

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO  
TITULARIZACIÓN DE FLUJOS-CENTRAL HIDROELÉCTRICA MARCEL LANIADO DE WIND

Quito – Ecuador  
Sesión de Comité No. 242/2016, del 31 de agosto de 2016  
Información Financiera cortada al 30 de junio de 2016

Analista: Ing. Xavier Espinosa S.  
xavier.espinosa@classrating.ec  
www.classinternationalrating.com

**EMPRESA PÚBLICA ESTRATÉGICA CORPORACIÓN ELECTRICA DEL ECUADOR CELEC EP**, es definida como una empresa de servicio público estratégico. La principal actividad de le empresa es provisionar de servicio eléctrico a nivel nacional, procurando responder a los principios de obligatoriedad, generalidad, uniformidad, responsabilidad, universalidad, accesibilidad, regularidad, continuidad y calidad. Nace mediante Decreto Ejecutivo No. 220, expedido el 14 de enero de 2010.

**Revisión.**

**Resolución No. 06.G.IMV.0006371, emitida el 12 de septiembre de 2006.**

**Fundamentación de la Calificación**

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 242/2016 del 31 de agosto de 2016 decidió otorgar la calificación de **“C-” (C menos)** al Fideicomiso Mercantil Irrevocable denominado **“Titularización de Flujos-Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind”**, por un monto de hasta ochenta millones de dólares (USD 80'000.000,00).

**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”.

La categoría de calificación descrita puede incluir signos de más (+) o menos (-). El signo de más (+) indicará que la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso a la categoría inmediata inferior.

La calificación de riesgo representa la opinión independiente de Class International Rating sobre la probabilidad que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo relativo de los títulos o valores. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Consejo Nacional de Valores, la presente calificación de riesgo **“no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste.”**

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican proviene de fuentes oficiales. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A. no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el uso de esa información.

La presente Calificación de Riesgos tiene una vigencia de seis meses o menos, en caso que la calificadora decida revisarla en menor plazo.

La calificación otorgada al Fideicomiso Mercantil Irrevocable **“Titularización de Flujos-Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind”**, se fundamenta en:

**Sobre la Titularización de Flujos:**

- Con fecha 25 de agosto de 2006 en la ciudad de Guayaquil, ante la Notaría Trigésimo Quinta del cantón Guayaquil, comparecieron el FIDEICOMISO PROYECTO MULTIPROPÓSITO BABA, la ADMINISTRADORA DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS BG S.A. (actualmente ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS FUTURA, FUTURFID S.A.), la COMISIÓN DE ESTUDIOS PARA EL DESARROLLO DE LA CUENCA DEL RÍO GUAYAS-CEDEGE (actualmente SUBSECRETARÍA DE DEMARCACIÓN HIDROGRÁFICA DEL GUAYAS, parte de la SECRETARÍA NACIONAL DEL AGUA - SENAGUA), la HIDROELÉCTRICA NACIONAL HIDRONACIÓN S.A. (actualmente UNIDAD HIDRONACIÓN, parte de CELEC EP), la compañía HIDROELÉCTRICA DEL PACÍFICO HIDROPACÍFICO S.A. y, el CONSORCIO HIDROENERGÉTICO DEL LITORAL, con la finalidad de formar un Fideicomiso Mercantil Irrevocable denominado **“Titularización de Flujos-Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind”**, el mismo que fue modificado mediante una Reforma a la Escritura del Fideicomiso Mercantil Irrevocable, efectuada el 10 de julio de 2009.

- Con fecha 12 de septiembre de 2006, mediante Resolución No. 06.G.IMV.0006371, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar el proceso de titularización por la suma de hasta USD 80,00 millones.
- El patrimonio autónomo está integrado con los derechos y recursos en efectivo aportados por el Originador y por todos los activos, pasivos y contingentes que se generen en virtud del cumplimiento del Fideicomiso. Según lo determina la cláusula Cuarta del Contrato de Fideicomiso, amparado en la autorización de los beneficiarios, el Originador transfiere sin reserva ni limitación la suma de USD 80.000,00. Esta suma que fue entregada mediante cheque girado a la orden del fideicomiso, sirvió para constituir íntegramente en un 100% el **Fondo Rotativo**, pudiendo también aportar sumas dinerarias posteriores de así requerirlo. Según la misma Cláusula cuarta, también se cede a título de fideicomiso mercantil irrevocable el Derecho de Cobro, esto es la totalidad de las cuentas por cobrar que generen la operación de la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind, correspondientes a la Generación Básica, exclusivamente, efectuadas mediante: (i) Contratos de PPA<sup>1</sup>; (ii) Transacciones en el Mercado Ocasional (SPOT) y, (iii) Otros conceptos.
- El Objeto de la titularización motivo del presente estudio, es que el Fideicomiso entregue a HIDROPACÍFICO (o a quien HIDROPACÍFICO designe expresamente y por escrito), los recursos pagados por los Inversionistas como precio de los Valores adquiridos, a efectos de que, a su vez, HIDROPACÍFICO, los destine junto con los recursos provistos por el Financista del Proyecto. En su momento fueron entregados alcanzando a colocar la suma de USD 75,02 millones del total de la emisión.
- Al 30 de junio de 2016 el saldo de capital por pagar fue de USD 10,42 millones de la Serie 1 (la Serie 2 fue cancelada en su totalidad en el año 2014).
- El estructurador financiero, luego de realizar los respectivos cálculos, determinó un índice de desviación promedio ponderado de USD 2,815 millones, es decir 17,27%.
- Para el presente proceso, se considera como mecanismos de garantía a los que se describen a continuación: **i) Fondo de Reserva de Servicio de la Titularización**, consiste en recursos líquidos que estarán en propiedad del Fideicomiso, y que tienen por objeto respaldar a los Inversionistas, a prorrata de su participación. Se aclara que dicho fondo será utilizado por el Fideicomiso en el caso de que, por cualquier causa, incluyéndose problemas de tipo hidrológico, resulten insuficientes los recursos de la Provisión; **ii) Fondo de Garantía de Riesgo Hidrológico**, consiste en respaldar a los inversionistas cuando el Fideicomiso deba honrar sus pasivo con inversionistas, y resulte insuficiente la Provisión, debido a déficit de generación de energía por la Central Marcel Laniado de Wind como resultado de los flujos hidrológicos; y, **iii) Garantía CEDEGE**, consiste en la obligación que tiene CEDEGE en proveer al Fideicomiso Multipropósito Baba, de las sumas necesarias para completar la suma de USD 12,50 millones.
- Al referirnos al primer mecanismo se debe indicar que: Según lo reportado por la Fiduciaria, al 30 de junio de 2016, se mantiene en la cuenta bancaria destinada para el efecto la suma de USD 5,62 millones, monto que cubre el saldo de los dos dividendos más grandes pendientes por vencer. Por su parte el índice de desviación determinado por la Estructuración Financiera, fue cubierto de forma adecuada por el valor que se mantiene en la cuenta del Fideicomiso por concepto de garantía (Fondo de Reserva). Mientras que del segundo y tercer mecanismo, la Fiduciaria informa que hasta el 30 de junio de 2016, no se ha requerido hacer uso de dicha garantía.
- Class International Rating, después de estudiar y analizar el Mecanismo de Garantía contemplado en el presente proceso, determina que la estructura del mismo es aceptable, y, dado el caso de requerirse, este podría otorgar liquidez y cobertura para los pagos de los valores emitidos, en caso de que el flujo sea insuficiente, al hacer uso del primer mecanismo de garantía.
- Actualmente, según reporta la fiduciaria, no se reciben flujos provenientes de la facturación como se estipula en el Contrato de Fideicomiso. La última vez que fueron recibidos los flujos por concepto de facturación fue en el mes de marzo de 2013, no obstante, posterior a esa fecha, se reciben flujos trimestrales por parte de CELEC EP, como subrogante de las obligaciones inherentes del Originador inicial, para el cumplimiento de los pagos a inversionistas.
- Class International Rating, una vez que analizó y estudió la documentación suministrada por el Fiduciario, Originador y los términos establecidos en el contrato del Fideicomiso de Titularización, establece que fue apropiada la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo y la cesión de los activos al Fideicomiso, al momento de la constitución del Fideicomiso. Actualmente, el

<sup>1</sup> Son contratos de venta de energía y potencia a plazo, correspondientes a Generación Básica.

patrimonio de propósito exclusivo no recibe flujos que sean verificables y determinables para el cabal cumplimiento con los pasivos a inversionistas. El hecho de que CELEC EP, haya transferido los recursos para el pago de los dividendos de vencimiento trimestral, no asegura que esto sea recurrente hasta el vencimiento de los títulos, pues no se ha modificado al mecanismo legal, Contrato de Fideicomiso, que respalde dicho accionar.

### **Sobre el Originador:**

- El Originador inicialmente fue Hidroeléctrica Nacional HIDRONACIÓN S.A., que posteriormente se fusionaría con la empresa Corporación Eléctrica del Ecuador CELEC S.A., para formar la Corporación Eléctrica del Ecuador CELEC EP, considerada un empresa pública estratégica.
- CELEC EP nace mediante el Decreto Ejecutivo No. 220, el mismo que fue emitido el 14 de enero de 2010, y en el que se dispone de la fusión de las empresas mencionadas, así como de la subrogación de los derechos y obligaciones de las mismas
- Su finalidad es la provisión de servicio eléctrico y éste debe responder a los principios de obligatoriedad, generalidad, uniformidad, responsabilidad, universalidad, accesibilidad, regularidad, continuidad y calidad.
- Cuenta además con varias unidades de negocio, que se dividen en grupos, según sus características específicas. Estas se detallan de la siguiente manera: UNIDADES DE NEGOCIO HIDRÁULICA, UNIDADES DE NEGOCIO TÉRMICA, UNIDADES DE NEGOCIO DE TRANSMISIÓN, UNIDADES DE NEGOCIO PROYECTOS.
- Su único accionista es el Ministerio de Electricidad y Energía Renovable, con el 100% del capital público de la institución.
- CELEC EP, está amparada en la Ley de Empresas Públicas, y es denominada como una empresa pública estratégica.

### **Riesgos Previsibles en el Futuro**

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el numeral 1.7 del Artículo 18 del Capítulo III del Subtítulo IV del Título II, de la Codificación de la Resolución del C.N.V. también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- La disminución del caudal de agua que abastece la hidroeléctrica podría afectar el nivel de generación de energía y consecuentemente disminuir los ingresos. La central se ubica en cause original del Río Paute a 190km de la ciudad de Guayaquil y 10km debajo de la confluencia de los ríos Daule y Peripa.
- Una disminución en la capacidad de generación de energía podría afectar negativamente a los flujos generados por esta. La central mantiene como potencia instalada total de 213 Mw, pero funciona a un promedio de 0,34, es decir mantiene una capacidad ociosa de 66%.
- El daño de las turbinas con que cuenta la central pueden verse afectadas por un mal manejo de la planta o por un evento no esperado que afecte directamente a la generación eléctrica. La central cuenta con tres turbinas, por lo que en el caso de dañarse cualquiera de ellas, puede entrar en funcionamiento una distinta,
- Cambios de políticas gubernamentales respecto a la propiedad de generadoras de energía renovable, así como de las políticas de redistribución y precios.
- En eventos de cambios hidrológicos no esperados por ser de carácter natural, se esperaría una disminución en la generación de energía por parte de la central. Para el efecto se constituyen los mecanismos de garantía más adelante descritos que prevé este tipo de riesgo.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.

### **ÁREAS DE ANÁLISIS EN LA CALIFICACIÓN DE RIESGOS:**

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo del Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Fideicomiso de Titularización de Flujos Futuros Central Marcel Laniado de Wind”, es tomada de fuentes varias como:

- Escritura del Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Fideicomiso de Titularización de Flujos Futuros Central

Marcel Laniado de Wind” celebrada el 25 de agosto de 2006.

- Reforma al Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Fideicomiso de Titularización de Flujos Futuros Central Marcel Laniado de Wind” celebrado el 10 de julio de 2009.
- Informe de Estructuración Financiera.
- Estados de Situación Financiera del Fideicomiso de Titularización de Flujos Futuros Central Marcel Laniado de Wind, cortados al 30 de junio de 2016, mismos que se encuentran bajo NIIF.
- Experiencia del Administrador Fiduciario en el manejo de activos del patrimonio autónomo.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Situación del Sector y del Mercado en el que se desenvuelve el Originador.
- Calidad del Activo Subyacente (Activo titularizado).
- Calidad del Originador (Perfil de la empresa, administración, descripción del proceso operativo, etc.).
- Estados de Situación Financiera auditados anuales de 2012, 2013, y 2014, así como Estados de Situación Financiera internos “provisionales” no auditados de CORPORACIÓN ELÉCTRICA DEL ECUADOR CELEC EP al 31 de diciembre de 2015, 30 de junio de 2015 y 30 de junio de 2016.
- Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa originadora.

Con base a la información antes descrita, se analiza entre otras cosas:

- Capacidad de los activos integrados al patrimonio de propósito exclusivo para generar los flujos futuros de fondos, así como la idoneidad de los mecanismos de garantía presentados.
- Criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo, en base a la documentación suministrada por el originador y a los términos establecidos en el contrato.
- Estructura administrativa de la administradora, su capacidad técnica, posicionamiento en el mercado y experiencia.
- Evaluación matemática, estadística y actuarial de los flujos que hayan sido proyectados en base a la generación de recursos del proyecto involucrado en la titularización.
- Análisis del índice de desviación y su posición frente a las garantías constituidas.
- Calidad de las garantías que cubran las desviaciones indicadas y cualquier otra siniestralidad.
- Punto de equilibrio determinado para la iniciación del proceso de titularización.
- La capacidad de generar flujos dentro de las proyecciones del originador y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del originador, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Consideraciones de riesgos previsible en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables.

El Estudio Técnico ha sido elaborado basándose en la información proporcionada por la compañía y sus asesores, así como el entorno económico y político más reciente. En la diligencia debidamente realizada en las instalaciones de la compañía, sus principales ejecutivos proporcionaron información sobre el desarrollo de las actividades operativas de la misma, y demás información relevante sobre la empresa. Se debe recalcar que Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., no ha realizado auditoría sobre la misma.

El presente Estudio Técnico se refiere al informe de Calificación de Riesgo, el mismo que comprende una evaluación de aspectos tanto cualitativos como cuantitativos de la organización. Al ser títulos que circularán en el Mercado de Valores nacional, la Calificadora no considera el “riesgo soberano” o “riesgo crediticio del país”.

Debe indicarse que esta calificación de riesgo es una opinión sobre la solvencia y capacidad de pago del Fideicomiso “Titularización de Flujos- Central Marcel Laniado de Wind” para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa o cuando las circunstancias lo ameriten.

## **INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO**

### **INTRODUCCIÓN**

#### **Aspectos Generales de la Titularización**

Mediante Escritura Pública celebrada ante Notaría Trigésimo Quinta del Cantón Guayaquil, con fecha 25 de agosto de 2006, comparecieron el FIDEICOMISO PROYECTO MULTIPROPÓSITO BABA, la ADMINISTRADORA DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS BG S.A. (actualmente ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS FUTURA, FUTURFID S.A.), la COMISIÓN DE ESTUDIOS PARA EL DESARROLLO DE LA CUENCA DEL RÍO GUAYAS-CEDEGE (actualmente SUBSECRETARÍA DE DEMARCACIÓN HIDROGRÁFICA DEL GUAYAS, parte de la SECRETARÍA NACIONAL DEL AGUA - SENAGUA), la HIDROELÉCTRICA NACIONAL HIDRONACIÓN S.A. (actualmente UNIDAD HIDRONACIÓN, parte de CELEC EP), la compañía HIDROELÉCTRICA DEL PACÍFICO HIDROPACÍFICO S.A. y, el CONSORCIO HIDROENERGÉTICO DEL LITORAL, con la finalidad de formar un Fideicomiso Mercantil Irrevocable denominado “Titularización de Flujos-Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind”.

Posteriormente, mediante Escritura Pública de fecha 10 de julio de 2009, se reforma al contrato de Fideicomiso inicialmente emitido, la cual fue otorgada por la Notaría Trigésima Quinta del Cantón Guayaquil.

A continuación se describen las principales características del proceso de Titularización:

**CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN**

<b>“Titularización de Flujos-Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind”</b>		
<b>Originador</b>	Fideicomiso Proyecto Multipropósito Baba (actualmente sus derechos están subrogados por la Corporación Eléctrica del Ecuador CELEC EP)	
<b>Patrimonio Autónomo</b>	“Titularización de Flujos-Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind”	
<b>Monto de la emisión</b>	Hasta USD 80'000.000,00, dividido en dos series: - <b>Serie 1:</b> USD 40'000.000,00 - <b>Serie 2:</b> USD 40'000.000,00	
<b>Denominación de títulos</b>	<b>Serie 1:</b> “VTC-CMLW-SERIE-UNO” <b>Serie 2:</b> “VTC-CMLW-SERIE-DOS”	
<b>Moneda</b>	Dólares de los Estados Unidos de América	
<b>Características</b>	<b>Características</b>	
	Tasa	<b>Serie 1:</b> Tasa LIBOR de 3 meses más 4,00%, mínimo 8,50% y máximo 10% anual <b>Serie 2:</b> Tasa LIBOR de 3 meses más 3,50%, mínimo 8,00% y máximo 10% anual
	Plazo	<b>Serie 1:</b> 10,5 años contados a partir de la Fecha de Emisión <b>Serie 2:</b> 8 años contados a partir de la Fecha de Emisión
	Amortización Capital	Trimestral
	Pago Intereses	Trimestral
<b>Activo Titularizado</b>	Derecho de percibir la totalidad de los flujos futuros correspondientes a las cuentas por cobrar que se generan a favor de HIDRONACIÓN, correspondientes a Generación Básica	
<b>Forma de Cálculo de la Tasa de Interés</b>	Base de 360 días	
<b>Emisión Valores</b>	Tanto la Serie 1 como la Serie 2, podrán emitirse por valores nominales de USD 20.000,00 y USD 50.000,00. Podrán contener uno o más valores, siempre que sean múltiplos de las cantidades indicadas.	
<b>Tipo de Oferta</b>	Pública	
<b>Sistema de Colocación</b>	Bursátil	
<b>Fecha de Emisión</b>	Es la fecha en que se realice la primera colocación de los valores	
<b>Mecanismos de Garantía</b>	i) Fondo de Reserva de Servicio de la Titularización ii) Fondo de Garantía de Riesgo Hidrológico y, iii) Garantía CEDEGE	
<b>Agente de Manejo</b>	Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos BG S.A. (actualmente actúa como agente de manejo la Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos Futura, FUTURFID S.A.)	

<b>Agente Colocador</b>	Pichincha Casa de Valores PICAVAL S.A.
<b>Estructurador Legal</b>	PROFILEGAL Cia. Ltda.
<b>Estructurador Financiero</b>	Pichincha Casa de Valores PICAVAL S.A.

Fuente: Estudio técnico, Prospecto de Oferta Pública, Fideicomiso / Elaboración: Class International Rating

## Amortización de capital y pago de intereses

A continuación se presenta el esquema bajo el cual se realizarán la amortización de capital y el pago de intereses a los inversionistas.

**CUADRO 2: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES SERIE UNO (USD)**

Trimestre	Fecha	Tasa (%)	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
-	04/10/2006				-	40.000.000,00
1	04/01/2007	8,50	294.400,00	936.780,00	1.231.180,00	39.705.600,00
2	04/04/2007	9,36	301.600,00	929.111,19	1.230.711,19	39.404.000,00
3	04/07/2007	9,35	309.200,00	921.068,41	1.230.268,41	39.094.800,00
4	04/10/2007	9,36	316.800,00	914.818,39	1.231.618,39	38.778.000,00
5	04/01/2008	9,23	324.800,00	894.802,40	1.219.602,40	38.453.200,00
6	04/04/2008	8,68	332.800,00	834.492,19	1.167.292,19	38.120.400,00
7	04/07/2008	8,50	341.200,00	810.058,41	1.151.258,41	37.779.200,00
8	04/10/2008	8,50	349.600,00	802.808,00	1.152.408,00	37.429.600,00
9	04/01/2009	8,50	358.400,00	795.379,19	1.153.779,19	37.071.200,00
10	04/04/2009	8,50	367.600,00	787.763,19	1.155.363,19	36.703.600,00
11	04/07/2009	8,50	376.800,00	779.951,59	1.156.751,59	36.326.800,00
12	04/10/2009	8,50	386.000,00	771.944,41	1.157.944,41	35.940.800,00
13	04/01/2010	8,50	395.600,00	763.742,00	1.159.342,00	35.545.200,00
14	04/04/2010	8,50	405.600,00	755.335,59	1.160.935,59	35.139.600,00
15	04/07/2010	8,50	415.600,00	746.716,41	1.162.316,41	34.724.000,00
16	04/10/2010	8,50	428.000,00	737.885,19	1.165.885,19	34.296.000,00
17	04/01/2011	8,50	436.000,00	728.790,00	1.164.790,00	33.860.000,00
18	04/04/2011	8,50	448.000,00	719.525,19	1.167.525,19	33.412.000,00
19	04/07/2011	8,50	460.000,00	710.005,19	1.170.005,19	32.952.000,00
20	04/10/2011	8,50	472.000,00	700.230,00	1.172.230,00	32.480.000,00
21	04/01/2012	8,50	480.000,00	690.200,00	1.170.200,00	32.000.000,00
22	04/04/2012	8,50	492.000,00	680.000,00	1.172.000,00	31.508.000,00
23	04/07/2012	8,50	504.000,00	669.545,19	1.173.545,19	31.004.000,00
24	04/10/2012	8,50	520.000,00	658.835,19	1.178.835,19	30.484.000,00
25	04/01/2013	8,50	532.000,00	647.785,19	1.179.785,19	29.952.000,00
26	04/04/2013	8,50	544.000,00	636.480,00	1.180.480,00	29.408.000,00
27	04/07/2013	8,50	560.000,00	624.920,00	1.184.920,00	28.848.000,00
28	04/10/2013	8,50	572.000,00	613.020,00	1.185.020,00	28.276.000,00
29	04/01/2014	8,50	588.000,00	600.865,19	1.188.865,19	27.688.000,00
30	04/04/2014	8,50	600.000,00	588.370,00	1.188.370,00	27.088.000,00
31	04/07/2014	8,50	616.000,00	575.620,00	1.191.620,00	26.472.000,00
32	04/10/2014	8,50	632.000,00	562.530,00	1.194.530,00	25.840.000,00
33	04/01/2015	8,50	2.480.000,00	549.100,00	3.029.100,00	23.360.000,00
34	04/04/2015	8,50	2.540.000,00	496.400,00	3.036.400,00	20.820.000,00
35	04/07/2015	8,50	2.600.000,00	442.425,19	3.042.425,19	18.220.000,00
36	04/10/2015	8,50	2.600.000,00	387.175,19	2.987.175,19	15.620.000,00
37	04/01/2016	8,50	2.600.000,00	331.925,19	2.931.925,19	13.020.000,00
38	04/04/2016	8,50	2.600.000,00	276.675,19	2.876.675,19	10.420.000,00
39	04/07/2016	8,50	2.608.000,00	221.425,19	2.829.425,19	7.812.000,00

40	04/10/2016	8,50	2.608.000,00	166.005,19	2.774.005,19	5.204.000,00
41	04/01/2017	8,50	2.608.000,00	121.875,20	2.729.875,20	2.596.000,00
42	04/04/2017	8,50	2.596.000,00	60.797,20	2.656.797,20	-
<b>TOTAL</b>			<b>40.000.000,00</b>	<b>26.643.181,24</b>	<b>66.643.181,24</b>	

Fuente: Informe de Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

**CUADRO 3: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES SERIE DOS (USD)**

Trimestre	Fecha	Tasa	Capital	Interés	Dividendo	Saldo
-	04/10/2006	8,00			-	35.020.001,49
1	04/01/2007	8,86	727.308,08	776.377,94	1.503.686,02	34.292.693,41
2	04/04/2007	8,85	745.490,48	759.583,61	1.505.074,09	33.547.202,93
3	04/07/2007	8,86	764.128,02	742.233,57	1.506.361,59	32.783.074,91
4	04/10/2007	8,73	783.229,26	726.146,20	1.509.375,46	31.999.845,65
5	04/01/2008	8,18	802.811,08	698.396,89	1.501.207,97	31.197.034,57
6	04/04/2008	8,00	822.879,42	638.029,16	1.460.908,58	30.374.155,15
7	04/07/2008	8,00	843.451,05	607.484,47	1.450.935,52	29.530.704,10
8	04/10/2008	8,00	864.538,74	590.613,23	1.455.151,97	28.666.165,36
9	04/01/2009	8,00	886.152,75	573.325,15	1.459.477,90	27.780.012,61
10	04/04/2009	8,00	908.306,60	555.599,59	1.463.906,19	26.871.706,01
11	04/07/2009	8,00	931.013,66	537.432,33	1.468.445,99	25.940.692,35
12	04/10/2009	8,00	954.288,43	518.814,22	1.473.102,65	24.986.403,92
13	04/01/2010	8,00	978.144,78	499.728,39	1.477.873,17	24.008.259,14
14	04/04/2010	8,00	1.002.601,10	480.165,52	1.482.766,62	23.005.658,04
15	04/07/2010	8,00	1.027.663,21	460.113,58	1.487.776,79	21.977.994,83
16	04/10/2010	8,00	1.053.358,20	439.558,27	1.492.916,47	20.924.636,63
17	04/01/2011	8,00	1.079.688,90	418.494,53	1.498.183,43	19.844.947,73
18	04/04/2011	8,00	1.106.681,50	396.897,11	1.503.578,61	18.738.266,23
19	04/07/2011	8,00	1.134.348,16	374.764,12	1.509.112,28	17.603.918,07
20	04/10/2011	8,00	1.162.707,25	352.077,49	1.514.784,74	16.441.210,82
21	04/01/2012	8,00	1.191.778,22	228.823,89	1.420.602,11	15.249.432,60
22	04/04/2012	8,00	1.221.568,95	304.989,05	1.526.558,00	14.027.863,65
23	04/07/2012	8,00	1.252.111,00	280.558,28	1.532.669,28	12.775.752,65
24	04/10/2012	8,00	1.283.412,90	255.513,97	1.538.926,87	11.492.339,75
25	04/01/2013	8,00	1.315.498,18	229.848,76	1.545.346,94	10.176.841,57
26	04/04/2013	8,00	1.348.383,66	203.536,42	1.551.920,08	8.828.457,91
27	04/07/2013	8,00	1.382.093,52	179.570,27	1.561.663,79	7.446.364,39
28	04/10/2013	8,00	1.416.648,78	148.926,43	1.565.575,21	6.029.715,61
29	04/01/2014	8,00	1.452.062,71	120.594,64	1.572.657,35	4.577.652,90
30	04/04/2014	8,00	1.488.364,42	91.554,88	1.579.919,30	3.089.288,48
31	04/07/2014	8,00	1.525.575,28	61.787,72	1.587.363,00	1.563.713,20
32	04/10/2014	8,00	1.563.713,20	31.273,31	1.594.986,51	0,00
<b>TOTAL</b>			<b>35.020.001,49</b>	<b>13.282.812,99</b>	<b>48.302.814,48</b>	

Fuente: Informe de Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

## **Estructura Legal**

### **Patrimonio Autónomo del Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Titularización de Flujos-Central Hidroeléctrico Marcel Laniado de Wind”**

Mediante Escritura Pública celebrada ante Notaría Trigésimo Quinta del Cantón Guayaquil, con fecha 25 de agosto de 2006, comparecieron el FIDEICOMISO PROYECTO MULTIPROPÓSITO BABA, la ADMINISTRADORA DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS BG S.A. (actualmente ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS FUTURA, FUTURFID S.A.), la COMISIÓN DE ESTUDIOS PARA EL DESARROLLO DE LA CUENCA DEL

RÍO GUAYAS-CEDEGE (actualmente SUBSECRETARÍA DE DEMARCACIÓN HIDROGRÁFICA DEL GUAYAS, parte de la SECRETARÍA NACIONAL DEL AGUA - SENAGUA), la HIDROELÉCTRICA NACIONAL HIDRONACIÓN S.A. (actualmente UNIDAD HIDRONACIÓN, parte de CELEC EP), la compañía HIDROELÉCTRICA DEL PACÍFICO HIDROPACÍFICO S.A. y, el CONSORCIO HIDROENERGÉTICO DEL LITORAL, con la finalidad de formar un Fideicomiso Mercantil Irrevocable denominado “Titularización de Flujos-Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind”.

Posteriormente, mediante Escritura Pública de fecha 10 de julio de 2009, se reforma al contrato de Fideicomiso inicialmente emitido, la cual fue otorgada por la Notaría Trigésimo Quinta del Cantón Guayaquil.

El Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Titularización de Flujos-Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind” consiste en un patrimonio autónomo dotado de personalidad jurídica, separado e independiente de aquel o aquellos del Originador, de la Fiduciaria, de Hidronación, de CEDEGE, de los Beneficiarios del Fideicomiso de Titularización, así como de todos los que correspondan a otros negocios fiduciarios manejados por la Fiduciaria.

Dicho patrimonio autónomo se integra con los derechos y recursos en efectivo aportados por el Originador, y posteriormente estará integrado por todos los activos, pasivos y contingentes que se generen en virtud del cumplimiento del objeto del Fideicomiso.

El Originador aporta y transfiere al Fideicomiso Mercantil, sin reserva ni limitación alguna, de conformidad con la Ley de Mercado de Valores a título de fideicomiso lo siguiente:

- La suma de USD 80.000, mediante la entrega de un cheque girado a la orden del Fideicomiso. Dicha suma de dinero servirá para integrar inicialmente el **Fondo Rotativo**, conforme lo estipulado en el contrato del Fideicomiso.
- Amparado en la Autorización de los Beneficiarios del Originador, así como en lo dispuesto en los artículos 190 y 117 de la Ley de Mercado de Valores, en el artículo 1.844 del Código Civil y en el artículo 99 del Código de Procedimiento Civil, mediante el contrato de Fideicomiso, el Originador cede y transfiere al Fideicomiso el Derecho de Cobro, esto es la totalidad de las cuentas por cobrar que, a partir de la firma del proceso de Titularización y hasta que se encuentre vigente el Fideicomiso. La producción de energía por parte de la Central, corresponde a la Generación Básica exclusivamente, efectuadas mediante i) Contratos PPA, ii) Transacciones en el mercado ocasional (SPOT), y iii) Otros conceptos.

El Contrato de Fideicomiso menciona que mientras se encuentre vigente el Fideicomiso, será dicho Fideicomiso el único que tendrá el derecho y la facultad para recibir íntegramente el precio a ser pagado por los compradores de Generación Básica.

El Fideicomiso, el Derecho de Cobro, la Generación Básica, los sus activos y sus flujos en general, no pueden ser objeto de medidas cautelares ni providencias preventivas dictadas por Jueces o Tribunales, ni ser afectados por embargos, ni secuestros dictados en razón de deudas u obligaciones del Originador, de la Fiduciaria, de Hidronación, de los Beneficiarios del Fideicomiso o de terceros en general, y estará destinado única y exclusivamente al cumplimiento del objeto del Fideicomiso, en los términos y condiciones señalados en el contrato del Fideicomiso.

Por lo descrito anteriormente, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., conforme la documentación suministrada por el fiduciario, el originador y a los términos establecidos en el contrato de Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Titularización de Flujo-Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind” y, de acuerdo al análisis y estudio realizado a dicha documentación, opina que, posterior a la constitución de la CELEC EP, mediante Decreto Ejecutivo No. 220 de 14 de enero de 2010, los flujos provenientes de la cuenta por cobrar a clientes por generación de energía, son recibidos directamente por la CELEC EP, incumpléndose lo estipulado en el contrato, pues el Fideicomiso era el único que tenía el derecho y la facultad de recibir íntegramente el precio de ser pagado por los compradores. Los últimos flujos que ingresaron al Fideicomiso por concepto de facturación fueron recibidos en el mes de marzo de 2013, y no obstante posterior a esa fecha, se reciben flujos trimestrales por parte de CELEC EP, como subrogante de las obligaciones inherentes del Originador inicial, para el cumplimiento de los pagos a inversionistas. Además, los bienes y la legalidad y forma de su transferencia se ajustan a lo que señalan los artículos 139, 143 y 144 de la Ley de Mercado de Valores. Por lo tanto, Class



International Rating Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento a lo estipulado en el numeral 3.2 del Artículo 18 del Capítulo III del Subtítulo IV del Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores; al Art. 151 de la Ley de Mercados de Valores, y, al Literal d) del Art. 188 de la misma Ley.

## Instrucciones Fiduciarias

En virtud de lo dispuesto en la Cláusula Sexta del Fideicomiso de Titularización y con la Autorización de los Beneficiarios del Originador, la Fiduciaria, como representante legal de dicho Fideicomiso de Titularización, cumplirá con las instrucciones fiduciarias irrevocables que se describen a continuación:

- Recibir en propiedad, de parte del Originador, los recursos aportados por dicho Originador, según consta del numeral CUATRO.UNO) de la Cláusula Cuarta del Fideicomiso de Titularización. La Fiduciaria destinará la suma de USD 80,000.00 para integrar inicialmente, en un 100%, el Fondo Rotativo, conforme lo estipulado en el numeral OCHO.UNO) de la Cláusula Octava del Fideicomiso de Titularización.
- Recibir en propiedad, a futuro, de parte del Originador, recursos adicionales que pueden ser aportados por dicho Originador, siempre que cuente con nuevas autorizaciones de los Beneficiarios del Originador, a efectos de cumplir con las obligaciones asumidas en virtud del Fideicomiso de Titularización, siempre que el Originador disponga de recursos para hacerlo o que Hidronación y/o CEDEGE se los haya provisto. En tal caso, los recursos que sean aportados a futuro por el Originador a favor del Fideicomiso de Titularización, se someterán a los mismos términos y condiciones generales estipuladas en el Fideicomiso de Titularización.
- Recibir de Hidronación: (a) copia certificada de la o las pólizas de seguro contra todo riesgo respecto de los activos de la Central MLW contratada a favor de Hidronación, y (b) copia certificada de la o las pólizas de lucro cesante respecto de la Central MLW contratadas o endosadas a favor del Fideicomiso de Titularización.
- Recibir todos los Flujos de Generación Básica pagados por los Compradores, desde la presente fecha y mientras se encuentre vigente el Fideicomiso de Titularización, según consta del numeral CUATRO.DOS) de la Cláusula Cuarta del Fideicomiso de Titularización. Hidronación, CEDEGE y el Originador aclaran de manera expresa que la recepción de los Flujos de Generación Básica y, por ende, el ejercicio del Derecho de Cobro por parte del Fideicomiso de Titularización se dará y cumplirá irrevocablemente por el tiempo que sea necesario hasta cancelar íntegramente los Pasivos con Inversionistas.
- Mientras no se emitan ni coloquen Valores entre Inversionistas, restituir al Originador la totalidad de los Flujos de Generación Básica recibidos por el Fideicomiso de Titularización.
- Contratar en la presente fecha a Hidronación como Agente de Recaudo. El Contrato de Servicios con el Agente de Recaudo consistirá en la labor de dar seguimiento, gestionar y recaudar, por cuenta del Fideicomiso de Titularización y en estricta aplicación de la Política de Recaudación de Flujos, el pago íntegro, cabal y oportuno de las obligaciones dinerarias adeudadas por los Compradores, derivadas de las ventas de energía eléctrica y potencia, así como por la provisión de cualquier otro bien o servicio, correspondientes a Generación Básica, efectuadas por Hidronación en virtud de CONTRA TOS PPA, TRANSACCIONES EN EL MERCADO OCASIONAL (SPOT) y OTROS CONCEPTOS. Previo notificación por escrito dirigida a la Fiduciaria, el Agente de Recaudo podrá subcontratar todo o parte de las actividades de recaudación, en cuyo caso el Agente de Recaudo mantendrá ante el Fideicomiso de Titularización y la Fiduciaria, absoluta responsabilidad por sus obligaciones de recaudo, e inclusive asumiendo responsabilidad solidaria con sus subcontratistas, por cualquier acción u omisión de tales subcontratistas, que causen perjuicios al Fideicomiso de Titularización y/o a la Fiduciaria, sin que pueda interponer excepciones de división, orden o excusión. El Agente de Recaudo deberá entregar, con periodicidad semanal, por cualquier medio magnético, reportes de todas las recaudaciones, correspondientes a Generación Básica, efectuadas la semana inmediata anterior. Dicho reporte deberá desglosar, al menos, la siguiente información: (a) nombre de los Compradores que han pagado, (b) fechas en que han realizado los pagos; (c) montos de los pagos; (d) descripción de las facturas pagadas, y (e) otra información que pueda ser requerida por la Fiduciaria. Por la labor de Agente de Recaudo, Hidronación no tendrá derecho a percibir honorario, comisión ni retribución alguna de parte del Fideicomiso de Titularización. En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por el Agente de Recaudo, el Comité de Vigilancia y la Fiduciaria podrán resolver

- sobre el reemplazo del Agente de Recaudo, conforme lo señalado en el numeral DIECISIETE.DOS.OCHO) de la Cláusula Decimoséptima del Fideicomiso de Titularización.
- Contratar en la presente fecha a Hidronación como uno de los Comercializadores. El Contrato de Servicios con uno o varios Comercializadores consistirá en la labor de comercialización, mercadeo y colocación de energía eléctrica y potencia, así como por la provisión de cualquier otro bien o servicio, generados por la Central MLW. Dichas labores de comercialización se realizarán ante Compradores y/o potenciales Compradores de CONTRA TOS PPA, TRANSACCIONES EN EL MERCADO OCASIONAL (SPOT) y OTROS CONCEPTOS.
    - Mientras el Proyecto no entre en operación, Hidronación podrá desempeñarse como uno de los Comercializadores de Generación Básica exclusivamente, en virtud de lo cual podrá ser reemplazado según lo estipulado en el numeral DIECISIETE.DOS.ONCE.UNO) de la Cláusula Decimoséptima del Fideicomiso de Titularización.
    - Previo a que el Proyecto entre en operación, el Fideicomiso de Titularización (previo decisión e instrucción en tal sentido, impartida por el Comité de Vigilancia, según lo dispuesto en el numeral DIECISIETE.DOS.ONCE.DOS) de la Cláusula Decimoséptima del Fideicomiso de Titularización y el Financista del Proyecto resolverán su interés y la conveniencia de tener o no Comercializadores conjuntos de Generación Básica y de Generación Adicional, en cuyo caso tales Comercializadores conjuntos serán designados por mutuo acuerdo entre el Fideicomiso de Titularización y Financista de Proyecto; de la misma manera , tales Comercializadores conjuntos podrán ser reemplazados según lo estipulado en el numeral DIECISIETE.DOS.ONCE.DOS) de la Cláusula Decimoséptima del Fideicomiso de Titularización. Previo notificación por escrito dirigida a la Fiduciaria, el Comercializador podrá subcontratar todo o parte de las actividades de comercialización, mercadeo y colocación, en cuyo caso el Comercializador mantendrá ante el Fideicomiso de Titularización y la Fiduciaria, absoluta responsabilidad por sus obligaciones de comercialización, e inclusive asumiendo responsabilidad solidaria con sus sub contratistas , por cualquier acción u omisión de tales subcontratistas, que causen perjuicios al Fideicomiso de Titularización y/o a la Fiduciaria, sin que pueda interponer excepciones de división, orden o excusión. Por la labor de Comercializador, Hidronación no tendrá derecho a percibir honorario, comisión ni retribución alguna de parte del Fideicomiso de Titularización.
  - Contratar con la Calificadora de Riesgos, es decir BankWatch Ratings Calificadora de Riesgos S.A., dentro de los treinta días calendario, contados a partir de la presente fecha, un Contrato de Servicios de Actualización de Calificación de Riesgos. El Contrato de Servicios de Actualización de Calificación de Riesgos consistirá en el servicio de emisión de los informes de actualización periódica conforme el mínimo establecido en la legislación vigente y aplicable, respecto de los Valores, durante la vigencia del Fideicomiso de Titularización. En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por la Calificadora de Riesgos, el Comité de Vigilancia y la Fiduciaria podrán resolver sobre el reemplazo de la Calificadora de Riesgos, conforme lo señalado en el numeral DIECISIETE.DOS.SIETE) de la Cláusula Decimoséptima del Fideicomiso de Titularización.
  - Contratar a la Auditora Externa, de conformidad con lo permitido por la legislación vigente y aplicable sobre la materia. Para el presente ejercicio fiscal, la Fiduciaria utilizará los servicios de la firma Deloitte & Touche del Ecuador Cía. Ltda. En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por la Auditora Externa o por principios de renovación y alternabilidad, la Fiduciaria podrá resolver sobre el reemplazo de .la Auditora Externa, conforme lo señalado en el numeral DIECISIETE.DOS.NUEVE) de la Cláusula Decimoséptima del Fideicomiso de Titularización.
  - Suscribir el Reglamento de Gestión, así como el PROSPECTO, en conjunto con el Originador.
  - Solicitar: (i) a Hidronación y/o CEDEGE, según corresponda, la información y/o documentación que sea requerida, según la normativa vigente para el desarrollo de procesos de Titularización, o que razonablemente sea necesaria a efectos de lograr las autorizaciones correspondientes para esta Titularización; y/o (ii) al Originador, la información y/o documentación que sea requerida respecto del Fideicomiso Proyecto Multipropósito Baba, según la normativa vigente para el desarrollo de procesos de Titularización, o que razonablemente sea necesaria a efectos de lograr las autorizaciones correspondientes para esta Titularización. En caso de que el Originador, Hidronación y/o CEDEGE, según corresponda, no provean oportunamente a la Fiduciaria de la información y/o documentación solicitada por escrito, el Originador, Hidronación y/o CEDEGE, según corresponda, desde ya, exoneran a la Fiduciaria de cualquier

atraso o imposibilidad que pudiera generarse por este motivo en la obtención de las correspondientes autorizaciones.

- Solicitar y obtener las autorizaciones que se requieran para esta Titularización.
- Inscribir el Fideicomiso de Titularización y los Valores en el Registro del Mercado de Valores y en las Bolsas de Valores del Ecuador.
- Emitir Valores según las características definidas para la SERIE UNO y para la SERIE DOS. El Fideicomiso de Titularización emitirá todos los Valores en una misma fecha y que será aquella que corresponda a la primera colocación de cualquiera de las SERIES, que constituye la Fecha de Emisión. Los Valores que no se hayan colocado en la Fecha de Emisión, quedarán en Tesorería del Fideicomiso de Titularización para posterior colocación.
- SIETE. QUINCE) Designar a Pichincha Casa de Valores Picaval S.A. a efectos de la colocación de los Valores. La designación antes referida, no necesariamente implicará la suscripción de un contrato de underwriting.
- Colocar los Valores entre Inversionistas, a través de Pichincha Casa de Valores Picaval S.A., mediante oferta pública primaria, a través de una o varias de las Bolsas de Valores del Ecuador.
- Con cargo a los recursos que hayan sido pagados por los Inversionistas por la compra de Valores:
  - Cancelar las comisiones de casas de valores y Bolsas de Valores a que haya lugar; y,
  - Tomar la suma agregada de los dos (2) dividendos trimestrales más grandes pendientes de vender (amortización de capital y pago de intereses) de los Valores (de ambas SERIES) para integrar el 100% del Fondo de Reserva de Servicio de la Titularización, conforme lo estipulado en el numeral NUEVE.UNO) de la Cláusula Novena del Fideicomiso de Titularización.
- Luego de haber cumplido con lo dispuesto en el numeral SIETE.DIECISIETE) de la Cláusula Séptima del Fideicomiso de Titularización, la Fiduciaria dará el siguiente destino al remanente de los recursos que hayan sido pagados por los Inversionistas por la compra de Valores:
  - Mientras se encuentre pendiente de emisión una cualquiera de las dos declaraciones conjuntas, oficiales, expresas y por escrito emitidas por parte del Originador e Hidropacífico, a las que se hace referencia en los numerales SIETE.DIECIOCHO.DOS) o SIETE.DIECIOCHO.TRES) de la Cláusula Séptima del Fideicomiso de Titularización, mantener el remanente de los recursos que hayan sido pagados por los Inversionistas por la compra de Valores, depositados o invertidos a nombre del Fideicomiso de Titularización en instrumentos de renta fija de: (i) un banco operativo del exterior que cuente con calificación internacional de nesgo de al menos "A" otorgada por una calificadoradora de riesgos reconocida internacionalmente; o (ii) una institución financiera operativa establecida o domiciliada en el Ecuador que cuente con calificación de riesgo local de al menos "AAA-"(triple A menos) otorgada por una calificadoradora de riesgos autorizada por la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia de Compañías. Se aclara de manera expresa que los intereses. y/o rendimientos financieros que se generen en virtud de los depósitos e/o Inversiones realizadas por el Fideicomiso de Titularización según consta del párrafo anterior, serán y permanecerán en propiedad del mismo Fideicomiso de Titularización, y se destinarán para honrar los Pasivos con Inversionistas, y se someterán a los mismos términos y condiciones generales estipulados en el Fideicomiso de Titularización.
  - En caso de que la Fiduciaria llegue a contar con una declaración conjunta, oficial, expresa y por escrito, emitida por el Originador en el sentido de que hay lugar al Inicio del Proyecto: la Fiduciaria entregará a (o a quien designe expresamente y por escrito) el remanente de los recursos que hayan sido pagados por los Inversionistas por la compra de Valores. Adicionalmente, la Fiduciaria continuará con el cumplimiento de las instrucciones fiduciarias estipuladas en el Fideicomiso de Titularización.
  - En caso de que la Fiduciaria llegue a contar con una declaración conjunta, oficial, expresa y por escrito, emitida por el Originador e Hidropacífico en el sentido de que no habrá lugar al Inicio del Proyecto: la Fiduciaria declarará oficialmente que se ha producido la causal de Redención Anticipada e informará en tal sentido a los Inversionistas. Una vez producida dicha causal de Redención Anticipada y dentro de los treinta días calendario posteriores a la fecha de la declaración oficial de la Fiduciaria en tal sentido, el Fideicomiso de Titularización prepagará anticipadamente la totalidad de los Pasivos con Inversionistas de la SERIE UNO y de la SERIE DOS, indistintamente y sin prioridad alguna entre tales SERIES, a prorrata de la inversión realizada por cada Inversionista en esta Titularización. El prepago de los Pasivos con Inversionistas se realizará con el siguiente orden: (i) intereses devengados correspondientes a la Tasa de Interés; y, (ii) amortización de capital vigente. A efectos de realizar el prepago de los Pasivos con Inversionistas, la Fiduciaria tomará los siguientes recursos, con el siguiente orden: (i) el remanente de

los recursos que hayan sido pagados por los Inversionistas por la compra de Valores; y, (ii) hasta donde sea necesario, los recursos existentes en la Provisión para el Servicio de la Titularización, es decir con cargo a los recursos que hayan ingresado al Fideicomiso de Titularización en virtud de los Flujos de Generación Básica. Se aclara de manera expresa que entre la fecha de la declaración oficial de Redención Anticipada y la fecha en que se realice el prepago efectivo de los Pasivos con Inversionistas dentro del plazo señalado en el párrafo anterior, no habrá lugar al pago de intereses de mora. En virtud de que la situación referida en el primer párrafo del numeral SIETE.DIECIOCHO.TRES) de la Cláusula Séptima del Fideicomiso de Titularización, constituye una Fideicomiso causal de terminación de Titularización, de la Fiduciaria procederá, en que fuere aplicable, con las instrucciones fiduciarias estipuladas a partir del numeral SIETE.TREINTA y CINCO) de la Cláusula Séptima del Fideicomiso de Titularización y, por ende, con la liquidación del Fideicomiso de Titularización.

- A medida que se vayan recibiendo los Flujos de Generación Básica en el Fideicomiso de Titularización, aplicarlos al Orden de Prelación descrito más adelante, hasta completar cada uno de los conceptos de dicho Orden de Prelación. Mientras que los Flujos de Generación Básicase recibirán en el Fideicomiso de Titularización en las distintas fechas en que vayan siendo pagados por los Compradores, la asignación de recursos por parte del Fideicomiso de Titularización en función del Orden de Prelación a favor de los respectivos destinos y/o destinatarios, se hará según la periodicidad establecida en cada uno de las categorías del Orden de Prelación. El Orden de Prelación que aplicará la Fiduciaria, en representación del Fideicomiso de Titularización, es el siguiente:
  - Restituir al Originador, las sumas necesarias para que pueda cubrir los costos, gastos e impuestos propios del Fideicomiso Proyecto Multipropósito Baba. Al efecto, la Fiduciaria procederá de la siguiente manera:
    - Mientras no se obtenga el Informe de una Consultoría de Costos del Fideicomiso Proyecto Multipropósito Baba, a ser contratada a cuenta y cargo del mismo Fideicomiso Proyecto Multipropósito Baba, el cual deberá contar con la aprobación previa y unánime de Hidronación, de CEDEGE, de Hidropacífico y del CHL, se restituirá mensualmente al Originador la cantidad fija de USD 12,500.00 (Doce mil quinientos dólares de los Estados Unidos de América). Se aclara expresamente que la contratación de la Consultoría de Costos antes referida cuenta con la Autorización de los Beneficiarios del Originador.
    - A partir del momento en que se cuente con el Informe de la Consultoría de Costos del Fideicomiso Proyecto Multipropósito Baba (aprobado previa y unánimemente por Hidronación, CEDEGE, HIDROP ACÍFICO y el CHL), se restituirá mensualmente al Originador la cantidad determinada en dicho Informe. La restitución estipulada en el presente numeral se hará una sola vez al mes, dentro de los cinco primeros días hábiles del mes inmediato posterior.
  - Por instrucción expresa del Originador, entregar a Hidronación las sumas necesarias para que pueda cubrir los costos, gastos e impuestos propios de Hidronación, referentes a: (a) la operación y mantenimiento de la Central MLW, y (b) la existencia legal y administrativa de Hidronación. Al efecto, la Fiduciaria procederá de la siguiente manera:
    - Mientras no se obtenga el Informe de una Consultoría de Costos de Hidronación (en cuanto a operación y mantenimiento de la Central MLW y de la existencia legal y administrativa de dicha compañía), a ser contratada a cuenta y cargo del mismo fideicomiso Proyecto Multipropósito Baba, el cual deberá contar con la aprobación previa y unánime de Hidronación, de CEDEGE, de HIDROP ACÍFICO y del CHL, se restituirá mensualmente al Originador las cantidades contempladas en un Presupuesto Provisional aprobado unánimemente en la presente fecha por Hidronación, CEDEGE y el CHL. Se aclara expresamente que la contratación de la Consultoría de Costos antes referida cuenta con la Autorización de los Beneficiarios del Originador.
    - A partir del momento en que se cuente con el Informe de la Consultoría de Costos de Hidronación (en cuanto a operación y mantenimiento de la Central MLW y de la existencia legal y administrativa de dicha compañía), aprobado previa y unánimemente por Hidronación, CEDEGE, Hidropacífico y el CHL, se restituirá mensualmente al Originador la cantidad determinada en dicho Informe. Las entregas de recursos a Hidronación por parte del Fideicomiso de Titularización referidas en los párrafos que anteceden, serán contabilizadas por el Fideicomiso de Titularización como restituciones a favor del Originador, en cumplimiento de una instrucción fiduciaria expresa. La restitución

estipulada en el presente numeral se hará una sola vez al mes, dentro de los cinco primeros días hábiles del mes inmediato posterior.

- Reponer el Fondo Rotativo, en caso de que, por cualquier motivo, haya disminuido de su monto base de USD 80,000.00 La reposición estipulada en el presente numeral, de ser necesario, se hará una sola vez al mes, dentro de los cinco primeros días hábiles del mes inmediato posterior.
- Integrar la Provisión para el Servicio de la Titularización, según los Flujos de Generación Básica lo permitan, hasta el monto máximo anual acumulado de USD 12'500,000.00 (Doce millones quinientos mil dólares de los Estados Unidos de América). Dicha integración se realizará mensualmente, de manera cíclica, en ciclos de doce meses cada uno, de la siguiente manera: Luego de haber cumplido con lo dispuesto en los numerales SIETE.DIECINUEVE.UNO) al SIETE.DIECINUEVE.TRES) de la Cláusula Séptima del Fideicomiso de Titularización, a partir de esa fecha ("Inicio de la Provisión" que deberá coincidir con la Fecha de Emisión) y durante el período que sea necesario dentro del ciclo de los doce meses siguiente contados desde el Inicio de la Provisión, la Fiduciaria destinará, la totalidad de los Flujos de Generación Básica que vayan siendo recibidos por el Fideicomiso de Titularización para provisionarlos y acumularlos dentro de una cuenta contable del Fideicomiso de Titularización ("Cuenta de Provisión para el Servicio de la Titularización") hasta alcanzar, según sea posible, la suma agregada de los cuatro dividendos trimestrales inmediatos posteriores de los Valores (de la SERIE UNO y de la SERIE DOS), sin exceder un monto máximo anual acumulado de USD 12'500,000.00. Dado que el pago de los dividendos trimestrales de los Valores (de la SERIE UNO y de la SERIE DOS) se hará con cargo a la Provisión para el Servicio de la Titularización, según consta del numeral SIETE. VEINTE) de la Cláusula Séptima del Fideicomiso de Titularización, se aclara expresamente que, una vez provisionada la suma de hasta de USD 12'500,000.00 dentro del respectivo ciclo anual de provisión, la Cuenta de Provisión para el Servicio de la Titularización no será repuesta, sino hasta que inicie el nuevo ciclo anual correspondiente. Para tales efectos, se dispone que la fecha de Inicio de la Provisión (que será la misma de la Fecha de Emisión), sea la que, año tras año, durante la vigencia de esta Titularización, marque el inicio de cada ciclo de doce meses. El ejercicio de provisión estipulado en el presente numeral se realizará en cada fecha en que vayan siendo pagados los Flujos de Generación Básica por parte de los Compradores.
- Luego de haber cumplido con lo dispuesto en los numerales SIETE DIECINUEVE UNO) al SIETE.DIECINUEVE.CUATRO) de la Cláusula Séptima del Fideicomiso de Titularización y, por ende, se haya integrado completamente la Provisión para el Servicio de la Titularización, reponer el Fondo de Reserva de Servicio de la Titularización, en caso de que, por cualquier motivo, no alcance su monto base o haya disminuido de tal monto base, según consta del numeral NUEVE.UNO) de la Cláusula Novena del Fideicomiso de Titularización. La reposición estipulada en el presente numeral, de ser necesario y posible, se hará una sola vez al mes, dentro de los cinco primeros días hábiles del mes inmediato posterior.
- Luego de haber cumplido con lo dispuesto en los numerales SIETE.DIECINUEVE.UNO) al SIETE.DIECINUEVE.CINCO) de la Cláusula Séptimo del Fideicomiso de Titularización de existir, restituir al Originador el, remanente de los Flujos de Generación Básica. La restitución estipulada en el presente numeral, de ser posible, se hará una vez cumplido con lo dispuesto en los numerales SIETE.DIECINUEVE.UNO) al SIETE.DIECINUEVE.CINCO) de la Cláusula Séptima del Fideicomiso de Titularización y, a partir de ese momento, con una periodicidad mensual, es decir una sola vez al mes, dentro de los cinco primeros días hábiles del mes inmediato posterior.
- Con cargo a los recursos de la Provisión para el Servicio de la Titularización, pagar los Pasivos con Inversionistas de la SERIE UNO y de la SERIE DOS, indistintamente y sin prioridad alguna entre tales SERIES, a prorrata de la inversión realizada por cada Inversionista en esta Titularización. El pago de los Pasivos con Inversionistas se lo realizará de acuerdo con las Tablas de Amortización de las respectivas SERIES, las cuales han sido preparadas por el Estructurador Financiero y que constan incorporadas en el Anexo número Uno del Fideicomiso de Titularización. El pago de los Pasivos con Inversionistas deberá cubrir la amortización del capital de los Valores, así como el pago de intereses calculados en base a la Tasa de Interés, con base de 360 (trescientos sesenta) días, pagaderos por período trimestral vencido, en el aniversario trimestral de la Fecha de Emisión. Si la fecha trimestral de aniversario coincide con un día no-hábil, el pago se realizará el día hábil inmediato posterior, sin que en ese pago se reconozcan intereses adicionales por los días no-hábiles. El pago de los Pasivos con Inversionistas se realizará con el siguiente orden: (i) intereses de mora, de ser el caso; (ii) intereses correspondientes a la Tasa de Interés; (iii) amortización de capital vencido, de

ser el caso; y, (iv) amortización de capital vigente. En el caso de que apliquen intereses de mora, la tasa de mora será la que resulte de agregar un recargo del 10% (diez por ciento) (cero punto un veces) a la Tasa de Interés. Tal recargo, más la Tasa de Interés constituirán la tasa de mora que se aplicará desde la fecha de vencimiento de la obligación, la que correrá únicamente hasta la fecha del día en que se efectúe el pago. El pago de los Pasivos con Inversionistas se lo hará en Dólares de los Estados Unidos de América, salvo que por alguna norma que entre a regir en la República del Ecuador, los Compradores puedan o deban realizar sus pagos en una moneda distinta al Dólar de los Estados Unidos de América, en cuyo caso el Fideicomiso de Titularización cancelará los Pasivos con Inversionistas en la misma moneda en que haya recibido los Flujos de Generación Básica de parte de los Compradores aplicando el tipo de cambio fijado en la norma que determinó tal modificación. Las partes aclaran de manera expresa que la recepción de los Flujos de Generación Básica y, por ende, el ejercicio del Derecho de Cobro por parte del Fideicomiso de Titularización se dará y cumplirá irrevocablemente por el tiempo que sea necesario hasta cancelar íntegramente los Pasivos con Inversionistas. En caso de que resulten insuficientes los recursos de la Provisión para el Servicio de la Titularización, la Fiduciaria ejecutará los Mecanismos de Garantía. De producirse situaciones que impidan la generación proyectada de los Flujos de Generación Básica y, una vez ejecutados los Mecanismos de Garantía, los Inversionistas deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones.

- Convocar a los Inversionistas a una Asamblea en la que se elijan a los correspondientes miembros del Comité de Vigilancia. Al efecto, se cumplirá con lo dispuesto en la Cláusula Duodécima del presente Fideicomiso de Titularización.
- Contratar al Supervisor de la Operación. El Supervisor de la Operación deberá reunir el siguiente perfil mínimo: (i) ser una compañía constituida y/o establecida en el Ecuador; (ii) contar con un mínimo de cinco (5) años de existencia; (iii) contar con experiencia previa en la operación, mantenimiento y/o fiscalización y/o supervisión de por lo menos dos (2) centrales hidroeléctricas; (iv) contar con certificados de recomendación o satisfacción de los clientes de las centrales hidroeléctricas antes mencionadas; (v) que la compañía y sus administradores no mantengan vínculos de propiedad ni de gestión con el Originador, la Fiduciaria, los BENEFICIARIOS DEL Fideicomiso de Titularización, la Calificadora de Riesgos, la Auditora Externa, CEDEGE, Hidronación, Hidropacífico, HIDROLITORAL, Fideicomiso Hidropacífico, CHL y/o CNO, dentro del segundo grado de consanguinidad ni primero de afinidad; y, (vi) que el Representante Legal rinda una declaración juramentada ante Notario Público que reúna todos y cada uno de los puntos que anteceden. El Supervisor de la Operación será designado por la Fiduciaria, de entre una terna aprobada por el Comité de Vigilancia, a cuyo efecto la Fiduciaria convocará a varios potenciales supervisores para que presenten sus ofertas técnicas y económicas, las cuales serán evaluadas por el Comité de Vigilancia y en base a las cuales el Comité de Vigilancia procederá con la conformación de la terna correspondientes y que de entre terna la Fiduciaria proceda con la designación del Supervisor de la Operación. Los términos y condiciones del Contrato de Servicios de Supervisión serán negociados y definidos ante el Supervisor de la Operación por la Fiduciaria y el Comité de Vigilancia en conjunto, cuyos integrantes deberán precautelar los intereses del Fideicomiso de Titularización. En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por el Supervisor de la Operación, la Fiduciaria, a su sola discreción, podrá resolver sobre el reemplazo del Supervisor de la Operación conforme lo señalado en el numeral QUINCE.UNO.DOS) de la Cláusula Decimoquinta del Fideicomiso de Titularización. Mientras el Supervisor de la Operación reemplazante es designado y entra en funciones, el Supervisor de la Operación reemplazado deberá permanecer en funciones hasta que se produzca una entrega-recepción oficial del cargo.
- Recibir, con periodicidad semanal, por cualquier medio magnético, reportes de parte de Hidronación respecto de todas las ventas de energía eléctrica y potencia, así como por la provisión de cualquier otro bien o servicio, correspondientes a Generación Básica, efectuadas la semana inmediata anterior. Dicho reporte deberá desglosar, al menos, la siguiente información: (a) nombre de los Compradores, (b) descripción del volumen y tipo de venta efectuada en base a CONTRATOS PPA, TRANSACCIONES EN EL MERCADO OCASIONAL (SPOT), y OTROS CONCEPTOS, (c) fechas de ventas de energía eléctrica y potencia, así como por la provisión de cualquier otro bien o servicio, correspondientes a Generación Básica, (d) descripción de las facturas emitidas, y (e) otra información que pueda ser requerida por la Fiduciaria.
- Mientras las sumas recibidas por el Fideicomiso de Titularización no deban destinarse para sus respectivos fines según los términos y condiciones estipulados en el Fideicomiso de Titularización, mantener tales recursos depositados o invertidos a nombre del Fideicomiso de Titularización en instrumentos de renta fija

de: (i) un banco operativo del exterior que cuente con calificación internacional de riesgo de al menos "A" otorgada por una calificadoradora de riesgos reconocida internacionalmente; o (ii) una institución financiera operativa establecida o domiciliada en el Ecuador que cuente con calificación de riesgo local de al menos "AAA-" (triple A menos) otorgada por una calificadoradora de riesgos autorizada por la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia de Compañías Se aclara de manera expresa que intereses y/o rendimientos financieros que se generen en virtud de los depósitos e/o Inversiones realizadas por el Fideicomiso de Titularización según consta del párrafo anterior, serán y permanecerán en propiedad del mismo Fideicomiso de Titularización, y se destinarán para honrar los Pasivos con Inversionistas, y se someterán a los mismos términos y condiciones generales estipulados en el Fideicomiso de Titularización.

- Administrar y/o ejecutar los Mecanismos de Garantía según lo estipulado en los numerales NUEVE.UNO), NUEVE.DOS) y NUEVE.TRES) de la Cláusula Novena del Fideicomiso de Titularización.
- Recibir de Hidronación, anualmente y de manera oportuna: (a) copia certificada de la renovación anual a favor de, Hidronación de la o las pólizas de seguro contra todo riesgo respecto de los activos de la Central MLW, y (b) copia certificada de la renovación anual a favor del Fideicomiso de Titularización de la o las pólizas de lucro cesante contratadas respecto de la Central MLW. En caso de producirse siniestros sobre los activos de la Central MLW que produzcan una reducción en los Flujos de Generación Básica, Hidronación cubrirá inmediatamente el deducible a que haya lugar, y el Fideicomiso de Titularización cobrará las respectivas pólizas de lucro cesante, a fin de eliminar o reducir al máximo posible cualquier afectación negativa a los Flujos de Generación Básica, y con ello cumplir con las instrucciones estipuladas en los numerales SIETE.DIECINUEVE) y SIETE. VEINTE) de la Cláusula Séptima del Fideicomiso de Titularización. Los originales de las pólizas de lucro cesante a favor del Fideicomiso de Titularización deberán ser entregadas por Hidronación a la Fiduciaria dentro de los siete días hábiles posteriores a la fecha de constitución del Fideicomiso de Titularización, y deberán ser renovadas anualmente por Hidronación, quince días calendario antes de su vencimiento. En caso de que Hidronación no cumpla con la obligación de provisión de las pólizas de lucro cesante de manera cabal y oportuna, la Fiduciaria procederá según se estipula en el párrafo siguiente. Se aclara de manera expresa que serán de cuenta y cargo exclusivo de Hidronación el pago de todas las primas y, de ser el caso, de todos los deducibles a que haya lugar en virtud de las pólizas de seguro contra todo riesgo respecto de los activos de la Central MLW y/o de las pólizas de lucro cesante respecto de la Central MLW (incluyendo contratación inicial renovaciones de tales pólizas de seguro), sin que Hidronación tenga derecho a cobrar honorario o a percibir reembolso alguno de parte del Fideicomiso de Titularización por estos conceptos. No obstante lo anterior, si Hidronación no cubre íntegra y/u oportunamente tales primas y/o deducibles a que haya lugar, la Fiduciaria lo hará con cargo al Fondo Rotativo.
- En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por el Operador, en ejercicio de los Derechos Compartidos, el Financista del Proyecto y el Fideicomiso de Titularización (previo decisión e instrucción en tal sentido, impartida por el Comité de Vigilancia, según lo dispuesto en el numeral DIECISIETE.DOS.SEIS) de la Cláusula Decimoséptima del Fideicomiso de Titularización) podrán resolver sobre el reemplazo del Operador.
- En caso de que esté por vencer el plazo máximo de autorización de oferta pública de Valores conferido por la Superintendencia de Compañías, y de aún existir Valores en Tesorería del Fideicomiso de Titularización que se encuentren pendientes de colocación, la Fiduciaria solicitará la prórroga de dicho plazo. En caso de que esté por vencer el plazo máximo prorrogado de autorización de oferta pública de Valores conferido por la Superintendencia de Compañías, y de aún existir Valores en Tesorería del Fideicomiso de Titularización que se encuentren pendientes de colocación, de ser posible y cumpliendo con la normativa vigente aplicable, la Fiduciaria realizará una colocación primaria bursátil de tales Valores a favor de Hidropacífico (o a favor de quien HIDROP ACÍFICO designe expresamente y por escrito). Al efecto, la Fiduciaria realizará dicha colocación a través de Pichincha Casa de Valores Picaval S.A.
- Si una o varias de las facturas emitidas por Hidronación hacia los Compradores de Generación BÁSICA registran una morosidad de 60 (sesenta) días o más, lo que impide que en ese caso puntual se generen Flujos de Generación Básica hacia el Fideicomiso de Titularización, exigir a Hidronación que, a su propia cuenta y cargo, gestione la recaudación de las facturas en mora, por las vías extrajudicial, judicial o arbitral, según sea lo más conveniente para los intereses del Fideicomiso de Titularización y de los Inversionistas.
- Contratar al Banco de Guayaquil S.A. como Agente Pagador. Los honorarios, costos y gastos por la función de Agente Pagador serán cancelados con cargo al Fondo Rotativo. En caso de incumplimiento de las

obligaciones asumidas por el Agente Pagador, el Comité de Vigilancia podrá resolver sobre el reemplazo del Agente Pagador, conforme lo señalado en el numeral DIECISIETE.DOS.DOCE) de la cláusula Decimoséptima del Fideicomiso de Titularización. La actuación del Agente Pagador no implica ni constituye garantía alguna de parte del Agente Pagador, de la Fiduciaria ni del Fideicomiso de Titularización sobre la generación de los Flujos de Generación Básica. En tal sentido, la Fiduciaria y el Fideicomiso de Titularización no garantizan rendimiento ni retomo alguno a los Inversionistas ni al Originador.

- De ser necesario, convocar a los Inversionistas a Asamblea en los casos contemplados en la Cláusula Decimosexta del presente Fideicomiso de Titularización.
- De ser necesario, convocar a los miembros del Comité de Vigilancia en los casos contemplados en la Cláusula Decimoséptima del presente Fideicomiso de Titularización.
- Ejecutar las decisiones que adopte la Asamblea, Siempre que sean tomadas según lo estipulado en la Cláusula Decimotercera del Fideicomiso de Titularización, y siempre que no afecten ni atenten contra el objeto y la finalidad del Fideicomiso de Titularización y de la Titularización.
- Ejecutar las decisiones que periódicamente adopte el Comité de Vigilancia, siempre que sean tomadas según lo estipulado en la Cláusula Decimoséptima del Fideicomiso de Titularización, y siempre que no afecten ni atenten contra el objeto y la finalidad del Fideicomiso de Titularización y de la Titularización.
- Preparar información y ponerla a disposición de los Inversionistas, de la Superintendencia de Compañías y de las Bolsas de Valores, en los términos constantes en el Reglamento de Gestión.
- Consignar ante un Juez de lo Civil, los bienes que les pudieren corresponder a los Inversionistas u Originador. Esta consignación se hará luego de transcurridos seis meses calendario contados a partir de la fecha en que haya nacido para el Fideicomiso de Titularización la última obligación de reconocer derechos a favor de los Inversionistas u Originador.
- Una vez atendidos todos los PASIVOS del Fideicomiso de Titularización, restituir al Originador (a) el Derecho de Cobro aportada por el Originador, según consta del numeral CUATRO.DOS) de la Cláusula Cuarta del Fideicomiso de Titularización; (b) de existir, los recursos dinerarios remanentes en el Fideicomiso de Titularización; y, (c) de existir, cualquier otro bien remanente en el Fideicomiso de Titularización.
- Una vez cumplido lo dispuesto en el numeral SIETE.TREINTA y SIETE) de la Cláusula Séptima del Fideicomiso de Titularización, liquidarlo en los términos y condiciones señalados en la Cláusula Vigésimo Primera del mismo Fideicomiso de Titularización.
- Realizar todos los actos y suscribir todos los contratos necesarios para el cabal y oportuno cumplimiento de las instrucciones fiduciarias antes estipuladas, a efectos del cumplimiento integral del objeto de la presente Titularización.

### **Situación Actual del Fideicomiso “Titularización de Flujos-Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind” (30 de junio de 2016)**

Mediante resolución No. 06.G.IMV.0006371, del 12 de septiembre de 2006, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros resolvió aprobar el proceso de titularización por la suma de USD 80,00 millones y estableció como fecha de vencimiento del plazo de oferta pública hasta 180 días contados a partir de la fecha de su expedición. El Fideicomiso fue inscrito en Registro del Mercado de Valores, el 13 de septiembre de 2006.

### **Colocación de los Valores**

Dentro del plazo de oferta pública se colocó la totalidad de la Serie 1 (USD 40,00 millones), no obstante, para la Serie 2 únicamente se logró colocar la suma de USD 35,02 millones, es decir el 93,78% respecto del total aprobado entre ambas series.

### **Saldo de Capital**

En el año 2014 se canceló la totalidad de la Serie 2. Hasta el 30 de junio de 2016, la Serie 1 mantiene un saldo por amortizar de USD 10,42 millones, luego de haber cancelado el dividendo que venció en abril de 2016, por una suma de USD 2,88 millones.



## Eventos Importantes de la “Titularización de Flujos-Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind”

- Según la información más actualizada, el Banco de Guayaquil (Agente Pagador) certifica haber cancelado el dividendo correspondiente al vencimiento del 04 de julio de 2016.
- El dividendo correspondiente al vencimiento de 04 de enero de 2016, fue inicialmente pagado por el “Fondo de Reserva de Servicios de Titularización, por el monto de USD 2,93 millones. Dicho valor fue restituido en su totalidad el mismo día por CELEC EP.
- Mediante Acta #17 del Comité de Vigilancia del Fideicomiso Titularización de Flujos-Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind, de fecha 12 de febrero de 2016, dio paso al cambio de calificador de riesgo y de auditora externa, conforme lo determinado por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.
- Mediante Acta #16 del Comité de Vigilancia del Fideicomiso Titularización de Flujos-Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind, de fecha 13 de febrero de 2015, los miembros del Comité de Vigilancia solicitaron mediante carta remitida al Gerente General, se establezcan los mecanismos necesarios para que CELEC EP, mejore la calificación de riesgo que mantiene la Titularización.
- La incertidumbre con respecto del nuevo marco jurídico que en su momento (2009) fue modificada, afecta de manera directa al Fideicomiso. Incluso habiendo transcurrido varios años desde aquel momento, no se han concretado acciones legales pertinentes para que el Contrato de Fideicomiso tenga las reglas claras en la cual puedan ampararse los inversionistas y tener la seguridad de que sus recursos sean cancelados de manera oportuna.
- Los cambios suscitados por el nuevo marco jurídico del Sector Eléctrico a partir del Mandato 15, han modificado las reglas en las que el Fideicomiso fue constituido inicialmente. Parte de ese cambio se refleja en el cambio de la estructura de la empresa que inicialmente fueron partícipes en el Fideicomiso: CEDEGE, fue transformada en la Subsecretaría de Demarcación Hidrográfica del Guayas, la que a su vez subrogó de sus obligaciones con el Fideicomiso al Ministerio de Electricidad y Energía Renovable (MEER); HIDRONACIÓN, se fusionó con CELEC S.A. para conformar la empresa pública CELEC EP, la cual mantiene como una Unidad de Negocio a HIDRONACIÓN.
- Mediante Decreto Ejecutivo No. 220, emitido el 14 de enero de 2010, se crea la CORPORACIÓN ELÉCTRICA DEL ECUADOR – CELEC EP, mediante fusión establecida entre Corporación Eléctrica del Ecuador CELEC S.A. y la empresa Hidroeléctrica Nacional HIDRONACIÓN S.A. Dicha empresa creada por disposición gubernamental, se subroga en los derechos y obligaciones de ambas compañías, incluyéndose dentro de sus obligaciones las correspondientes a la Titularización de Flujos-Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind.

## Situación Financiera del Fideicomiso Titularización de Flujos-Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind.

Con base a la información financiera cortada al 30 de junio de 2016, el Estado de Situación Financiera del Fideicomiso registra un total de activos igual a USD 22,41 millones, siendo su cuenta más representativa las cuentas por cobrar al Originador con una suma de USD 16,10 millones. En lo que respecta del pasivo, se aprecia que la cuenta de mayor representación es la de otros pasivos corrientes por un monto de USD 11,72 millones, la que a su vez se encuentra conformada principalmente por prelación y facturación y fondo de reserva, que representan deuda con el Fideicomiso Multipropósito Baba y con el Originador (en su momento HIDRONACIÓN). En cuanto a su patrimonio, se debe indicar que este estuvo conformado principalmente por su capital, que está compuesta por el aporte inicial para su constitución y por otros egresos patrimoniales que son básicamente retenciones por rendimientos financieros.

Al referirnos a las cuentas de orden, se debe indicar que el Fideicomiso estuvo constituido por las cuentas Deudoras y Acreedores por contra, las que arrojaron una suma de USD 297,46 millones, como acumulación de saldos por la gestión del Fideicomiso.

## Mecanismos de Garantía y Compromiso

Para salvaguardar los intereses de los inversionistas, la presente titularización se encuentra respaldada por los siguientes mecanismos de garantía:

### Fondo de Reserva de Servicio de la Titularización:

Consiste en recursos líquidos que estarán en propiedad del Fideicomiso, y que tienen por objeto respaldar a los Inversionistas, a prorrata de su participación, cuando el Fideicomiso deba honrar los Pasivos con Inversionistas, y resulten insuficientes los recursos correspondientes a la Provisión para el Servicio de la Titularización.

Se debe indicar que este es el primer mecanismo que deberá utilizar el Fideicomiso con el fin de responder por los pasivos con Inversionistas generados. Durante la vigencia de los Valores, el fondo descrito deberá reunir los siguientes requisitos:

- a) Registrar, en recursos líquidos y como mínimo, la suma agregada de los dos dividendos trimestrales más grandes pendientes de vencer (amortización de capital y pago de intereses) de los Valores; y,
- b) Cubrir, como mínimo, 1,5 veces el Índice de Desviación promedio ponderado.

Según lo reportado por la Fiduciaria, al 30 de junio de 2016, se mantiene en la cuenta bancaria del Fideicomiso la suma de USD 5,620.378,39, monto que corresponde al Fondo de Reserva, el cual cubre el saldo de los dos dividendos más grandes pendientes de vencer que corresponden a los trimestres de julio y octubre de 2016 (USD 5.603.430,38).

Por su parte el índice de desviación determinado por la Estructuración Financiera, fue cubierto de forma adecuada (2,00 veces) por el valor que se mantiene en la cuenta del Fideicomiso por concepto de garantía (Fondo de Reserva).

Es importante mencionar que, según lo que reporta la Fiduciaria, se tomó la cantidad de USD 2,93 millones del Fondo de Reserva, para el pago del primer dividendo del año 2016 (04 de enero de 2016). Posteriormente, la misma Fiduciaria informa que el mismo día fueron transferidos los recursos por concepto de reposición del Fondo por el monto utilizado para el pago a los inversionistas.

### Fondo de Garantía de Riesgo Hidrológico:

Este resguardo también servirá para respaldar a los Inversionistas, a prorrata de su participación, cuando el Fideicomiso deba honrar los Pasivos con Inversionistas, y resulten insuficientes los recursos correspondientes a la provisión para el servicio de la titularización, debido a déficits de generación de energía eléctrica por la Central Marcel Laniado de Wind como resultado de flujos hidrológicos. En dicha situación, la Fiduciaria podrá acudir ante el Originador, respetando el orden de prelación, y tomar los recursos necesarios, hasta donde tal orden de prelación y recursos del Fideicomiso Proyecto Multipropósito Baba lo permitan, a fin de honrar, al máximo posible, los Pasivos con Inversionistas, a prorrata de la participación de cada Inversionista.

Para mayor precisión, el Contrato de Fideicomiso aclara que la Fiduciaria del Fideicomiso en estudio, podrá acudir ante la Fiduciaria del Fideicomiso Proyecto Multipropósito Baba para solicitar la ejecución del Fondo de Garantía de Riesgo Hidrológico, únicamente por riesgos de tipo hidrológico que generen insuficiencia en la provisión del primer mecanismo. En ese sentido, este será el segundo Mecanismo de Garantía que la Fiduciaria puede ejecutar. Este mecanismo se mantendrá al interior del Fideicomiso Proyecto Multipropósito Baba.

Según lo que reporta la Fiduciaria, la garantía se mantiene dentro de una cuenta corriente en el Banco Central del Ecuador por un monto igual a USD 6,31 millones.

La Fiduciaria informa que hasta el 30 de junio de 2016, no se ha requerido hacer uso de esta garantía.

## **Garantía de CEDEGE:**

CEDEGE proveerá inmediatamente al Fideicomiso Proyecto Multipropósito Baba, a sola petición por escrito de la Fiduciaria del Proyecto y de la Fiduciaria del Fideicomiso en estudio, en recursos líquidos, libres y disponibles, de las sumas necesarias para cubrir la suma anual de USD 12,50 millones, comprometiéndose el Fideicomiso Proyecto Multipropósito Baba a trasladar inmediatamente e íntegramente dicha cantidad al Fideicomiso. Adicionalmente, CEDEGE se compromete a cumplir las demás obligaciones contraídas en el Contrato de Fideicomiso.

Es importante mencionar en este punto que la CEDEGE se fusionó con la Secretaría Nacional del Agua-SENAGUA, y posteriormente (enero 2014), esta transferiría los derechos y obligaciones del Fideicomiso Multipropósito Baba al Ministerio de Electricidad y Energía Renovable, por lo que estaría bajo la responsabilidad de dicha institución. No existe un respaldo concreto en el que mencione que, específicamente esta garantía, sea respaldada por parte del Ministerio de Electricidad y Energía Renovable, puesto que no se ha modificado el cuerpo legal que respalda dicha garantía.

Según lo reportado por la Fiduciaria, al 30 de junio de 2016, no se ha requerido hacer uso de dicha garantía.

Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A. ha estudiado y analizado los Mecanismos de Garantía con que cuenta el Fideicomiso Titularización de Flujos-Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind, los cuales son parcialmente aceptables y dado el caso de requerirse de los mismos, estos podrían otorgar liquidez y cobertura para determinados pagos de los valores emitidos. Es importante señalar que los mecanismos de garantía cubren el índice de desviación y, como se indicó anteriormente, cubrirían hasta una suma preestablecida del pago de los valores emitidos frente a mayor desviación, conforme lo estipula la estructuración financiera de la titularización. No obstante a lo mencionado, se hace hincapié en el hecho de que, al no percibir los flujos determinados inicialmente por Contrato de Fideicomiso, se mantiene en incertidumbre el cumplimiento de los pagos a los inversionistas, pues los mecanismos de garantía dependen del Originador y de terceros para su cabal cumplimiento.

## **Cobertura sobre el Índice de Desviación**

La cuenta de Fondo de Reserva de Servicio de Titularización registra un valor de USD 5,62 millones, al 30 de junio de 2016, que contrastado con el Índice de Desviación promedio ponderado determinado en la Estructuración Financiera, que asciende a USD 2,815 millones, mantiene una cobertura de 2,00 veces, que supera el 1,5 veces mínimo requerido.

Luego del estudio y análisis de la cobertura de los mecanismos de garantía sobre el índice de desviación, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., señala que se ha cumplido con la exigencia establecida en el numeral 3.2, del Art. 20, Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II y Art. 17, Sección IV, Capítulo V, Subtítulo I, Título III de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

## **Asamblea**

La Asamblea consiste en la reunión de los Inversionistas, aun cuando sólo se tratase de un Inversionista. La primera Asamblea, con el carácter de ordinaria, se reunirá dentro de los noventa días posteriores a la Fecha de Emisión. Al efecto, la Fiduciaria realizará una convocatoria para conocer y resolver sobre: (i) la designación de tres miembros para que integren el Comité de Vigilancia, y (ii) la asignación de funciones de Presidente, Vicepresidente y Secretario del Comité de Vigilancia a los miembros integrantes de dicho Comité de Vigilancia.

Con posterioridad a esta primera, la Asamblea podrá reunirse extraordinariamente por decisión de la Fiduciaria, del Comité de Vigilancia, de Inversionistas que representen más del 50% de la totalidad de Valores en circulación, o de la Superintendencia de Compañías. En estos tres últimos casos, la decisión de convocatoria deberá canalizarse a través de la Fiduciaria. Para efectos de las convocatorias, la Fiduciaria realizará una

publicación en el medio de prensa señalado en el Reglamento de Gestión, con por lo menos ocho días calendario de anticipación a la fecha señalada en la convocatoria, indicando además, la hora, el lugar y el orden del día a tratarse. Para efectos del cómputo de los días transcurridos señalados en los párrafos que anteceden, no se tomará en cuenta el día de la publicación ni el día fijado para la reunión de la Asamblea.

Para que la Asamblea pueda reunirse válidamente en primera convocatoria, en el lugar y hora señalados en tal convocatoria, será necesaria la concurrencia de Inversionistas que representen más del 50% de la totalidad de Valores en circulación. En caso de que no se obtuviere tal quórum dentro de los sesenta minutos posteriores a la hora fijada en dicha convocatoria, la Asamblea podrá reunirse válidamente con el número de Inversionistas que estuvieren presentes, debiéndose advertir de esta posibilidad de manera expresa dentro del texto de la convocatoria. Las decisiones de la Asamblea se adoptarán con el voto conforme y favorable de más del 50% de los Inversionistas concurrentes a tal Asamblea. Dichas decisiones, válidamente adoptadas, obligan a todos los Inversionistas hayan o no concurrido a la Asamblea, así como también obliga a los Inversionistas que hayan votado de manera distinta. No obstante lo anterior, si las decisiones adoptadas por la Asamblea, a solo criterio de la Fiduciaria, afectaren y/o atentaren contra el objeto y la finalidad del Fideicomiso de Titularización y de la Titularización, la Fiduciaria tendrá derecho de veto y se abstendrá de ejecutar tales decisiones. Los Inversionistas podrán concurrir a las Asambleas, personalmente o representados mediante poder. Cada Valor independientemente de la Serie a la que corresponda da derecho a voz y a un voto dentro de la Asamblea. El Presidente del Comité de Vigilancia actuará como Presidente de la Asamblea. La Fiduciaria siempre actuará como Secretario de la Asamblea. Todas las deliberaciones y decisiones de la Asamblea quedarán recogidas por escrito en actas suscritas por Presidente y Secretario. En aquellas Asambleas en las que se vaya a conocer y/o discutir información contenida en documentos, el solicitante de la Asamblea deberá proveer a la Fiduciaria, al tiempo de la solicitud, de la documentación a ser conocida en la Asamblea, de tal manera que dicha documentación pueda encontrarse a disposición de los Inversionistas, en las oficinas de la Fiduciaria, desde la fecha misma de la convocatoria. Los costos y gastos a ser incurridos en el desarrollo de la respectiva Asamblea deberán ser provistos al Fideicomiso de Titularización, por anticipado, por parte del solicitante de la Asamblea. La Asamblea tendrá las siguientes funciones:

- Designar o remover a los miembros integrantes del Comité de Vigilancia
- Conocer y resolver sobre los asuntos que sean sometidos a su consideración por la fiduciaria y/o por el Comité de Vigilancia.
- Ejercer todas las funciones y derechos establecidos para la Asamblea en el Fideicomiso de Titularización.
- En general todos los asuntos que le corresponda conocer y resolver por disposición legal o reglamentaria

Al 30 de junio de 2016, no se han reportado reuniones de la Asamblea de Inversionistas.

## Comité de Vigilancia

Estará compuesto por tres miembros designados por la Asamblea. Los integrantes del Comité de Vigilancia deberán ser Inversionistas. Los integrantes del Comité de Vigilancia no deberán mantener vínculos de propiedad ni de gestión con el Originador, la Fiduciaria, los Beneficiarios del Fideicomiso de Titularización, la Calificadora de Riesgos, la Auditora Externa, CEDEGE, HIDRONACIÓN, HIDROPACÍFICO, HIDROLITORAL, FIDEICOMISO HIDROPACÍFICO, CHL y/o CNO. Los integrantes del Comité de Vigilancia asumirán las funciones de Presidente, Vicepresidente y Secretario del mismo Comité de Vigilancia, conforme la asignación que efectúe la Asamblea. La Fiduciaria informará a la Superintendencia de Compañías sobre los nombres, domicilios, hojas de vida y demás datos relevantes sobre las personas designadas como miembros integrantes del Comité de Vigilancia y las funciones a ellos asignadas.

- Constituyen obligaciones del Comité de Vigilancia:
  - Vigilar e informar a los Inversionistas y a la Superintendencia de Compañías, sobre el cumplimiento de las normas legales, reglamentarias y contractuales aplicables al Fideicomiso de Titularización y/o a la Titularización. Los casos de incumplimiento deberán ser informados a la Superintendencia de Compañías, como hechos relevantes, dentro de los cinco días hábiles posteriores a la fecha en que el Comité de Vigilancia los haya detectado.

- Informar a la Asamblea, al vencimiento del Plazo de todos los Valores, sobre su labor y las conclusiones obtenidas.
- Constituyen atribuciones del Comité de Vigilancia:
  - Comprobar que la Fiduciaria cumpla en la administración del Fideicomiso de Titularización Y de la Titularización, con lo dispuesto en las normas legales y reglamentarias.
  - Solicitar a la Fiduciaria que efectúe convocatorias a Asambleas extraordinarias, en los casos que considere oportuno.
  - Autorizar reformas al fideicomiso de titularización, cuando ellas no afecten a los derechos de los Inversionistas.
  - Conocer anualmente la siguiente información, respecto del ejercicio económico inmediato anterior: (a) Estados Financieros y Estados de Resultados del Fideicomiso de Titularización; (b) Informe de la Auditora Externa; (c) Informe de Actualización de la Calificadora de Riesgos, cuando corresponda al Informe con información cortada a Diciembre treinta y uno del año respectivo; (d) Informe del Operador; (e) Informe del Supervisión de la Operación; (f) Informe del Agente de Recaudo; (g) Informe del Comercializador; y, (h) Informe de la Fiduciaria. Cuando el Informe de Actualización de la Calificadora de Riesgos corresponda a períodos con información cortada a fechas distintas a Diciembre treinta y uno del año respectivo, el Comité de Vigilancia conocerá de tales Informes de Actualización dentro de los treinta días calendario posterior a la fecha en que dichos Informes hayan sido emitidos por la Calificadora de Riesgos.
  - Conocer y resolver sobre los asuntos que sean sometidos a su consideración por la Fiduciaria.
  - En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por el Operador, resolver sobre: (i) la terminación del Contrato de Servicios de Operación con el Operador, y (ii) escoger el reemplazo correspondiente, para que asuma la función de Operador, en los mismos o mejores términos y condiciones que los estipulados para el Operador inicial o previo. La resolución que adopte el Comité de Vigilancia respecto del Operador, deberá siempre tener en cuenta que se trata de un Derecho Compartido, por lo que su ejecución requerirá de la conformidad previa del Financista del Proyecto.
  - En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por la Calificadora de Riesgos, resolver sobre: (i) la terminación del Contrato de Servicios de Actualización de Calificación de Riesgos con la Calificadora de Riesgos, y (ii) escoger el reemplazo correspondiente, para que asuma la función de Calificadora de Riesgos.
  - En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por el Agente de Recaudo, resolver sobre: (i) la terminación del Contrato de Servicios de Agencia de Recaudo con el Agente de Recaudo, y (ii) escoger el reemplazo correspondiente, para que asuma la función de Agente de Recaudo.
  - En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por la Auditoría Externa o por principios de renovación y de alternabilidad, y de conformidad con lo permitido por la normativa aplicable, resolver sobre: (i) la terminación del Contrato de Servicios con la Auditora Externa, y (ii) escoger el reemplazo correspondiente, para que asuma la función de Auditora Externa.
  - En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por la Fiduciaria, resolver sobre: (i) la sustitución de la Fiduciaria, y (ii) escoger a la sustituta correspondiente, para que asuma la función de Fiduciaria.
  - En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por el o los Comercializadores, resolver sobre: (i) la terminación del Contrato de Comercialización con el Comercializador, y (ii) escoger el reemplazo correspondiente, para que asuma la función de Comercializador. Al efecto se atenderá lo siguiente:
    - Si se trata de un Comercializador de Generación Básica exclusivamente, el Comité de Vigilancia podrá resolver sobre el reemplazo del Comercializador.
    - Si se trata de un Comercializador de Generación Básica y de Generación Adicional en conjunto, en cuyo caso y en ejercicio de los Derechos Compartidos, el Financista del Proyecto y el Fideicomiso de Titularización, previo decisión e instrucción en tal sentido de parte del Comité de Vigilancia hacia la Fiduciaria, podrán resolver, en conjunto, sobre el reemplazo del Comercializador.
  - En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por el Agente Pagador, resolver sobre: (i) la terminación del Contrato de Servicios de Agencia de Pago, y (ii) escoger el reemplazo correspondiente, para que asuma la función de Agente Pagador.
  - Aprobar una terna de potenciales supervisores a fin de que la Fiduciaria, de entre dicha terna, designe al Supervisión de la Operación. Al efecto, la Fiduciaria convocará a varios potenciales supervisores para

que presenten sus ofertas técnicas y económicas, las cuales serán evaluadas por el Comité de Vigilancia Y en base a las cuales el Comité de Vigilancia procederá con la conformación de la terna correspondiente y, de entre tal terna, la Fiduciaria procederá con la designación del Supervisión de la Operación.

- Adoptar todas las decisiones que sean necesarias a efectos de facilitar el cumplimiento del objeto y de la finalidad del Fideicomiso de Titularización y de la Titularización, siempre que tales decisiones no afecten ni atenten con el objeto y la finalidad del Fideicomiso de Titularización y de la Titularización
- Velar por la ejecución de las decisiones adoptadas e instrucciones impartidas por la Asamblea.
- Ejercer todas las funciones y derechos establecidos para el Comité de Vigilancia en el Fideicomiso de Titularización. De así considerarlo necesario, el Comité de Vigilancia podrá asesorarse con expertos en las respectivas materias a conocer y resolver respecto de los distintos temas referidos en el numeral diecisiete.dos) de la cláusula décimo séptima del Fideicomiso de Titularización.

Se debe informar que en la última sesión del Comité de Vigilancia, esto es el 12 de febrero de 2016, se reunieron los siguientes miembros:

- Presidente: Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS)
- Videpresidente: Banco del Pacífico S.A.
- Secretario: Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS)
- Agente de Manejo: Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos Futura, FUTURFID S.A.

En dicho comité se trataron los puntos de la designación de otra Calificadora de Riesgos y de Auditora Externa, como disposición emitida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Hasta el 30 de junio de 2016 no se ha vuelto a reunir el Comité de Vigilancia.

## **Punto de Equilibrio**

Según el Contrato de Fideicomiso, no se considera necesario la existencia de un punto de equilibrio de colocación o colocación mínima de Valores.

## **Experiencia del Administrador Fiduciario**

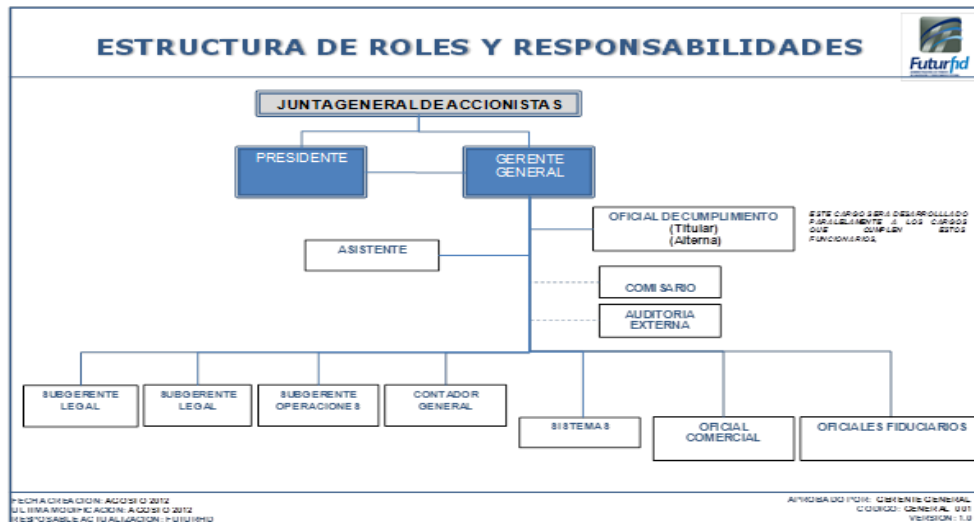
La Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos Futura FUTURFID S.A., quien actúa como Administrador del Fideicomiso **“Titularización de Flujos-Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind”** fue constituida mediante escritura pública el 6 de abril de 1994, e inscrita en el Registro Mercantil de esta cantón el 2 de mayo de 1994, bajo el nombre de Administradora de Fondos BG S.A.<sup>2</sup> En enero de 2012 cambia su denominación a Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos Futura FUTURFID S.A. Su capital suscrito y pagado asciende a la suma de USD 400.000,00.

Por otro lado, se debe mencionar que la Fiduciaria posee personal con amplia experiencia en el área, capacitado para el manejo de cada uno de sus procesos. Cuenta con varios niveles administrativos como: nivel directivo (el cual está representado por la Junta General de Accionistas), nivel ejecutivo (Presidente y Gerente General), áreas técnicas de apoyo y operativas como el equipo legal, informático y comercial. Así mismo posee el Sistema Gestor – Fiducia 2003 para el manejo operativo, contable, financiero y comercial de los fideicomisos, lo cual le permite mantener un completo control sobre todos los aspectos del negocio fiduciario.

A continuación se puede apreciar el organigrama de la Fiduciaria:

<sup>2</sup> Prospecto de Oferta Pública. Municipio de Guayaquil.

GRÁFICO 1: ORGANIGRAMA ESTRUCTURAL ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS FUTURA FUTURFID S.A.



Fuente y Elaboración: Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos Futura FUTURFID S.A.

Por lo expuesto, se observa que la administradora presenta una apropiada estructura administrativa, adecuada capacidad técnica, y un aceptable posicionamiento en el mercado, con lo cual se da cumplimiento a lo determinado en el numeral 3.3 del Artículo 18, del Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

### Calidad del Activo Subyacente

Los Flujos que son parte del Fideicomiso, se refieren a la cuentas por cobrar provenientes de la generación de energía de la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind, corresponden a los de Generación Básica. Es decir, son las cuentas por cobrar que se generan por la venta de energía, que en virtud de lo mencionado en el Contrato de Fideicomiso, se estipulan en: i) Contratos PPA, ii) Transacciones en el mercado ocasional (SPOT), y, iii) Otros conceptos.

En el Contrato de Fideicomiso se estipulaba que el único que tendría el derecho y la facultad de recibir íntegramente el precio a ser pagado por los compradores de la Generación Básica, sería el Fideicomiso objeto del presente estudio.

Según lo estipulado en los artículos 117 y 143 de la Ley de Mercado de Valores, el Derecho de Cobro constituye un “bien que se espera que exista”, para lo cual las partes establecen de manera expresa que la cesión del Derecho de Cobro a favor del Fideicomiso se producirá en el momento mismo en el que el Derecho de Cobro se genere, sin la necesidad de que se cumpla ningún requisito, acto o formalidad adicional.

En este sentido, la Fiduciaria aclara que los flujos correspondientes que deberían ser ingresados a través del Fideicomiso, fueron recibidos hasta el mes de marzo de 2013. Los recursos correspondientes a las ventas de energía generada por la planta pasan directamente a la CELEC EP, la cual a su vez realiza aportes trimestrales con la finalidad de cumplir con el pago de los pasivos con inversionistas.

### Certidumbre de los Flujos

Según el informe de Estructuración Financiera, el análisis histórico de la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind se fundamentó en los estados financieros y los informes de operación de la planta.

Se presenta a continuación un cuadro donde resume las principales cuentas de producción de energía registradas por la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind, entre el periodo analizado de 2002 a 2005:

**CUADRO 4: PRODUCCIÓN DE ENERGÍA**

RUBRO	Hidrología				Promedio
	Media-Humeda	Media	Seca	Seca	
	2002	2003	2004	2005	
Potencia instalada nominal (MWh)	213	213	213	213	
Producción de energía (MWh)	849.585,87	634.507,15	468.419,11	428.892,39	595.351,13
Potencia a remunerar (MWh)	170,3	133,45	113	73,16	122,4775
Factor de planta %	45,53%	34,01%	25,01%	22,99%	35,00%

Fuente: Informe de Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

El factor de planta es definido como el porcentaje de energía producida durante un año en función de la capacidad nominal de la planta. Para el análisis histórico del Factor se tomó una muestra de observaciones mensuales de la producción de electricidad de la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind. Los resultados del análisis efectuado por la estructuradora arrojó una media de 35% con una desviación estándar de 22%.

Se determinaron dentro del informe de Estructuración Financiera, ciertas variables clave que se detallan a continuación:

**CUADRO 5: VARIABLES CLAVE**

RUBRO	Media	Variación
Factor de Planta (%)	35,00%	22,00%
Precio PPA (\$c/Kwh)	4,00	10,00%
Costo fijo Operador más mantenimiento	2,47	5,00%

Fuente: Informe de Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Una vez establecidas las variables clave, el estructurador procedió a definir un escenario pesimista y un optimista de acuerdo al análisis histórico del comportamiento de las variables, así como de las expectativas futuras de las mismas. De igual manera se asignaron probabilidades de ocurrencia, basadas en un análisis de distribución normal, para el factor de planta y porcentajes históricos de variación para el precio PPA y los costos.

A continuación se encuentran los escenarios con sus probabilidades y valores:

**CUADRO 6: ESCENARIOS**

RUBRO	Pesimista		Base		Optimista	
	Media	Variación	Media	Variación	Media	Variación
Factor de Planta (%)	27,30%	15,87%	35,00%	68,26%	42,70%	15,87%
Precio PPA (\$c/Kwh)	3,60	35,00%	4,00	30,00%	4,40	35,00%
Costo fijo Operador más mantenimiento	2,59	20,00%	2,47	60,00%	2,35	20,00%

Fuente: Informe de Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

En consecuencia a lo antes mencionando, se detallan los posibles escenarios que se pueden presentar conforme las variables clave determinadas anteriormente y junto con el análisis de los Flujos de Caja Disponibles, se puede calcular la probabilidad de los escenarios.

**CUADRO 7: PROBABILIDAD DE LOS ESCENARIOS**

Variables clave			Probabilidad	FCD	Desv. Estándar
FP	PPA	O&M		miles USD	miles USD
1	1	1	1,11%	10,58	32,68
1	1	2	3,33%	10,71	31,29
1	1	3	1,11%	10,83	29,92
1	2	1	0,95%	12,05	18,09
1	2	2	2,86%	12,17	17,05



1	2	3	0,95%	12,29	16,05
1	3	1	1,11%	13,51	7,78
1	3	2	3,33%	13,63	7,10
1	3	3	1,11%	13,76	6,46
2	1	1	4,78%	14,30	4,00
2	1	2	14,33%	14,42	3,52
2	1	3	4,78%	14,55	3,07
2	2	1	4,10%	16,18	0,02
2	2	2	12,29%	16,30	0,00
2	2	3	4,10%	16,42	0,02
2	3	1	4,78%	18,05	3,07
2	3	2	14,33%	18,18	3,52
2	3	3	4,78%	18,30	4,00
3	1	1	1,11%	18,02	2,94
3	1	2	3,33%	18,14	3,38
3	1	3	1,11%	18,26	3,85
3	2	1	0,95%	20,31	16,05
3	2	2	2,86%	20,43	17,05
3	2	3	0,95%	20,55	18,09
3	3	1	1,11%	22,60	39,64
3	3	2	3,33%	22,72	41,41
3	3	3	1,11%	22,84	42,81

Fuente: Informe de Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Según lo determina el informe, los valores de 1, 2 o 3, son los diversos escenarios, en este orden: pesimista, base y optimista.

### Metodología de cálculo para el Índice de Desviación

El cálculo del Índice de Desviación Promedio Ponderado, se lo realiza en conjunto con el análisis previo de los escenarios posibles, dando un peso para cada escenario. Los resultados del cálculo realizado por el estructurador se presentan a continuación:

**CUADRO 8: INDICE DE DESVIACIÓN**

RUBRO	Valor
FCD Escenario Base	USD 16,30 millones
Desviación Estándar del FCD	USD 2,815 millones
Índice de Desviación	17,27%

Fuente: Informe de Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Luego del análisis y estudio realizado sobre la capacidad de generar flujos, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A. señala que la empresa no posee una aceptable aptitud para generar flujos dentro de las proyecciones establecidas con respecto a los pagos esperados así como sobre la base de las expectativas esperadas de reacción del Mercado, por cuanto los flujos por generación de energía ya no se reciben en el Fideicomiso, por tanto, los flujos no son suficientes para cubrir en forma adecuada todos los pagos que deba afrontar el Fideicomiso, tanto para amortizar la deuda de capital e intereses, realizar provisiones para pagos, así como con el resto de obligaciones, de acuerdo con los términos y condiciones presentadas en el contrato del Fideicomiso y en las proyecciones que constan en la estructura financiera de la presente emisión. Por lo tanto Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A. está dando cumplimiento al análisis, estudio y expresar criterio sobre lo establecido en los numerales 1.4, y 3.1 del Artículo 18 Capítulo III del Subtítulo IV del Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

## **Monto Máximo de la Emisión**

Según cálculos realizados por la estructuradora, se establecieron flujos proyectados descontados que suman la cantidad de USD 106,5 millones. La estructuradora consideró que los USD 80,00 millones que se estimó emitir, representan el 71,43% del valor presente de los flujos, cumpliendo con lo que estipulaba la normativa de dicho momento.

Luego del análisis y estudio de los valores emitidos frente al monto máximo que podía emitirse, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. señala que el monto a emitirse por medio de la Titularización de Flujos-Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind dieron cumplimiento a lo establecido en el Artículo 5, numeral 4.2, Sección I, Capítulo V, Subtítulo I, Título III de la Codificación de Resoluciones del C.N.V

## **Estudios sobre el Patrimonio y la estructura**

Las titularizaciones son procesos mediante los cuales se emiten títulos valores susceptibles de ser negociados y colocados en el mercado de valores, con cargo a un patrimonio autónomo, que deberá pagar las obligaciones financieras a los inversionistas en las condiciones acordadas. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener un instrumento, ni una garantía de pago, ni estabilidad en su precio, sino una evaluación de su riesgo involucrado.

El proceso de análisis requiere verificar aspectos cualitativos y cuantitativos de si el originador presenta información representativa y válida, sin que esto signifique que se realice un proceso adicional de auditoría a la misma, ni que la calificadora se responsabilice sobre la veracidad de ella. Se trata de determinar, a juicio de Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A. si los estados financieros, los Flujos, y otros antecedentes complementarios, son suficientes para inferir razonablemente la situación financiera del patrimonio fideicometido y, evaluar el riesgo asociado a los títulos de oferta pública emitidos a raíz del proceso de titularización. Todos estos aspectos han sido estudiados en el Fideicomiso Titularización de Flujos-Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind, los mismos que, según la estructuración financiera al inicio del proceso, tenían una fortaleza importante, así como una interesante proyección de recuperación de flujos y cobertura de los pagos, pero que con los cambios en las condiciones de negocio, el Fideicomiso no recibe sus flujos que son de propiedad exclusiva conforme el contrato de Fideicomiso, pues sería el Fideicomiso el único que tendría el derecho y la facultad de recibir íntegramente el precio a ser pagado por los compradores.

Para la calificación de los valores producto de un proceso de titularización, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A. considera necesario evaluar una serie de factores que incluyen: la calidad del activo subyacente, la seguridad de los flujos de caja esperados, los mecanismos de cobertura, así como la experiencia y calidad del originador y del administrador fiduciario, además de la estructura legal del fideicomiso. Estos aspectos han sido analizados en el Fideicomiso Titularización de Flujos-Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind, los mismos que no guardan consistencia, pues los valores por facturación que deben ser recibidos por el Fideicomiso, no están siendo direccionados a este, y pasan directamente a CELEC EP.

Con base a estos temas Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A. busca establecer la probabilidad de que los inversionistas reciban a tiempo el pago de capital e intereses según lo establecido en el contrato de fideicomiso, así como la cobertura de los Mecanismos de Garantía establecidos. De esta forma, se determina que el Fideicomiso Titularización de Flujos-Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind no está en capacidad de generar los flujos adecuados para cubrir con el pago a los inversionistas, además, los Mecanismos de Garantía son parcialmente aceptables para otorgarle liquidez a la titularización, en caso de requerir, la misma que cubriría hasta determinado monto de pagos, puesto que sus mecanismos no mantiene las mismas condiciones establecidas en el contrato de Fideicomiso. El contrato de fideicomiso resguarda el uso y manejo adecuado de los recursos, y le da seguridad legal a la titularización, mientras que la constitución de un Comité de Vigilancia aporta al seguimiento del desempeño operativo y financiero del fideicomiso. Con los cambios efectuados en el Sector eléctrico en el Ecuador, es necesario un cambio en el marco legal del proceso en estudio, aunque no se ha podido determinar que esto haya sucedido.

Actualmente al Fideicomiso no ingresan los flujos por pagos de la energía generada por la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind, necesario para realizar los pagos a los inversionistas, debido a que CELEC EP es quien recauda directamente dichos flujos, dejando de lado el objeto para el cual fue creado el Fideicomiso.

## **Riesgo de la Economía** **Sector Real**

Según publicaciones realizadas por la Comisión Económica para América Latina y el Caribe se espera que la actividad económica de la región se contraiga un promedio de 0,6% para el año 2016, después de un retroceso promedio del 0,5% presentado en el año 2015. Esta proyección da cuenta de un entorno global difícil en el cual se mantiene el bajo crecimiento de los países desarrollados, una importante desaceleración en las economías emergentes, en particular China, una creciente volatilidad y costos en los mercados financieros, y bajos precios de las materias primas, en particular hidrocarburos y minerales. Además, se aprecia una mayor debilidad de la demanda interna de los países de la región, en la cual la caída en la inversión doméstica está siendo acompañada por una desaceleración del consumo<sup>3</sup>.

El Fondo Monetario Internacional (FMI), señaló el bajo precio del petróleo como factor principal de las perspectivas a la baja en el crecimiento de Ecuador, y pronostica que el PIB caerá un 4,5% en 2016 y en un 4,3% en 2017, sin embargo, destaca que estas previsiones tienen un gran componente de incertidumbre, ya que dependen de la disponibilidad de financiación externa.<sup>4</sup>

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados al cierre de junio de 2016 o los más próximos disponibles a dicha fecha, se presentan a continuación:

**CUADRO 9: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR**

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB (miles USD 2007) 2015 Previsión	69.968.813	Inflación anual (VII/2016)	1,58%
Deuda Externa Pública como % PIB (VI/2016)	22,0%	Inflación mensual (VII/2016)	-0,09%
Balanza Comercial (millones USD VI/2016)	695,5	Inflación acumulada (VII/2016)	1,20%
RILD (millones USD VI/2016)	3.572,84	Remesas (millones USD) (III/2016)	594,74
Riesgo país (EMBI al 31 de julio de 2016)	877	Índice de Precios al consumidor (VII/2016)	105,29
Precio Promedio Barril Petróleo WTI (USD al 31-jul-16)	41,6	Desempleo (VI/2016)	6,68%

Fuente: Banco Central del Ecuador / Elaboración: Class International Rating

El **Producto Interno Bruto (PIB)**, de acuerdo a las cifras reportadas por el Banco Central del Ecuador, evidencian que, durante el año 2014 el crecimiento de la economía sufrió una desaceleración, ya que el PIB presentó un crecimiento de 3,7%, no obstante, este valor fue superior al comparado con el crecimiento de América Latina que fue de 1,1%, sin embargo, es inferior al crecimiento de los años previos, ubicándose de esta manera como el octavo país de mayor crecimiento de la región. Para el año 2015, el Gobierno Nacional estimó inicialmente un crecimiento del 4%, sin embargo, la caída en el precio del petróleo y la apreciación del dólar hizo que la economía crezca en 0,3%, porcentaje que es claramente inferior al de años previos y la más baja desde 1999 cuando fue 4,7%. Como ya se había mencionado anteriormente las perspectivas del FMI para Ecuador no son alentadoras.

**Exportaciones totales.**- La cifra de las exportaciones petroleras en valor FOB entre enero y diciembre de 2015, al ser comparada con la alcanzada en el mismo periodo de 2014, muestran una disminución de 49,7% pasando de USD 13,30 mil millones a USD 6,70 mil millones respectivamente, mientras que las exportaciones no petroleras registradas durante el año 2015, totalizaron un valor FOB de USD 11,67 mil millones, monto inferior en 6,1% con respecto al mismo período en el año anterior, que fue de USD 12,43 mil millones. Dentro de las exportaciones no petroleras, los productos que mayor participación porcentual tuvieron durante el año 2015

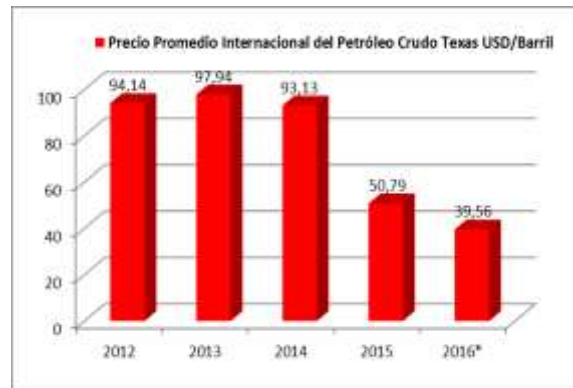
<sup>3</sup> <http://www.cepal.org/es/comunicados/actividad-economica-america-latina-caribe-se-contraera-06-2016>

<sup>4</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/economia-ecuador-disminuir-2016-fmi.html>

fueron: banano y plátano, camarón y productos del mar entre los principales. Para los periodos comprendidos entre enero y junio de 2016 el valor FOB de las exportaciones totales fue de USD 7.924,7 millones, es decir 19,2% inferiores a las registradas durante el mismo periodo del 2015 que fueron de USD 9.804,6 millones. Las exportaciones petroleras en volumen, durante el periodo de análisis disminuyeron en 0,95%, al pasar de 11.035,9 miles de toneladas métricas a 10.931,5 miles de toneladas métricas. En valor FOB las ventas externas petroleras experimentaron una disminución de 37.6%, pasando de USD 3.803,1 millones a USD 2.373,4 millones. El valor unitario promedio del barril exportado de petróleo y sus derivados disminuyó en 36%. Las exportaciones no petroleras registradas en los meses de enero y junio del 2016, fueron de USD 5.551,3 millones, cifra que fue inferior en 7,5% con respecto del mismo periodo del año 2015.

La producción diaria de crudo<sup>5</sup> en nuestro país en junio de 2016, en lo concerniente a Empresas Públicas alcanzó un promedio diario de 431,5 mil barriles, de los cuales el 83,3% perteneció a Petroamazonas EP; y el 16,7% restante, correspondió a la Operadora Río Napo, mientras que la producción promedio diaria de crudo de las empresas privadas ascendieron a 118,6 mil barriles. El **precio promedio del barril de petróleo WTI** de acuerdo a cifras del BCE, a junio de 2016 alcanzó un valor promedio de USD 48,3 por barril, mostrando una baja de 19% en su precio en relación al cierre de junio del 2015. De acuerdo a cifras de Indexmundi, el precio promedio a junio de 2016 se ubicó en USD 38,79 por barril, mientras que entre enero y junio de 2016 fue de USD 39,56 por barril en promedio.

**GRÁFICO 2: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO**



Fuente: Indexmundi / Elaboración: Class International Rating

Cabe destacar que la actividad económica del país fue impulsada en gran medida por la alta disponibilidad de fondos que ha tenido el Gobierno ecuatoriano, recursos que a su vez vieron favorecidos por un alto precio promedio del barril de petróleo, sin embargo, la tendencia internacional inestable de dichos precios, ha llamado la atención del Gobierno ecuatoriano, pues la caída por debajo del precio presupuestado, pondría en problema la caja fiscal y generaría un déficit de fondos para la economía del país, determinando además que para el Ecuador el efecto de una caída de precios del crudo es directo ya que el gasto público se financia básicamente con los recursos petroleros. El precio del barril del petróleo en junio de 2016 fue de USD 47,69, ubicando en un precio en niveles que no se veían en más de doce años, además que el crudo ecuatoriano al ser más pesado, se lo compra a un menor precio (alrededor de USD 10,00 menos), por lo que en ciertos casos, el precio no cubriría ni los costos de producción<sup>6</sup>.

Al 31 de diciembre de 2015 las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 20,46 mil millones, inferiores en 22,6% a las compras externas realizadas en similar periodo del año 2014. De acuerdo a la Clasificación Económica de los Productos por Uso o Destino Económico (CUODE) y hasta diciembre de 2015<sup>7</sup>, en valor FOB, los grupos de productos que crecieron fueron: Productos Diversos, mientras que los que disminuyeron fueron los Combustibles y Lubricantes, Bienes de Capital, Bienes de Consumo y Materias Primas. El Gobierno Nacional entre sus políticas económicas fundamentales para los próximos años, se ha planteado la

<sup>5</sup> Información disponible más reciente en el BCE

<sup>6</sup> <http://expreso.ec/expreso/plantillas/nota.aspx?idart=8809035&idcat=38229&tipo=2>

<sup>7</sup> Información disponible más reciente en los boletines del BCE

sustitución de productos y servicios importados, con el fin de mejorar la balanza comercial y desarrollar la industria nacional. Al finalizar el mes de junio de 2016, las importaciones totales en valor FOB fueron de USD 7.228,7 millones, cifra que es inferior a las compras externas realizadas durante el mismo periodo del 2015, que fueron de USD 11.039,3 millones.

La **recaudación de impuestos** durante el año 2015 alcanzó un valor de USD 13,95 mil millones, manteniendo la tendencia creciente de los ejercicios anteriores, siendo así, esta cifra presentó un crecimiento del 2,45% frente a los USD 13,62 mil millones del año 2014 (USD 12,76 mil millones en el 2013). Al 30 de julio de 2016 la recaudación de impuestos registró un monto de USD 7.824,51 millones, inferior a lo alcanzado en similar periodo de su año previo. Entre los impuestos con mayor aporte a julio de 2016 se destacan: El IVA con USD 3.247,77 millones, seguido de IR (Impuesto a la Renta) (USD 2.581,18 millones), así como el ISD (Impuesto a la salida de divisas) (USD 561,64 millones), el ICE (Impuesto a los Consumos Especiales) (USD 439,00 millones).

La **inflación** en el país a partir de la circulación del dólar de los Estados Unidos como moneda oficial del Ecuador, ha logrado mantener la variación del crecimiento de precios estable, en cifras próximas e incluso menores al 3% anual. Para el año 2014 Ecuador registró una inflación anual 3,67%, mientras que para diciembre de 2015 la inflación anual fue de 3,38%, porcentaje inferior a la de su periodo precedente. Al 31 de julio de 2016 la inflación anual fue de 1,58%, porcentaje inferior con respecto de julio del 2015, cuando la inflación se ubicó en 4,36%.

En referencia al **salario mínimo vital nominal promedio**, se aprecia que al cierre de junio de 2016, este alcanzó un monto de USD 426,92, mientras que el **salario unificado nominal**, fue fijado en USD 366,00, el mismo que incrementó en un 3,39% frente al salario unificado nominal del año 2015 (USD 354,00), éste incremento es el más reducido de los últimos nueve años. El aumento en el salario unificado nominal va de acuerdo a una reforma laboral impuesta por el Gobierno ecuatoriano, cuyo objetivo es que los salarios progresivamente se equiparen con el costo de la canasta básica familiar, la misma que al mes de julio de 2016, se ubicó en USD 688,21<sup>8</sup>, mientras que los ingresos mensuales familiares, para el mismo mes, alcanzaron USD 683,20, lo cual indica que existe una cobertura del 99,27% de la canasta familiar básica.

Al referirnos a la **tasa urbana de empleo adecuado** se debe mencionar que la última encuesta de indicadores laborales, publicada por el INEC, revela que la tasa de empleo nacional adecuado a marzo de 2016 alcanzó el 40%, 3,7 puntos porcentuales inferior que con respecto al mismo mes del año 2015 (43,7%). Por otro lado, la **tasa de pobreza** (marzo 2016) de la población nacional urbana del Ecuador se situó en 16,6%, presentando una tasa superior en frente a su similar período del año 2015 (15,1%). El nivel de **desempleo/desocupados**<sup>9</sup> (tasa de desocupación total) a junio de 2016, llegó a 6,68%.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés**, no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial fue de 6,01% para julio de 2016, mientras que la tasa activa referencial de 8,67% existiendo un spread de tasas activas y pasivas referenciales para el mes de julio de 2016 de 2,66%. El volumen del crédito otorgado por el sistema financiero nacional tuvo una variación anual negativa del 15,14%, es así que a junio del 2016, el volumen de crédito entregado fue de USD 2.036,3 millones, mientras que al mismo mes del 2015 llegó a USD 2.399,6 millones.

El flujo de **remesas**<sup>10</sup> familiares que ingresó al país durante el 2015 sumó USD 2.377,80 millones, cifra que fue inferior en un 3,4% con respecto de lo reportado en el 2014, esta disminución se atribuye a la coyuntura económica de los principales países donde residen los emigrantes ecuatorianos (Estados Unidos de América, España e Italia, entre otros), así como la depreciación del euro con respecto al dólar en 19,6% en el periodo 2015. Al 31 de marzo de 2016, las remesas alcanzaron una suma de USD 594,74 millones, monto superior en 12,12% a lo obtenido en similar periodo del año 2015 (USD 530,44 millones). El flujo de remesas procedentes de los Estados Unidos de América ascendió a USD 343,01 millones (57,68% del monto total recibido) que,

<sup>8</sup> Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), Reporte de Inflación Abril de 2016. (<http://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/ingreso-familiar-supera-costo-de.html>)  
<http://www.ecuadorencifras.gob.ec/canasta/>.

<sup>9</sup> Información disponible más reciente en el BCE.

<sup>10</sup> <http://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201505.pdf>, última información registrada.

comparado con el flujo compilado en el año 2015 (USD 287,64 millones), registro un aumento del 19,25%. El flujo de remesas provenientes de España totalizó USD 146,74 millones (24,67% del monto total recibido), valor inferior en un 2,5% con respecto del receptado en el 2014 cuando fue de USD 143,17 millones. Desde el resto del mundo por concepto de remesas los emigrantes enviaron al Ecuador USD 104,98 millones (17,65% del monto total recibido).

El Ecuador recibió USD 772,94 millones por concepto de **inversión extranjera directa (IED)** en el año 2014, según el último informe del Banco Central (BCE), presentando un incremento frente a la IED recibida en el año 2013 que sumó un monto total de USD 726,81 millones. Al 31 de diciembre de 2015, la IED arrojó un valor de USD 1.060,06 millones, evidenciando la tendencia creciente registrada históricamente. El monto por IED mencionado responde principalmente al impulso dado en el país a actividades económicas de Explotación de Minas y Canteras, Comercio, Industria Manufacturera, Servicios prestados a las empresas, entre las más importantes. Para el primer trimestre del año 2016 la inversión extranjera directa ascendió a un total de USD 153,84 millones.

Para el mes de junio de 2016, de acuerdo a información presentada por el BCE, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 22.572 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses, ésta cifra presentó un incremento de 12,75% con respecto a junio de 2015 (USD 20.037,6 millones), mientras que el **saldo de deuda externa privada** hasta junio de 2016 fue de USD 12.906,2 millones, evidenciando un incremento de 4,90% frente a lo registrado a junio de 2015 (USD 12.303,7 millones). Asimismo, un punto importante a ser mencionado en este ámbito es que el gobierno nacional todavía tiene espacio para contratar deuda de acuerdo a la norma legal vigente considerando que según lo establece la normativa respectiva, el límite legal para la **relación deuda pública total/PIB** es del 40%, la misma que según el BCE y el Ministerio de Finanzas del Ecuador a junio de 2016, se encuentra en 22,0%.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años se ha presentado variables, puesto que el 2013 las reservas (RILD) se incrementaron a USD 4.360,5 millones, producto de mayores depósitos de algunas entidades del sector público, mientras que las reservas al final del 2014 se redujeron hasta registrar un saldo de USD 3.949,1 millones, situación similar se evidenció al cierre de 2015, pues las RILD, registraron USD 2.496,0 millones, determinando que los principales ingresos de la Reserva Internacional son: recaudación de impuestos, exportaciones de petróleo y derivados, emisión de deuda interna, depósitos de los gobiernos locales, desembolsos de deuda externa y exportaciones privadas, entre otros. Al 30 de junio de 2016 las reservas internacionales registraron un saldo USD 3.433, millones.

La calificación crediticia del país en mercados internacionales, para finales del año 2015, la firma Standard & Poor's redujo la calificación que había otorgado al Ecuador, llevándola de **“B+ (Positivo) a “B”**, debido a un deterioro de las cuentas fiscales y externas, producto de la caída en los precios del petróleo, así como una mayor tensión entre el gobierno y la sociedad<sup>11</sup>. Por otro lado en el mes de diciembre de 2014, la agencia calificadora Moody's Investors Service subió la calificación del país a **“B3” (estable)**, manteniendo su perspectiva estable<sup>12</sup>. En este punto resulta importante mencionar que la calificación crediticia que posee Ecuador ha ocasionado un importante incremento en el riesgo país, lo cual dificulta el conseguir financiamiento en el mercado internacional, manteniendo únicamente la fuente de financiamiento proveniente de China, la misma que en ciertos casos es desfavorable debido a las altas tasas de interés o por la venta futura de petróleo.

En términos generales, en el mediano plazo la creciente participación y regulación de la actividad económica por parte del Gobierno ecuatoriano genera cierta incertidumbre en su sostenibilidad ya que esta depende en gran medida de sus ingresos petroleros y estos, a su vez presentan una tendencia a la baja, con lo cual la caída del precio del crudo genera incertidumbre, en especial respecto a la inversión y gasto público, lo que obliga a moderar las expectativas de crecimiento.

<sup>11</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/finanzas-ecuador-riesgocrediticio-economia.html>

<sup>12</sup> <http://www.eluniverso.com/noticias/2014/12/19/nota/4360636/calificacion-crediticia-ecuador-sube-b3-segun-moodys>; <http://www.datosmacro.com/ratings/ecuador>

En relación a lo sucedido con la disminución en el precio del petróleo, se debe mencionar el alza que viene presentando el dólar en comparación de las principales monedas del mundo, es así que el dólar ha presentado una apreciación importante en los últimos meses<sup>13</sup>. El efecto de este incremento estaría reflejado en las exportaciones de los países dolarizados que serán más caras y menos competitivas, mientras que las importaciones se abaratarán. Quienes ganan con esta alza son los consumidores, que tendrán acceso a productos importados a menores precios, sin embargo, los que pierden podrían ser las empresas que se dedican a la producción, por las dificultades de exportación y por la competencia interna<sup>14</sup>. Se debe mencionar que por la apreciación del dólar, mucha gente ha visto la oportunidad de sacar capitales y realizar compras en los países fronterizos debido a que sus monedas han sido devaluadas.

Como consecuencia de la baja del precio del petróleo y la apreciación del dólar el panorama externo ha modificado las previsiones relacionadas con la balanza de pagos del país, por lo que el gobierno nacional se ha visto en la necesidad de aplicar medidas para regular el nivel general de las importaciones y así equilibrar la balanza comercial. Una de las medidas adoptadas y que podría afectar de manera directa a varias industrias que se desenvuelven en el mercado bursátil es la aplicación de salvaguardias de hasta un 45% a las importaciones, la mencionada disposición afecta a 2.800 productos con una sobretasa del 5% para bienes de capital y materias primas no esenciales, un 15% para bienes de sensibilidad media, un 25% a neumáticos, cerámica, ckd de televisores y ckd de motos y finalmente una sobretasa de 45% para bienes de consumo final, entre los que se incluyen televisores y motocicletas. La salvaguardia tiene una vigencia de 15 meses a partir del 11 de marzo de 2015, tiempo en el cual se realizarán evaluaciones periódicas y una vez concluido el plazo se hará un cronograma de desgravación. Los rubros que se encuentran exentos de esta medida son materias primas, bienes de capital, artículos de higiene personal, medicinas, y equipos médicos, repuestos de vehículos, combustibles y lubricantes, e importaciones por correo rápido o Courier<sup>15</sup>. Cabe indicar que en el mes de noviembre de 2015 Ecuador envió a la Organización Mundial de Comercio un cronograma de desmantelamiento progresivo de las salvaguardias a realizarse durante el año 2016<sup>16</sup>, sin embargo con lo sucedido en las ciudades costeras a causa del terremoto ocurrido en el mes de abril del mismo año y debido a la persistencia en las dificultades externas que determinaron la adopción de estas salvaguardias, el Comité de Comercio Exterior (COMEX) decidió diferir por un año más el cronograma de desmantelamiento de las salvaguardias<sup>17</sup>.

## **Riesgo del Negocio**

### **Descripción de la Empresa**

El Originador inicialmente fue Hidroeléctrica Nacional HIDRONACIÓN S.A., que posteriormente se fusionaría con la empresa Corporación Eléctrica del Ecuador CELEC S.A., para formar la Corporación Eléctrica del Ecuador CELEC EP, considerada como una empresa pública estratégica. CELEC EP nace mediante el Decreto Ejecutivo No. 220, el mismo que fue emitido el 14 de enero de 2010, y en el que se dispone de la fusión de las empresas mencionadas, así como de la subrogación de los derechos y obligaciones de las mismas.

Su finalidad es la provisión de servicio eléctrico y éste debe responder a los principios de obligatoriedad, generalidad, uniformidad, responsabilidad, universalidad, accesibilidad, regularidad, continuidad y calidad.

Las principales actividades de la Corporación Eléctrica del Ecuador CELEC EP, son las siguientes:

- La generación, transmisión, distribución, comercialización, importación y exportación de energía eléctrica; para lo cual está facultada a realizar todas las actividades relacionadas, que entre otras comprende:
  - La planificación, diseño, instalación, operación y mantenimiento de sistemas no incorporados al Sistema Nacional Interconectado, en zonas a las que no se puede acceder o no resulte conveniente hacerlo mediante redes convencionales.

<sup>13</sup> <http://www.finanzas.com/noticias/mercados/bolsas/20150313/paridad-euro-dolar-pero-2892376.html>

<sup>14</sup> <http://dinero.univision.com/prosperidad/articulo/2014-10-02/cinco-maneras-en-que-el-alza-al-dolar-nos-afecta>

<sup>15</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/negocios-salvaguardias-productos-comercio-exterior.html>

<sup>16</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-cronograma-salvaguardias-pagos-balanza.html>

<sup>17</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-salvaguardias-comex-equilibrar-balanza.html>

- Comprar, vender, intercambiar y comercializar energía con las empresas de distribución, otras empresas de generación, grandes consumidores, exportadores e importadores.
- Comprar, vender y comercializar energía con los usuarios finales en las áreas que, de acuerdo con la Ley que regula el sector eléctrico, le sean asignadas para ejercer la actividad de distribución y comercialización de energía eléctrica.
- Representar a personas naturales o jurídicas, fabricantes, productores, distribuidores, marcas, patentes modelos de utilidad, equipos y maquinarias en líneas o actividades iguales, afines o similares a las previstas en su objeto social.
- Promocionar, invertir y crear empresas filiales, subsidiarias, consorcios, alianzas estratégicas y nuevos emprendimientos para la realización de su objeto.
- Asociarse con personas naturales o jurídicas, nacionales o extranjeras, públicas, mixtas o privadas, para ejecutar proyectos relacionados con su objeto social en general
- Participar en asociaciones, institutos o grupos internacionales dedicados al desarrollo e investigación científica y tecnológica, en el campo de la construcción, diseño y operación de obras de ingeniería eléctrica.
- Investigaciones científicas o tecnológicas y de desarrollo de procesos y sistemas y comercializarlos.

Cuenta además con varias unidades de negocio, que se dividen en grupos, según sus características específicas. Estas se detallan de la siguiente manera:

#### UNIDADES DE NEGOCIO HIDRÁULICAS:

- Hidropaute
- Hidroagoyan
- Hidronación

#### UNIDADES DE NEGOCIO TÉRMICAS

- Termopichincha
- Termoesmeraldas
- Electroguayas
- Termogas Machala

#### UNIDADES DE NEGOCIO DE TRANSMISIÓN

- Transelectric

#### UNIDADES DE NEGOCIO PROYECTOS

- Gensur
- Enernorte
- Enerjubones
- Hidroazogues
- Hidrotoachi

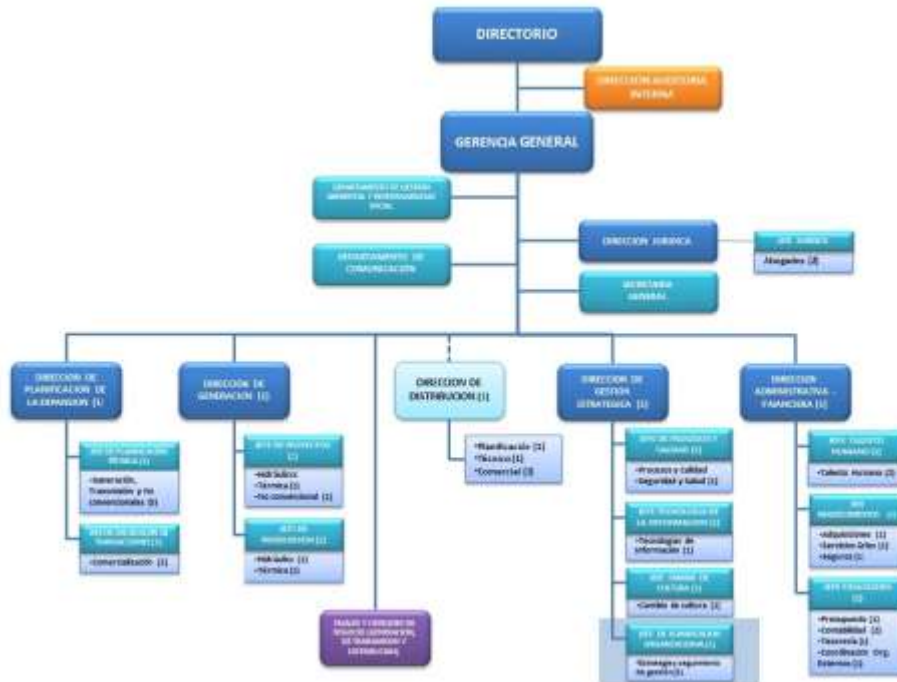
## Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

CELEC EP cuenta con un capital público que pertenece exclusivamente al Ministerio de Electricidad y Energía Renovable, entidad gubernamental que sustituyó al Fondo de Solidaridad, ex accionista de la empresa cuando esta era una sociedad anónima. Al 30 de junio de 2016 el patrimonio se ubicó en USD 10,15 millardos.

De conformidad con lo estipulado en el Decreto Ejecutivo No. 220, el Directorio de CELEC EP, es el máximo organismo rector de la empresa. Este a su vez está compuesto por el Ministro de Electricidad y Energía Renovable o su delegado permanente quien será el que presida el Directorio, el titular del organismo nacional de planificación o su delegado permanente y un miembro designado por el Presidente de la República.



GRÁFICO 3: ORGANIGRAMA



Fuente y Elaboración: CELEC EP.

## Empleados

Según lo determina la Subdirección de Talento Humano de CELEC EP, se han mantenido dentro la organización la colaboración de 129 personas divididas en 4 áreas principales, Directivo, Operativo, Apoyo y Desconcentrado. Esta última se refiere a personal que labora dentro de la institución pero que responde a otras instituciones, en este caso al Ministerio de Electricidad y Energía Renovable de manera directa.

CUADRO 10: EMPLEADOS

Nivel	Número
Directivo	9
Operativo	17
Apoyo	97
Desconcentrado	6
<b>Total</b>	<b>129</b>

Fuente: CELEC EP / Elaboración: Class International Rating

CELEC EP reporta la existencia de un contrato colectivo, que ampara únicamente a los servidores amparados bajo el Código de Trabajo. Hasta la fecha del reporte, no se han presentado huelgas, y las peticiones que presentan han sido atendidas y solucionadas por la oficina Matriz de la empresa pública.

## Gobierno Corporativo

Según lo consultado en la página web de CELEC EP, se mantiene como visión estratégica para 2017, “ser la empresa líder que proporcione soberanía eléctrica e impulse el desarrollo del Ecuador”.

Adicionalmente, maneja como misión “generar bienestar y desarrollo nacional, asegurando la provisión de energía eléctrica con altos estándares de calidad y eficiencia, con el aporte de su talento humano comprometido y competente, actuando responsablemente con la comunidad y ambiente”.

Cabe mencionar que el direccionamiento de las entidades públicas se enmarca en el Plan Nacional del Buen Vivir, que contempla de 14 Objetivos.

## **Otros Aspectos Cualitativos**

### **Cientes**

Principalmente los clientes de CELEC EP son los consumidores en general de electricidad a nivel nacional, los cuales pueden ser personas naturales o personas jurídicas. Por tal motivo, la unidad especializada TRANSELECTRIC, es la que realiza las veces de trasmisor de electricidad a todo el país y que lo detalla en un mapa de transmisión eléctrica definido por esta unidad.

Oferta dos niveles de potencia eléctrica, que se encuentran en el Sistema Nacional Interconectado de 138kV y otra de 230 kV. Se compone de 625 Km de líneas de doble circuito y 1.093 Km en circuito simple.

Existe además, dentro del tipo 230 kV, una interconexión internacional con los países vecinos de Colombia y Perú.

### **Proveedores**

Los proveedores son esencialmente las unidades de negocio de generación de energía, las que proveen de distintos tipos de energía entre ellos Hidráulica y Térmica.

Los proyectos que se suman a la empresa mantendrán a su cargo una proporción de la generación eléctrica, que les permita cubrir las demandas de energía.

### **Política de Precios**

La Ley Orgánica del Servicio Público de Energía Eléctrica, en su artículo 54 establece que el ARCONEL (antiguo CONELEC), dentro del primer semestre de cada año, determina los costos de generación, transmisión, distribución y comercialización, y de alumbrado público general, que se aplicarán en las transacciones eléctricas, que servirán de base para la determinación de las tarifas al consumidor o usuario final para el año inmediato subsiguiente.

Conforme lo estipulado en el párrafo anterior, ARCONEL mediante Resolución No. 099/15 de 31 de diciembre de 2015, establece las tarifas que regirán para el periodo de enero a diciembre de 2016, según el Pliego Tarifario 2016 presentado, al cual se acoge ARCONEL mediante la resolución indicada.

### **Política de Financiamiento**

El financiamiento de las operaciones está inmerso dentro del costo de la energía vendida, así como dentro de lo que se destina por parte del Presupuesto General del Estado.

Conforme la página web institucional de CELEC EP, para 2016 se asignó un presupuesto total de USD 1.967,39 millones, de los cuales USD 858,25 millones son corrientes y USD 1.109,14 millones son de inversión. Según la información más actualizada, a julio de 2016 se ha ejecutado el 25,33% del presupuesto anual asignado.

### **Responsabilidad Social**

CELEC EP, mantiene sus lineamientos de Responsabilidad Social por cada unidad de negocio. Se ha tomado como parte pertinente, a la Unidad de Negocios HIDRONACIÓN, la misma que genera electricidad a través de las dos Centrales Hidroeléctricas que mantiene a su cargo, que son Marcel Laniado de Wind y Baba.

Con fecha 07 de octubre del 2015, el MAE expidió la Resolución 031, emitiendo la Licencia Ambiental de la Central Marcel Laniado de Wind.

En cumplimiento de la normativa eléctrica vigente, CELEC EP presentó al ARCONEL la Auditoría Ambiental Interna de la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind, correspondiente a 2014. La misma que fue aprobada mediante oficio ARCONEL-DE- 2015-1126, de julio 13 de 2015.

Mantiene un Sistema Integrado de Gestión que se encuentra detallado en los siguientes puntos:

- **Certificación ISO 14001:2004:** Del 4 al 7 de agosto de 2015, se realizó el proceso de la re-certificación de la Norma ISO 14001:2004. Bureau Veritas, luego de realizada la Auditoría, procedió a emitir la Certificación para la Central Hidroeléctrica Marcel Laniado de Wind, con vigencia hasta octubre de 2018.
- **Capacidad Ambiental:** Se realizaron algunos talleres concernientes a la gestión de CELEC EP: Talleres de buenas prácticas ambientales; Taller de actualización de la Norma ISO 14001:2015; Taller Capacitación para el uso de sistema de inventario y Seguimiento del PCB.

En general se manejaron otros diversos tipos de actividades con la finalidad de obtener resultados de desarrollo más sostenible, mediante: campañas; proyectos e iniciativas de interés; acuerdos, compromisos; actividades de educación y sensibilización ambiental.

## Regulaciones a las que está sujeta la Empresa y Normas de Calidad

Se basa en las siguientes normas que rigen a la CELEC EP:

- Decreto Ejecutivo No. 220
- Ley de Empresas Públicas
- Ley de Aguas
- Reglamento a la Ley de Régimen de Sector Eléctrico
- Ley de Régimen de Sector Eléctrico
- Mandato Constitucional No. 15
- Ley Orgánica de Contratación Pública
- Reglamento General de la Ley Orgánica de Contratación Pública

Adicionalmente cuenta con un certificado de normas ISO 14001:2004, el mismo que determina ciertos parámetros a cumplir, los que deben ser cumplidos a cabalidad para mantener la mencionada certificación.

## Riesgo Legal

Según lo consultado en el portal web de la Función Judicial<sup>18</sup>, la CELEC EP mantiene varios procesos por resolver tanto como actor y como demandado.

## Presencia Bursátil

Con fecha 30 de junio de 2016, CELEC EP (se mantiene como Originador (por subrogación de obligaciones) del Fideicomiso Proyecto Multipropósito Baba), no presenta emisiones anteriores en el Mercado de Valores, por lo que la presente titularización fue su primera participación en esta forma de financiamiento

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., opina que es aceptable la calidad y comportamiento de los órganos administrativos del Originador, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria y presencia bursátil. Por lo señalado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de

<sup>18</sup> <http://consultas.funcionjudicial.gob.ec/informacionjudicial/public/informacion.jsf> (buscar CELEC EP)

Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en los numerales 1.5 y 1.6 del Artículo 18, de la Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II de la Codificación de las Resoluciones Expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

## Situación del Sector

El objetivo del país en relación al consumo dependiente de energías no renovables se enmarca en el cambio de la matriz productiva, el mismo que implica también el cambio de la matriz energética, con lo cual el gobierno pretende eliminar el subsidio al gas de uso doméstico y generar un ahorro de USD 700,00 millones anuales. La sustitución del gas de consumo doméstico como fuente de combustión para la cocción de alimentos involucra una inversión importante relacionada con la sustitución de las cocinas de combustión por las cocinas de inducción.

La demanda de energía eléctrica se estima que pasará de 2.000 megavatios a 4.700 megavatios aproximadamente por año a partir del 2016, año en la que se piensa suprimir este subsidio, lo que permite justificar la nueva producción de energía hidráulica que se está generando nuevos proyectos hidroeléctricos como son el caso de Coca Codo Sinclair y San José de Minas S.A.

No es difícil pronosticar el éxito de las inversiones en el sector de generación de energía eléctrica, tanto públicas como privadas, por el apoyo decidido que reciben por parte del Gobierno Nacional, ya que enmarcan perfectamente en los lineamientos del Plan Nacional del Buen Vivir, y son impulsados por beneficios como la exoneración del Impuesto a la Renta, la reducción de los aranceles a la importación de maquinaria relacionada con la generación eléctrica, la compra de la totalidad de la energía generada por aquellas centrales catalogadas como no convencionales por un periodo preferencial de 15 años a un precio fijo, entre otros.

Resulta importante mencionar que de continuar la baja en el precio del petróleo, el Gobierno prevé una reducción proporcional de la inversión en todos los sectores a excepción de los sectores estratégicos, los cuales se llevarían un 35% del total de inversión gubernamental proyectada para el año 2015 (USD 8.435,00 millones), superior al 27% del año 2014 (USD 8.154,00 millones). Entre los sectores estratégicos más importantes se encuentran los proyectos energéticos, ya que éstos generarán un importante ahorro al país a partir del año 2017, por cuanto reemplazarán el uso de combustibles importados. El gobierno destinará un monto de USD 2.400,00 millones a ocho centrales hidroeléctricas que se encuentran en construcción.

El sector presenta barreras de entrada como de salida. Las de entrada se refieren a la ingente inversión requerida en propiedad, planta y equipo: Terrenos, obras civiles, infraestructura y equipo de gran especialización, más los estudios y requisitos técnicos para las concesiones, que demandan la existencia de un equipo profesional especializado; las barreras de salida también se refieren al tamaño de la inversión y a la especialización de los activos. Debe señalarse sin embargo, que el apoyo del Estado al sector constituye un gran atenuante de estas barreras por cuanto brinda seguridad en el largo plazo.

## Expectativas

El propósito del Gobierno Nacional es convertir al país en exportador de energía eléctrica, hacia allá se encaminan todos los esfuerzos en materia del cambio de matriz energética, que incluye una enorme inversión por parte del Estado y su apoyo decidido a la inversión privada en nuevas centrales de generación de energía eléctrica.

A la par del incremento esperado de energía eléctrica generada en el país, con la puesta en marcha de los mega-proyectos a cargo de Estado, también se tiene un incremento esperado de la demanda de energía eléctrica, principalmente dado por el programa de cambio de la matriz energética, que incluye el remplazo en la industria de energía no renovable, y el remplazo de las cocinas a gas por las de inducción. Como resultado se obtiene una demanda insatisfecha que precisamente se cubriría con los proyectos privados no convencionales de generación de energía eléctrica, que como se ha dicho cuentan con el apoyo estatal para su desarrollo.

## Posición Competitiva de la Empresa

Al ser CELEC EP una empresa denominada estratégica, mantiene una distinción con respecto de las empresas privadas de generación eléctrica, puesto que mantiene unidades de negocio a lo largo del territorio nacional, tanto de generación limpia (hidroeléctrica), como de generación térmica. Adicionalmente cuenta con la unidad de transmisión la cual provee de electricidad a todo el país.

Finalmente, por considerarse una herramienta que permite visualizar un cuadro de la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación el análisis FODA de la Corporación Eléctrica del Ecuador CELEC EP, evidenciando los puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen.

CUADRO 11: FODA

FORTALEZAS	DEBILIDADES
Experiencia de las Unidades de Negocio	Falta de recursos para la gestión
Integración vertical en el sector	Falta fortalecer la identidad corporativa de las Unidades de Negocio
Liderazgo de la alta dirección de CELEC EP	Débil capacitación técnica especializada
Disponer de la capacidad instalada de generación y transmisión	Restricciones en el sistema de transmisión
Economía a escala	Debilidades en proceso de adquisiciones
Sistema de Gestión Implementada en las unidades de negocio	Falta esquema de remuneración variable
Atención permanente al manejo ambiental	No se tiene sistema de desarrollo de competencias ni plan de carrera
Buena base de personal técnico	Débil Gestión de Riesgos
OPORTUNIDADES	AMENAZAS
Impulso del Gobierno	Marco jurídico no definido
Vulnerabilidad – necesidad de incrementar la reserva	Dependencia de recursos económicos del Ministerio de Finanzas (Tarifa) - Incertidumbre en flujo de recursos para inversión
Necesidad de cambiar la estructura de la Matriz Energética	Riesgos naturales
Diversidad de fuentes de energía alternativas	Resistencia de comunidades frente a proyecto
Apertura a nuevas fuentes de financiamiento	Endurecimiento de normas ambientales
Posibilidad de alianzas estratégicas y cooperación	Riesgo hidrológico
Asignación a CELEC EP para ejecutar proyectos de expansión	Altos tiempos de ciclo de procesos de contratación pública

Fuente: CELEC EP / Elaboración: Class International Rating

## Riesgo operacional

Los riesgos fundamentales en este proyecto son aquellos que podrían causar un retraso en el cronograma, un incremento en el costo y una generación eléctrica inferior a la proyectada. A continuación un listado de los riesgos identificados.

Uno de los riesgos más importantes dentro del sector eléctrico en general es el de la falta del suficiente caudal para la generación de electricidad. Pese a que se mantiene consideraciones de este tipo para determinar la viabilidad de los proyectos, siempre está inherente a este riesgo (la falta del recurso hídrico de forma natural).

Otro riesgo de consideración es que al ser una empresa pública depende de las decisiones gubernamentales, que en el evento de un cambio de gobierno, siempre se incluye el factor de incertidumbre por la entrada de la nueva administración y los cambios que podría implementar, generando pérdidas en la gestión tanto económicas, financieras o de índole netamente de la actividad.

Es importante mencionar la empresa pública cuenta con una póliza de seguros vigente, la cual asegura a los diferentes proyectos que mantiene a cargo CELEC EP, alcanzando un monto total asegurado de USD 4.977,60 millones, con vigencia hasta el 04 de octubre de 2016. Los riesgos contemplados en dicha póliza están sujetos a condiciones particulares que son todo riesgo, rotura de maquinaria, lucro cesante por incendio y lucro cesante por rotura de maquinaria.

## **Riesgo Financiero**

El análisis financiero efectuado a la Corporación Eléctrica del Ecuador CELEC EP, se realizó con base a los informes de auditoría de los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales de los años 2012, 2013, y 2014, así como los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados provisionales, cortados al 31 de diciembre de 2015, 30 de junio de 2015 y 30 de junio de 2016.

### **Análisis de los Resultados de la empresa**

Los ingresos que registra CELEC EP, correspondientes a diciembre de 2015 alcanzaron la suma de USD 842,65 millones, los mismos que representaron un incremento de 13,18% con respecto de diciembre de 2014 (USD 744,50 millones).

Para junio de 2016, los ingresos alcanzaron la suma de USD 464,51 millones, generando un incremento del 18,79% frente a lo arrojado en su similar periodo de 2015 (USD 391,03 millones). Estos ingresos representan las ventas, en su mayoría, de energía y se complementa con los servicios de transmisión.

Con respecto del costo de ventas, este se ha incrementado, puesto que en 2014 se registró un 89,91% de participación sobre los ingresos, mientras que para el año 2015 significaron un 91,06%. Estos representan principalmente costos por combustibles y relacionados a este rubro, pues son necesarios para el funcionamiento de las termoeléctricas.

Para junio de 2016 los costos de ventas representaron el 67,75% de los ingresos de la Corporación Eléctrica del Ecuador CELEC EP.

Finalmente, después de restar los demás gastos generados por la operación de la empresa pública, se registran pérdidas netas al finalizar cada periodo (2014 y 2015), registrándose para diciembre de 2015 una pérdida neta de USD 67,07 millones, siendo más grande respecto de la registrada en 2014 (USD 4,22 millones de pérdida). Cabe señalar que estos incrementos se generan por nuevas entradas de plantas de generación a cargo de CELEC EP, así como por reclasificaciones de cuentas realizadas para el año 2015.

A junio de 2016, se refleja una utilidad de USD 61,48 millones (13,24% de los ingresos), evidenciando una recuperación en sus resultados, frente a lo establecido en su similar periodo del año anterior.

### **Análisis del Capital Adecuado**

#### **Activos**

El activo total de la empresa pública a diciembre de 2015 estuvo compuesto principalmente por activo no corriente (86,32%), determinando que el 42,88% de los activos correspondió a Propiedad, planta y equipo. Para junio de 2016, los activos de la compañía presentaron una composición similar a la de diciembre de 2015, siendo el activo no corriente el de mayor representación sobre el activo total, aunque varía en su estructura, siendo los proyectos en curso los de mayor representación sobre el activo con el 48,51%, seguido de la propiedad, planta y equipo con el 41,18%.

Al referirnos al activo corriente, se debe indicar que éste a diciembre de 2015 significó el 13,68% de los activos totales y el 10,30% a junio de 2016, evidenciando que su rubro más representativo fue cuentas por cobrar, mismas que representaron el 4,06% del total de activos a junio de 2016, cuenta en la que se registran rubros por cobros en concepto del giro del negocio.

#### **Pasivos**

Al 31 de diciembre de 2015, se registró en los pasivos de la CELEC EP, un valor de USD 1.468,94 millones, que principalmente componen cuentas por pagar, es decir pagos a proveedores en el corto plazo, alcanzando a

financiar al activo en 5,46%. Le siguen las obligaciones de largo plazo, pues financian el 5,30% del activo (USD 608.512 millones y USD 590.141 millones respectivamente).

Al 30 de junio de 2016, los pasivos corrientes financiaron el 6,03% de los activos de la empresa pública, su cuenta principal es cuentas por pagar, que financió el 6,03% del total de activos. Por su parte el pasivo de largo plazo más representativo son las obligaciones por pagar, mismas que financiaron el 5,51% del activo total.

## Patrimonio

El patrimonio de la empresa pública CELEC EP a diciembre de 2015 arrojó una suma de USD 9.672,38 millones, lo cual determina un incremento del 32,19% respecto a diciembre de 2014 (USD 7.317,01 millones), su composición estuvo determinada principalmente por el Capital social, el mismo que se incrementó en 75,88% respecto a 2014, gracias a varias aportaciones, y adicionalmente para este año 2015, por el aumento patrimonial por la fusión con Coca Codo Sinclair, mismo que fue autorizado por el Directorio de dicha empresa, con fecha 23 de julio de 2015.

Al 30 de junio de 2016, el patrimonio ascendió a USD 10,15 millones, en donde el capital social de la empresa pública se incrementó en un 5,78% con respecto a diciembre de 2015, alcanzando la suma de USD 9.850,65 millones, el cual financió un importante 85,82% de los activos (83,51% a diciembre de 2015).

Cabe indicar que el capital social de la empresa es 100% propiedad del Ministerio de Electricidad y Energía Renovable.

## Liquidez de los instrumentos

### Situación del Mercado Bursátil<sup>19</sup>

De enero a julio de 2016, el Mercado de Valores autorizó 18 Emisiones de Obligaciones, de las cuales el 94,44% pertenecieron al sector mercantil y el 5,56 al sector financiero, lo que determinó que 6 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 12 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 177,00 millones, valor que representó el 40,35% del monto total de emisiones autorizadas. Las Titularizaciones representaron el 6,15%, las Emisiones de Papel Comercial el 50,86% y las acciones el 2,64% del total aprobado. Hasta el 31 de julio de 2016, el Mercado de Valores autorizó procesos de oferta pública de acciones, titularizaciones, emisiones de obligaciones y papeles comerciales, por un monto total de USD 438,67 millones. Determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias y manufacturas con el 41,03%, Comercio al por mayor y menor con el 33,62%, mientras que el segmento de actividades financieras y de seguros contribuyó con el 6,84%.

## Liquidez de los títulos emitidos

Dentro del plazo de oferta pública se colocó la totalidad de la Serie 1 (USD 40,00 millones), no obstante, para la Serie 2, únicamente se logró colocar la suma de USD 35,02 millones, es decir el 93,78% respecto del total aprobado entre ambas series.

Atentamente,

Econ. Luis R. Jaramillo Jiménez MBA  
**GERENTE GENERAL**

Ing. Xavier Espinosa  
**Analista**

<sup>19</sup> Tomado del Boletín Mensual de Mercado de Valores publicado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (última información disponible).  
<http://www.supercias.gob.ec>

**ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)**

Cuenta	2012	2013	2014	jun-15	2015	jun-16
<b>ACTIVO</b>						
Efectivo y equivalentes del efectivo	68.188	27.206	67.090	63.007	64.604	146.676
Cuentas y documentos por cobrar	290.207	421.249	446.199	531.468	357.406	465.643
Inventarios	202.772	219.879	262.101	231.478	275.575	280.364
Otros activos	922.834	969.177	879.427	381.591	826.318	290.069
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>1.484.001</b>	<b>1.637.511</b>	<b>1.654.817</b>	<b>1.207.544</b>	<b>1.523.903</b>	<b>1.182.751</b>
Propiedad, planta y equipo	2.963.765	2.981.158	4.856.720	4.898.458	4.777.100	4.726.790
Proyectos en curso	606.167	1.308.624	1.990.784	3.006.013	4.749.754	5.568.454
Otros activos	263.540	279.005	246.129	-	90.564	-
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>3.833.472</b>	<b>4.568.787</b>	<b>7.093.633</b>	<b>7.904.472</b>	<b>9.617.418</b>	<b>10.295.244</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>5.317.473</b>	<b>6.206.298</b>	<b>8.748.450</b>	<b>9.112.016</b>	<b>11.141.321</b>	<b>11.477.996</b>
<b>PASIVOS</b>						
Cuentas por pagar	215.152	299.478	353.400	576.884	608.512	692.561
Otros Pasivos Corrientes	232.071	210.371	367.247	201.702	244.224	-
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTE</b>	<b>447.223</b>	<b>509.849</b>	<b>720.647</b>	<b>778.586</b>	<b>852.736</b>	<b>692.561</b>
Obligaciones a largo plazo	971.582	599.603	652.368	679.142	590.141	632.029
Otros Pasivos No Corrientes	203.753	116.962	58.524	0	26.062	0
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE</b>	<b>1.175.335</b>	<b>716.565</b>	<b>710.892</b>	<b>679.142</b>	<b>616.203</b>	<b>632.029</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>1.622.558</b>	<b>1.226.414</b>	<b>1.431.539</b>	<b>1.457.728</b>	<b>1.468.939</b>	<b>1.324.591</b>
<b>PATRIMONIO</b>						
Capital	1.662.042	1.685.148	5.290.112	5.290.112	9.304.265	9.850.645
Aportes para futuras capitalizaciones	1.772.547	3.037.353	529.523	866.800	531.748	402.573
Otras reservas, donaciones y contribuciones	161.312	161.312	1.405.524	1.405.524	15.033	13.520
Utilidades retenidas	95.014	96.071	91.852	91.852	-111.588	-113.334
Utilidad neta del Ejercicio	0	0	0	0	-67.076	0
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>3.694.915</b>	<b>4.979.884</b>	<b>7.317.011</b>	<b>7.654.288</b>	<b>9.672.382</b>	<b>10.153.405</b>

Fuente: CELEC EP / Elaboración: Class International Rating

**ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)**

ESTADO DE RESULTADOS	2012	2013	2014	jun-15	jul-05	jun-16
<b>Ventas</b>	<b>619.811</b>	<b>698.595</b>	<b>744.501</b>	<b>391.027</b>	<b>842.646</b>	<b>464.506</b>
Costo de ventas	537.224	639.476	669.349	302.942	767.339	314.685
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>82.587</b>	<b>59.119</b>	<b>75.152</b>	<b>88.085</b>	<b>75.307</b>	<b>149.821</b>
TOTAL GASTOS	92.972	77.327	98.515	73.287	152.839	92.446
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>(10.385)</b>	<b>(18.208)</b>	<b>(23.363)</b>	<b>14.798</b>	<b>(77.532)</b>	<b>57.375</b>
Gastos Financieros	92	67	98	16.413	16.501	6.984
Otros ingresos no operacionales	15.659	19.332	19.242	6.489	36.974	11.093
Otros egresos no operacionales	0	0	0	29	10.015	6
<b>UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO</b>	<b>5.182</b>	<b>1.057</b>	<b>(4.219)</b>	<b>4.844</b>	<b>(67.074)</b>	<b>61.479</b>

Fuente: CELEC EP / Elaboración: Class International Rating



ANEXO III: ESTADOS FINANCIEROS FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN (Miles USD)

Cuenta	jun-16
Efectivos y equivalentes de efectivo	6.305
Activos Financieros	16.103
<b>Activo Corriente</b>	<b>22.408</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>22.408</b>
Porción corriente de valores emitidos	5.433
Otros pasivos corrientes	11.724
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>17.156</b>
Porción no corriente de valores emitidos	5.204
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>5.204</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>22.360</b>
Aporte en Efectivo	80
Aportes en Especies	-32
<b>Patrimonio de los Negocios Fiduciarios</b>	<b>48</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>48</b>

Fuente: Estados Financieros Fideicomiso / Elaboración: Class International Rating