2015. El crecimiento del PIB no petrolero se mantendría entre el 3% y el 4%.

El FMI concuerda con las tendencias de crecimiento esperadas.

### **SECTOR PRIVADO**

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

Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es Ley de "Control de Poder de Mercado" que ya está vigente.



La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo.

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

Fuentes: Multienlace, BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, El Comercio; Elaboración BWR.

(Elaborado BWR en septiembre 2012)

	2008	2009	2010	2011	1S12
PIB (USD Mil 2000)	24.032	24.119	24.983	26.928	28.227
Inc. PIB (Mil 2000)%	7,24	0,36	3,60	7,78	4,80
PIB CORRIENTE (Mil USD)	54.208	52.022	57.978	67.427	73.232
Inc. PIB CORRIENTE%		-4,03%	11,45%	16,30%	8,6%
Inc. anual oferta y demanda global% (usd 2000)	8,10	-3,60	7,40	5,50	4,90
Inflación Anual%	8,83	4,31	3,33	5,45	5,09
Deuda total del Gobierno / PIB%	25,34	19,67	23,40	21,21	20,35
Deuda externa del Gobierno / PIB%	19,19	14,39	15,22	14,53	14,06
Deuda interna del Gobierno / PIB%	6,15	5,28	8,18	6,68	6,16
Ingreso Sector Publico / PIB%	40,70	35,33	39,98	47,76	34,5
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	27,20	26,80	29,16	33,88	19,28
Inversión del Gobierno / PIB%	12,91	12,84	12,45	14,90	15,20
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	97,70	64,00	84,50	102,46*	84,96

fuentes: Analisis Semanal - 2007 - 1S 12 BCE devengado , 2012 registro oficial y proforma PIB