

INFORME DE CALIFICACION DE RIESGO  
PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS EDUCACIONALES – CPU / USFQ

Quito – Ecuador  
Sesión de Comité No. 110/2016, del 29 de abril de 2016  
Información Financiera cortada al 29 de febrero de 2016

Analista: Econ. Francisco Espín Z.  
francisco.espin@classrating.ec  
www.classinternationalrating.com

**CORPORACION DE PROMOCIÓN UNIVERSITARIA** fue constituida el 17 de junio de 1985 y aprobada por el Ministerio de Educación y Cultura el 28 de junio de 1985. Es una institución sin fines de lucro, cuya misión es contribuir al desarrollo material y académico de la enseñanza superior y promover la investigación científica en el Ecuador, a través de su relación la Universidad San Francisco de Quito.

**Revisión**

**Resolución No. Q.IMV.2011.4893, emitida el 31 de octubre de 2011.**

**Fundamentación de la Calificación**

El Comité de Calificación reunido en sesión No. 110/2016, del 29 de abril de 2016 decidió otorgar la siguiente calificación a la **“PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS EDUCACIONALES – CPU / USFQ”**, por un monto de cinco millones de dólares (USD 5'000.000,00).

Serie	Calificación
Serie A	Cancelada
Serie B	<b>“AAA”</b>

**Categoría AAA:** “Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión”.

La 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 de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. 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 su precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste.”**

La información presentada 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.

La calificación otorgada a la **“PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS EDUCACIONALES – CPU / USFQ”**, se fundamenta en:

**Sobre la Titularización de Flujos:**

- Mediante Escritura Pública, celebrada el 11 de agosto de 2011, en la ciudad de Quito, ante el Notario Tercero del Cantón Quito, CORPORACIÓN DE PROMOCIÓN UNIVERSITARIA y FIDEVAL S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos constituyeron el Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización de Flujos Educativos – CPU / USFQ”.
- Con fecha 31 de octubre de 2011, la Superintendencia de Compañías aprobó la Primera Titularización de Flujos Educativos CPU / USFQ, por una suma de USD 5,00 millones, bajo la Resolución No. Q.IMV.2011.4893, siendo inscrita en el Registro de Mercado de Valores el 09 de noviembre de 2011.

- Hasta el 29 de febrero de 2016, el Agente Pagador realizó el pago de todos los pagos correspondientes a la Serie A, es decir, se encuentra cancelada. Por otro lado, en relación a la Serie B, al 29 de febrero de 2016 se habían cancelado 16 cuotas de las 20 en total, con lo cual, el saldo de capital a esa fecha fue de USD 700.000,00.
- En el último periodo de análisis, es decir entre agosto 2015 y febrero 2016, dentro del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Educativos – CPU / USFQ, el flujo recaudado alcanzó un monto total de USD 0,71 millones. Durante ese mismo periodo, el Fideicomiso restituyó al Originador una suma de USD 0,13 millones.
- Para el presente proceso, se consideraron dos mecanismos de garantía: i) Exceso de Flujo de Fondos el mismo que está conformado por un Depósito de Garantía, el mismo que se constituyó por un Depósito a Plazo contratado en el Banco Internacional, por un valor total de USD 400.000,00, suscrito el 29 de febrero de 2016 con vencimiento hasta el 29 de junio de 2016. De esta forma se da cumplimiento a lo establecido en el fideicomiso y ii) Garantía Subsidiaria, misma que al 29 de febrero de 2016, no ha sido activada.
- Al 29 de febrero de 2016, la compañía presentó activos libres de gravamen por un monto de USD 66,15 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 52,92 millones, determinando que el saldo de capital de la presente titularización se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.
- CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., una vez que analizó y estudió la documentación suministrada por el Fiduciario, Originador y los términos establecidos en el contrato de Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Educativos – CPU / USFQ, establece apropiada la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo y la cesión del Derecho de Cobro.
- CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., después de estudiar y analizar los Mecanismos de Garantía contemplados en el presente proceso, determina que la estructura de los mismos es aceptable, y, dado el caso de requerirse, estos podrían otorgar liquidez y cobertura para los pagos de los valores emitidos, en caso de que el flujo sea insuficiente.

## Sobre el Originador:

- La Corporación de Promoción Universitaria fue constituida el 17 de junio de 1985 y aprobada por el Ministerio de Educación y Cultura, mediante el Acuerdo Ministerial N° 5352 publicado en el Registro Oficial N° 217 del 28 de junio de 1985. Es una institución sin fines de lucro, cuya misión es contribuir al desarrollo material y académico de la enseñanza superior y promover la investigación científica en el Ecuador, a través de su relación con la Universidad San Francisco de Quito.
- La Universidad San Francisco de Quito fue reconocida oficialmente mediante Decreto Ejecutivo N° 3166, el 18 de octubre de 1995, publicado en el Registro Oficial N° 809 del 25 de octubre de 1995. La filosofía educativa de la Universidad basa la formación de las personas en las artes liberales, que se entiende por la formación integral del estudiante haciendo una diferencia entre formación educación e instrucción.
- Dadas las características de la Corporación de Promoción Universitaria, la institución no tiene dueños, accionistas ni socios. Tiene miembros que ostentan la calidad de miembros fundadores y miembros asesores. Dentro de su estructura administrativa, el máximo órgano de autoridad es la Asamblea General.
- Desde el 01 de enero de 2015, la Corporación de Promoción Universitaria transfirió la administración de la Universidad a la Universidad San Francisco de Quito, dando cumplimiento a la disposición de la Ley Orgánica de Educación Superior LOES que sustenta la autonomía de la gestión universitaria.
- Cabe mencionar que la mencionada transferencia de gestión de la Universidad San Francisco de Quito, si bien modifica la estructura operacional de la Corporación de Promoción Universitaria, no afecta directamente a la generación de flujos de repago de la titularización, pues los mismos se comprometieron desde la conformación del fideicomiso. Además, se debe recalcar que el depósito en garantía se mantiene en un valor de USD 400.000, como se especificó anteriormente, lo que constituye un sustento adicional significativo para la titularización, considerando que el saldo de pago es USD 700.000
- Los ingresos totales a diciembre de 2015 registran USD 8,15 millones (USD 0,53 millones a febrero de 2016), y se componen principalmente por proyectos de investigación con la USFQ, enseñanza de lenguas extranjeras, educación continua y capacitación, escuela de conducción no profesional y profesional.
- El margen bruto de las operaciones alcanzó los USD 2,42 millones a diciembre de 2015 que representó el 29,65% de los ingresos totales. Posteriormente, existen gastos generales de administración que significaron

el 11,76% de los ingresos, lo que permitiría determinar una utilidad operacional dentro de una estructura financiera tradicional del 17,89% en relación a los ingresos totales.

- Posteriormente con el registro de gastos financieros provenientes de operaciones financieras remanentes y la titularización de flujos que representaron el 7,53% de los ingresos totales, adicional a la consideración de otros egresos operacionales, se obtiene un Excedente final neto de USD 0,12 millones a diciembre de 2015.
- De igual manera, el traslado de las operaciones de gestión que pasó de Corporación de Promoción Universitaria a la administración de la Universidad San Francisco de Quito, implicó principalmente dentro del activo el traspaso de rubros como Cuentas por Cobrar estudiantes y en Propiedad, Planta y Equipo, la infraestructura del Campus de la Universidad San Francisco. Dentro de la estructura del Activo Total, a diciembre de 2015, el rubro de mayor relevancia corresponde a los activos no corrientes, los cuales representan el 85,88% de los activos totales (84,07% a febrero de 2016).
- En relación al pasivo, el cambio administrativo en la gestión universitaria conllevó el traspaso de las cuentas del pasivo: ingreso diferido y obligaciones financieras, de los balances de la Corporación de Promoción Universitaria a la Universidad San Francisco de Quito. El pasivo total registró, a diciembre de 2015, la suma de USD 3,79 millones, que representó el 4,37% en relación a los activos totales, y se compuso principalmente por pasivos de tipo de corriente con el 2,54% de los activos totales.
- La Deuda Financiera financió el 1,37% de los activos totales a diciembre de 2015, luego de que buena parte de las obligaciones financieras fueron absorbidas por la Universidad San Francisco de Quito. Adicionalmente, el 100% de la deuda financiera está contratada a corto plazo.
- Finalmente, a manera de Patrimonio, o de acuerdo a la estructura financiera manejada por la Corporación de Promoción Universitaria, las cuentas que componen los Fondos y Excedentes, representaron a diciembre de 2015, el 95,63% de los activos totales de la entidad, es decir, alcanzaron el valor de USD 82,91 millones (95,09% a febrero de 2016). A su vez, este rubro se compuso principalmente por la cuenta de Fondos Propios No Restringidos con el 95,48% en relación a los activos totales (95,30% a febrero de 2016), y una mínima participación del excedente del periodo, que representó el 0,14% de los activos totales.
- En las condiciones citadas anteriormente, la estructura financiera de la Corporación de Promoción Universitaria se ve modificada de forma amplia. Es así que el nivel de apalancamiento que registró 0,36 veces en el 2014, pasa a registrar 0,05 veces en el 2015, cuando los fondos y excedentes cubrieron ampliamente el financiamiento de los activos.

## 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 naturaleza de la Corporación de Promoción Universitaria, hace que su desenvolvimiento operacional futuro pueda verse comprometido por la evolución que presenten las empresas relacionadas con la entidad, las cuales han presentado cierto ajuste en sus operaciones.
- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, lo que podría ocasionar escenarios de inestabilidad política, legal, y tributaria, aún inciertos, que podrían afectar a algunos sectores de la economía nacional.
- Implementación de nuevas políticas gubernamentales impositivas y contractuales más severas a las actuales, que pudieran afectar a las personas naturales, podrían repercutir negativamente en el flujo de la institución.

## ÁREAS DE ANALISIS EN LA CALIFICACIÓN DE RIESGOS:

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la Primera Titularización de Flujos Educativos – CPU / USFQ, es tomada de fuentes varias como:

- Escritura del Fideicomiso Mercantil Irrevocable Primera Titularización de Flujos Educativos – CPU / USFQ.
- Reglamento de Gestión.
- Estructuración Financiera.

- Estados de Situación Financiera del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Educativos – CPU / USFQ, cortados al 29 de febrero de 2016.
- Informe del agente de manejo a los inversionistas.
- 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 auditado anual de 2013; Estados de Situación Financiera internos no auditados de CORPORACION DE PROMOCIÓN UNIVERSITARIA al 31 de diciembre de 2014, 31 de diciembre de 2015 y 29 de febrero de 2016.
- Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la empresa originadora.

En 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 fiduciario, el originador y a los términos establecidos en el contrato.
- Estructura organizativa 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 Primera Titularización de Flujos Educativos – CPU / USFQ, 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 vigente o cuando las circunstancias lo ameriten.

## **INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO**

### **INTRODUCCION**

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

Con fecha 31 de octubre de 2011, la Superintendencia de Compañías aprobó el presente proceso de titularización, bajo Resolución No. Q.IMV.2011.4893, por un monto de hasta USD 5'000.000,00. A continuación las características del proceso.

**CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN**

<b>PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS EDUCACIONALES – CPU / USFQ</b>			
<b>Originador</b>	CORPORACIÓN DE PROMOCIÓN UNIVERSITARIA		
<b>Patrimonio Autónomo</b>	Primera Titularización de Flujos Educativos – CPU / USFQ		
<b>Monto total de la emisión</b>	Hasta USD 5.000.000,00		
<b>Moneda</b>	Dólares de los Estados Unidos de América.		
<b>Fiduciaria o Agente de Manejo</b>	FIDEVAL S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos.		
<b>Agente de Recaudo</b>	Corporación de Promoción Universitaria.		
<b>Estructurador Legal</b>	Profilegal Cía. Ltda.		
<b>Estructurador Financiero</b>	IB Corp Casa de Valores.		
<b>Activo Titularizado</b>	El Derecho de Cobro tal cual consta definido en el Contrato de Constitución del Fideicomiso.		
<b>Series</b>	<b>Características</b>	<b>Serie A</b>	<b>Serie B</b>
	Denominación	"VTC-Primera-CPU-Serie A"	"VTC-Primera-CPU-Serie B"
	Monto (USD)	2.500.000	2.500.000
	Tasa de interés	Anual y fija del 7,75%	Anual y fija del 8,00%
	Plazo	1440 días	1800 días
	Amortización Capital y pago de Intereses	Trimestral	Trimestral
	Valor nominal mínimo	USD 1.000	USD 1.000
<b>Forma de Cálculo de la Tasa de Interés</b>	Para efectos de cálculo de la tasa de interés se considerará una base de 360/360, que corresponde a años de 360 días, de 12 meses, con duración de 30 días cada mes.		
<b>Mecanismos de Garantía</b>	Exceso de Flujo de Fondos y Garantía Subsidiaria		
<b>Destino</b>	Fuente alterna de fondeo con un costo financiero y un plazo, razonables, que le permitirá al originador, ampliar una de sus principales actividades institucionales: otorgamiento de asistencias económicas.		

Fuente: FIDEICOMISO TITULARIZACION DE FLUJOS JAHER / Elaboración: Class International Rating

### **Estructura Legal**

#### **Patrimonio Autónomo del Fideicomiso "Primera Titularización de Flujos Educativos – CPU / USFQ"<sup>1</sup>**

Mediante Escritura Pública, celebrada el 11 de agosto de 2011, en la ciudad de Quito, ante el Notario Tercero del Cantón Quito, CORPORACIÓN DE PROMOCIÓN UNIVERSITARIA y FIDEVAL S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos constituyeron el Fideicomiso Mercantil Irrevocable "Primera Titularización de Flujos Educativos – CPU / USFQ".

El Fideicomiso Mercantil Irrevocable al que se le denominará "**Primera Titularización de Flujos Educativos – CPU / USFQ**" consiste en un Patrimonio Autónomo, dotado de personalidad jurídica separado e independiente de aquel o aquellos del Originador, de la Fiduciaria, del Beneficiario, o de terceros en general, así como de todos los que correspondan a otros negocios fiduciarios manejados por la Fiduciaria.

A título de Fideicomiso Mercantil Irrevocable, el Originador transfiere y aporta al Fideicomiso sin reserva ni limitación alguna:

- La suma de USD 10.000,00 para integrar inicialmente el Fondo Rotativo.

<sup>1</sup> Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Educativos - CPU / USFQ

- El Originador aporta, cede y transfiere al Fideicomiso sin reserva ni limitación alguna, el Derecho de Cobro, esto es el derecho de percibir la totalidad de los flujos correspondientes a las Cuentas por Cobrar, que deben ser pagadas por Estudiantes Seleccionados a favor del Originador, mismas que corresponden a un saldo de capital mínimo de USD 6.750.000,00, cortado a agosto 01 de 2011.

Dicho patrimonio autónomo se integra con: los activos, 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 Fideicomiso, el derecho de cobro, las cuentas por cobrar, los flujos, así como también los activos, derechos y recursos en general de propiedad del fideicomiso, no pueden ni podrán 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, del beneficiario 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 de Constitución 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 la Primera Titularización de Flujos Educativos – CPU / USFQ y, de acuerdo al análisis y estudio realizado a dicha documentación, opina que existe consistencia en la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio de propósito exclusivo y cesión del Derecho de Cobro al Fideicomiso. Además la legalidad y forma de transferencia se ajusta a lo que señala el artículo 139 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<sup>2</sup>

La Fiduciaria, como representante legal del Fideicomiso, cumplirá con las instrucciones fiduciarias irrevocables que se describen a continuación:

- Recibir en propiedad del fideicomiso:
  - Los recursos aportados por el originador, según consta en la cláusula cuarta del fideicomiso. la fiduciaria destinará dichos recursos para integrar inicialmente el fondo rotativo, conforme lo estipulado en la cláusula octava del fideicomiso.
  - Las cuentas por cobrar aportadas por el originador, según consta del numeral 4.2) de la cláusula cuarta del fideicomiso.
  - A futuro, cuentas por cobrar adicionales a ser aportadas por el originador en los casos, términos y condiciones señalados en los numerales 4.3) y 4.4) de la cláusula cuarta del fideicomiso. En tales casos, las cuentas por cobrar que sean aportadas a futuro por el originador a favor del fideicomiso, se someterán a los mismos términos y condiciones generales estipuladas en el fideicomiso.
- Abrir la cuenta del fideicomiso, cuyo titular será el fideicomiso, en la cual: (i) se receptorán los flujos generados por el derecho de cobro, según lo dispuesto en el numeral 7,3) de la cláusula séptima del fideicomiso; y: (ii) se manejan todos los recursos del fideicomiso hasta cuando sean colocados en inversiones permitidas y/o sean destinados para sus respectivos fines, conforme los términos y condiciones estipulados en el fideicomiso. La cuenta del fideicomiso se abrirá en un banco seleccionado de conformidad con lo dispuesto en el numeral 7.26.1) de la cláusula séptima del fideicomiso.
- Recibir en la cuenta del fideicomiso, de parte del agente de recaudo, con periodicidad semanal, dentro de los tres (3) primeros días hábiles de la semana inmediata posterior, mediante transferencias bancarias, la totalidad de los flujos generados por el derecho de cobro, que hayan sido recaudados por el agente de

<sup>2</sup> Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Educativos - CPU / USFQ.

- recaudo de parte de los estudiantes seleccionados y que, adicionalmente, se hayan efectivizado durante la semana inmediata anterior. la recepción de los flujos por parte del fideicomiso se dará y cumplirá: (i) desde la fecha de apertura de la cuenta del fideicomiso (por los flujos recaudados y acumulados desde la fecha de constitución del fideicomiso hasta la fecha de apertura de la cuenta del fideicomiso) y mientras se encuentre vigente el fideicomiso, y (ii) por el tiempo que sea necesario hasta cancelar íntegramente los pasivos con inversionistas.
- Designar a la CPU, es decir a la Corporación de Promoción Universitaria, como agente de recaudo. El convenio que el fideicomiso suscriba con el agente de recaudo consistirá en que el agente de recaudo tendrá las labores de:
    - Recaudar el pago de las cuentas por cobrar, las cuales deben ser canceladas por los estudiantes seleccionados, como consecuencia de las asistencias económicas. El producto del recaudo deberá ser entregado por el agente de recaudo al fideicomiso, de conformidad con lo establecido en el numeral 7.3) de la cláusula séptima del fideicomiso; y,
    - Entregar a la fiduciaria, por medio físico o magnético, reportes semanales de todas las recaudaciones efectuadas por el agente de recaudo, que se hayan efectivizado, durante la semana inmediata anterior, y de todas las transferencias de recursos realizadas por el agente de recaudo a la cuenta del fideicomiso durante dicha semana inmediata anterior. el formato de tales reportes será determinado de mutuo acuerdo entre el agente de recaudo y la fiduciaria. cada reporte semanal del agente de recaudo, preparado de conformidad con lo señalado en el párrafo anterior, deberá ser suscrito por el representante legal, o por el apoderado del representante legal y por el contador del agente de recaudo e incluirá una declaración expresa de que la información presentada es actual y veraz completa y fidedigna, asumiendo dichos representante legal, o apoderado del representante legal, y contador del agente de recaudo, y el agente de recaudo como tal, según sea aplicable, todo tipo de responsabilidad por el contenido de tal reporte. Por la labor de agente de recaudo, la CPU no tendrá derecho a percibir honorario, ni comisión, ni retribución alguna de parte del fideicomiso, pues su interés económico corresponde al desarrollo de la presente titularización en su integridad. En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por el agente de recaudo, el comité de vigilancia o la fiduciaria podrán resolver sobre el reemplazo del agente de recaudo, conforme lo señalado en el numeral 13. 1.3) de la cláusula décimo tercera o 15.2.8) de la cláusula décimo quinta del fideicomiso.
  - Mientras no se emitan ni coloquen valores entre inversionistas, los flujos recibidos en la cuenta del fideicomiso se destinarán para lo siguiente:
    - Reponer el fondo rotativo, en caso que haya disminuido de su monto base definido en el numeral 8.1) de la cláusula octava del fideicomiso.
    - Luego de reponer el fondo rotativo: restituir el remanente, de existir, a favor del originador, lo que deberá hacerse hasta el día hábil inmediato posterior a la fecha en que el fideicomiso haya recibido tales flujos en la cuenta del fideicomiso.
    - No obstante lo dispuesto en los numerales 7.5.1) y 7.5.2) de la cláusula séptima del fideicomiso, en caso de que la fiduciaria determine que no es necesario hacer reposiciones al fondo rotativo, debido a que se encuentra en su monto base definido en el numeral 8.1) de la cláusula octava del fideicomiso, entonces la fiduciaria, el agente de recaudo y el originador quedan expresamente facultados para únicamente realizar registros contables, compensaciones y neteos, en lugar de que operen depósitos o transferencias de recursos innecesarios, correspondientes a los flujos generados por las cuentas por cobrar, hasta que concluya el periodo mensual respectivo, en cuyo caso procederá lo dispuesto en el numeral 7.6) de la cláusula séptima del fideicomiso.
  - Dentro de los diez primeros días hábiles del mes inmediato posterior, y de conformidad con lo dispuesto en el numeral 4.3) de la cláusula cuarta del fideicomiso, desde la fecha de constitución del fideicomiso hasta antes de la primera fecha de emisión de los valores, recibir del originador el aporte del derecho de cobro correspondiente a cuentas por cobrar adicionales, en los siguientes casos: (i) por sustitución de cuentas por cobrar morosas, en los mismos términos y condiciones estipulados en el numeral 7.23.1) de la cláusula séptima del fideicomiso; (ii) por reposición de cuentas por cobrar prepagadas, en los mismos términos y condiciones estipulados en el numeral 7.23.2) de la cláusula séptima del fideicomiso; y, (iii) cuando el saldo de capital de las cuentas por cobrar sea inferior al monto total de la titularización, en los mismos términos y condiciones estipulados en el numeral 7.23,3) de la cláusula séptima del fideicomiso. Los documentos que recojan los términos y condiciones de las asistencias económicas correspondientes a las cuentas por cobrar

adicionales serán transferidos por el originador a favor del fideicomiso en los mismos términos y condiciones señalados en el numeral 4.2) de la cláusula cuarta del fideicomiso.

- Por una parte, recibir de Humpreys S.A. como calificador de riesgos, el informe inicial de calificación de riesgo sobre los valores de titularización. Se aclara que, por acuerdo directo entre el originador y la calificador de riesgos, es obligación del originador asumir el pago de la factura correspondiente a dicha calificación de riesgo inicial, sin que el fideicomiso ni la fiduciaria tengan ninguna responsabilidad al respecto. Por otra parte, contratar con Humpreys S.A. como calificador de riesgos, dentro de los 30 días calendario, contados a partir de la fecha de suscripción del Fideicomiso, 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 de la titularización en caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por la calificador de riesgos, el comité de vigilancia podrá resolver, sobre el reemplazo de la calificador de riesgos, conforme lo señalado en el numeral 15.2.6) de la cláusula décimo quinta del fideicomiso.
- Contratar a la auditora externa de conformidad con lo permitido por la legislación vigente y aplicable sobre la materia. La fiduciaria utilizará los servicios de la firma VS&P Auditum S.A. 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, de acuerdo con lo permitido por la legislación vigente y aplicable sobre la materia y conforme lo señalado en el numeral 13.1.2) de la cláusula décimo tercera del Fideicomiso.
- Emitir el reglamento de gestión, en conjunto con el originador.
- Emitir el prospecto, en conjunto con el originador.
- Obtener la información y/o documentación que pudiera requerirse a efectos de lograr las autorizaciones correspondientes para esta titularización.
- Solicitar y obtener las autorizaciones que se requieran para esta titularización.
- Inscribir el fideicomiso en el registro del mercado de valores y en las bolsas de valores del Ecuador.
- Inscribir los valores en el registro del mercado de valores y en las bolsas de valores del Ecuador.
- Una vez cumplido lo dispuesto en los numerales 7.13) y 7.14) de la cláusula séptima del fideicomiso, emitir valores conforme los términos y condiciones constantes en el informe de estructuración financiera y que se detallan en el cuadro n°1 de este informe. Los valores de la serie A se podrán emitir en la misma fecha o en una fecha distinta de los valores de la serie B. La fecha de emisión de los valores de la serie A será la fecha en que se realice la primera colocación de los valores de la serie A, mientras que la fecha de revisión de los valores de la serie B será la fecha en que se realice la primera colocación de los valores de dicha serie B. En tal sentido, la fecha de emisión de la serie A podrá ser igual o diferente a la fecha de emisión de la serie B. A partir de la fecha de emisión se contará el respectivo plazo de los valores de la respectiva serie, en todo caso, la fecha de emisión de la serie A constará expresamente señalada en los valores de dicha serie A, mientras que la fecha de emisión de la serie B constará expresamente señalada en los valores de dicha serie B. Los valores que no se hayan colocado en la fecha de emisión, quedarán en tesorería del fideicomiso para posterior colocación.
- Colocar los valores entre los inversionistas mediante oferta pública primaria, a través de una o varias de las Bolsas de Valores del Ecuador, y por medio de la o las casas de valores designadas al efecto por el originador.
- Como consecuencia de la colocación, total o parcial, de los valores, proceder de la siguiente manera con cargo a los recursos que sean pagados por los inversionistas por la compra de los valores; a medida que vayan siendo colocados, hasta el día hábil inmediato posterior a la fecha en que la fiduciaria haya recibido:
  - (i) a favor del fideicomiso, los recursos efectivizados, producto de la colocación total o parcial de los valores, a medida que vayan siendo colocados; y, (ii) los documentos de soporte necesarios de parte de la casa de valores que haya efectuado la colocación total, o parcial de los valores, a medida que vayan siendo colocados:
    - Cancelar las comisiones de bolsas de valores y casas de valores a que haya lugar.
    - En el caso de valores que hayan sido colocados con posterioridad a la primera fecha de emisión, destinar por cada valor colocado, la suma de dinero que sea necesaria para compensar el monto que no haya sido provisionado y acumulado de conformidad con lo dispuesto en el numeral 7.20.2) de la



cláusula séptima del fideicomiso, de tal manera que dicha suma de dinero se agregue a los recursos provisionados y acumulados según tal disposición, a efectos de que el fideicomiso pague los pasivos con inversionistas según consta del numeral 7.21) de la cláusula séptima del fideicomiso.

- Reponer el fondo rotativo, en caso de que, por cualquier motivo, haya disminuido de su monto base definido en el numeral 8.1) de la cláusula octava del fideicomiso.
- Segregar y acumular la suma de USD 80 por cada valor colocado de USD 1.000 para integrar y completar el depósito de garantía de conformidad con lo señalado en el numeral 10.1.1.1) de la cláusula décima del fideicomiso, si se produce la colocación de la totalidad de los valores, el depósito de garantía ascenderá por este concepto a la suma de USD 400.000.
- Entregar al originador el remanente de los recursos que hayan sido pagados por los inversionistas por la compra de valores, luego de haber aplicado las deducciones señaladas en los numerales 7.17.1) al 7.17.4) de la cláusula séptima del fideicomiso, según corresponda, como resultado del cumplimiento de lo dispuesto en los numerales 7.17.1) al 7.17.5) de la cláusula séptima del fideicomiso, el originador registrará como pasivo dentro de sus estados financieros, una cuenta por pagar a favor del fideicomiso, cuyos términos y condiciones, incluyendo plazo y tasa de interés, serán exactamente los mismos que los estipulados en el respectivo valor colocado en caso de que el proceso de colocación de los valores lleve más de un día, la entrega del producto de la colocación al originador, se hará hasta el día hábil inmediato posterior a la fecha en que la fiduciaria haya recibido los recursos efectivizados y los soportes mencionados en el Fideicomiso.
- Llevar un registro de las colocaciones de los valores efectuadas en el mercado primario.
- una vez emitidos los valores, es decir a partir de la primera fecha de emisión de los valores y hasta que se cancelen íntegramente los pasivos con inversionistas, continuar recibiendo en la cuenta del fideicomiso, de parte del agente de recaudo, con periodicidad semanal, dentro de los tres (3) primeros días hábiles de la semana inmediata posterior, mediante transferencias bancarias, la totalidad de los flujos generados por el derecho de cobro, que hayan sido recaudados por el agente de recaudo de parte de los estudiantes seleccionados durante la semana inmediata anterior; salvo en los meses de mayo y diciembre de cada año, en los cuales el agente de recaudo entregará en la cuenta del fideicomiso, dos veces por semana (lunes, respecto de los días jueves, viernes, sábado y domingo; y, jueves, respecto de lunes, martes y miércoles), mediante transferencias bancarias, la totalidad de los flujos generados por el derecho de cobro, que hayan sido recaudados por el agente de recaudo de parte de los estudiantes seleccionados durante los periodos antes señalados. La recepción de los flujos por parte del fideicomiso se dará y cumplirá mientras se encuentre vigente el fideicomiso y por el tiempo que sea necesario hasta cancelar íntegramente los pasivos con inversionistas. Con periodicidad semanal, hasta el día hábil inmediato posterior a la fecha en que el fideicomiso haya recibido los flujos en la cuenta del fideicomiso, la fiduciaria los destinará a aplicar el orden de prelación descrito en la cláusula séptima del fideicomiso, hasta completar cada uno de los conceptos de dicho orden de prelación.
- Con cargo a los flujos recibidos en la cuenta del fideicomiso, aplicar el orden de prelación descrito a continuación:
  - Reponer el fondo rotativo, en caso de que, por cualquier motivo, haya disminuido de su monto base definido en el numeral 8.1) de la cláusula octava del fideicomiso. La reposición, de ser necesario, se hará con periodicidad semanal.
  - Provisionar y acumular, hasta donde los flujos lo permitan la suma correspondiente al pago del dividendo trimestral inmediato posterior (amortización de capital y pago de intereses) de los valores de las dos series, en estricta proporción a los valores que hayan sido efectivamente colocados entre inversionistas. Si bien la amortización de capital y el pago de intereses de los valores se hará por trimestres vencidos, la provisión y acumulación de recursos para pagar el dividendo inmediato posterior de los pasivos con inversionistas, se cumplirá tomando el 100% de los flujos que vayan ingresado al fideicomiso, hasta completar el 100% de la suma correspondiente, conforme las tablas de amortización que constan incorporadas en el informe de estructuración financiera con cargo a los recursos provisionados y acumulados de conformidad con lo dispuesto en el párrafo anterior y, de ser necesario (i) con los recursos segregados conforme lo dispuesto la cláusula séptima del fideicomiso, de ser el caso (ii) con los recursos producto de la ejecución de los mecanismos de garantía; y, (iii) con los recursos producto de los rendimientos señalados en la cláusula séptima del fideicomiso, dicho fideicomiso pagará los pasivos con inversionistas según consta del numeral 7.21) de la cláusula séptima del

- fideicomiso. Se aclara expresamente que esta provisión deberá ser repuesta a medida que vaya siendo utilizada para pagar los pasivos con inversionistas.
- Reponer el depósito de garantía, en caso de que, por cualquier motivo, haya disminuido de su monto base definido en la cláusula décima del fideicomiso la reposición, de ser necesario, se hará con periodicidad semanal.
  - Luego de haber cumplido con lo dispuesto en la secuencia establecida en los numerales 7.20.1) al 7.20.3) de la cláusula séptima del fideicomiso, la fiduciaria determinará si se han producido o no las causales para retención de flujos estipuladas en el numeral 10.2.4) de la cláusula décima del fideicomiso: en caso de que la fiduciaria determine que sí se han producido dichas causales, la fiduciaria retendrá flujos dentro del fideicomiso, por el monto y en los términos y condiciones señalados en el numeral 10.2.4) de la cláusula décima del fideicomiso, y terminará en ese punto el orden de prelación. Por el contrario, si la fiduciaria determina que no se han producido dichas causales, la fiduciaria restituirá o entregará al originador el remanente de los flujos, de existir la restitución o entrega aquí estipulada, de ser posible y según los flujos lo permitan, se hará hasta el día hábil inmediato posterior a la fecha en que los flujos efectivizados hayan sido recibidos en la cuenta del fideicomiso, a cuyo efecto la fiduciaria determinará el saldo efectivizado y remanente, y procederá a restituir o entregar, con dicha periodicidad, el remanente a favor del originador.
  - Con cargo a los recursos provisionados y acumulados según lo dispuesto en el numeral 7.20.2) de la cláusula séptima del fideicomiso y, de ser necesario: (i) con los recursos segregados conforme lo dispuesto en el numeral 7.17.2) de la cláusula séptima del fideicomiso, de ser el caso; (ii) con los recursos producto de la ejecución de los mecanismos de garantía; y, (iii) con los recursos producto de los rendimientos señalados en el numeral 7.26.4) de la cláusula séptima del fideicomiso pagar los pasivos con inversionistas correspondientes a los valores de las dos series, indistintamente y sin prioridad o prelación alguna entre tales series, el pago de los pasivos con inversionistas se lo realizará de acuerdo con las tablas de amortización que constan incorporadas en el informe de estructuración financiera, para efectos de amortización de capital y pago de intereses de los valores, se considerará una base de 360/360 que corresponde a años de trescientos sesenta días, de doce meses, con duración treinta días cada mes, el pago de los pasivos con inversionistas deberá cubrir la amortización del capital de valores, así como el pago de intereses calculados en base a la tasa de interés, pagaderos por períodos trimestrales vencidos, en el mismo día calendario de la fecha de emisión aplicado al período trimestral correspondiente. Si dicho día 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; y, (iii) amortización de capital. En el caso de que apliquen intereses de mora, la tasa de mora será la que resulte de agregar un recargo de 10% (0,1 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 de los pasivos con inversionistas se lo hará en dólares de los Estados Unidos de América, aplicando la tasa de interés, por el plazo, salvo que por alguna norma que entre a regir en la república del Ecuador: (i) los estudiantes seleccionados puedan o deban realizar sus pagos en una moneda distinta al dólar de los Estados Unidos de América, en cuyo caso el fideicomiso cancelará los pasivos con inversionistas en la misma moneda en que reciba los flujos de parte de los estudiantes seleccionados, aplicando el tipo de cambio que se fije en la norma que determine tal modificación; (ii) los estudiantes seleccionados puedan o deban realizar sus pagos, aplicando una tasa de interés distinta de la estipulada en los documentos contentivos de las asistencias económicas, en cuyo caso el fideicomiso cancelará los pasivos con inversionistas aplicando la tasa de interés que se fije para este tipo de inversiones en la norma que determine tal modificación; (iii) los estudiantes seleccionados puedan o deban realizar sus pagos en plazos mayores a los estipulados en los documentos contentivos de las asistencias económicas, en cuyo caso el fideicomiso cancelará los pasivos, con inversionistas aplicando los mismos plazos que se fijen en la norma que determine tal modificación; y (iv) los términos y condiciones estipulados en los documentos contentivos de las asistencias económicas se vean modificados de cualquier manera, en cuyo caso tales modificaciones también aplicarán a los valores, en lo que corresponda, a efectos de que el fideicomiso pueda pagar los pasivos con inversionistas en los mismos términos y condiciones que se fijen en la norma que determine tal modificación. Las partes aclaran de manera expresa que la recepción de los flujos por parte del fideicomiso, se dará y cumplirá por el tiempo que sea necesario hasta cancelar

- íntegramente los pasivos con inversionistas. En caso de que resulten insuficientes los recursos provisionados, acumulados y segregados según lo dispuesto en el numeral 7.20.2) de la cláusula séptima del fideicomiso, la fiduciaria ejecutarán los mecanismos de garantía de producirse situaciones que impidan la generación proyectada de los flujos y, una vez ejecutados los mecanismos de garantía, los inversionistas deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones.
- Si llegado el septuagésimo (70°) día calendario de un período trimestral de pago de pasivos con inversionistas, no han ingresado al fideicomiso suficientes flujos que permitan cumplir con lo dispuesto en el numeral 7.21) de la cláusula séptima del fideicomiso, la fiduciaria podrá proceder de cualquiera de las formas señaladas a continuación:
    - En la fecha de pago distribuir entre los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores, los flujos existentes en el fideicomiso junto con los recursos dinerarios existentes dentro del depósito de garantía.
    - Obtener recursos a través del descuento (venta) de las cuentas por cobrar que a ese momento se encuentren en propiedad del fideicomiso, estando la fiduciaria facultada para negociar los términos y condiciones de tal o tales ventas, precautelando siempre los intereses de los inversionistas; y, que los recursos así obtenidos sean distribuidos entre los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores si luego de practicar lo dispuesto en el presente numeral, existieren saldos pendientes de pago con cargo a los pasivos con inversionistas, dichos saldos generarán intereses de mora a favor de los inversionistas. en caso de que se hayan cumplido con las actividades antes señaladas y aun así existieren saldos pendientes de pago con cargo a los pasivos con inversionistas, se ejecutarán los mecanismos de garantía, a efectos de que los recursos así obtenidos sean distribuidos entre los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores sin embargo, si cumplido todo lo anterior, aun así existieren saldos pendientes de pago con cargo a los pasivos con inversionistas, dichos inversionistas deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones.
  - Con una periodicidad mensual, con información de las cuentas por cobrar cortada al mes inmediato anterior, dentro de los diez (10) primeros días hábiles del mes inmediato posterior, el agente de recaudo proveerá un reporte a la fiduciaria respecto de: (i) las cuentas por cobrar que hayan incurrido en mora por 15 días o más; (ii) las cuentas por cobrar que hayan sido prepagadas, y (iii) el saldo de capital de las cuentas por cobrar en base a dicho reporte, de ser el caso, el originador deberá efectuar a favor del fideicomiso, aportes de cuentas por cobrar adicionales en los siguientes casos, términos y condiciones:
    - Cuando uno o varios de los estudiantes seleccionados incurran en mora de 15 días o más en el pago cabal y oportuno de sus cuentas por cobrar, operará la sustitución de cuentas por cobrar, operará la sustitución de cuentas por cobrar morosas, la que consiste en lo siguiente: por una parte, el originador se encuentra obligado a transferir y aportar cuentas por cobrar adicionales a favor del fideicomiso, en reemplazo de aquellas cuentas por cobrar que hayan incurrido en mora de 15 días o más; y, por otra parte, una vez cumplida dicha obligación del originador, el fideicomiso entregará en restitución, a favor del originador, aquellas cuentas por cobrar que hayan incurrido en la mora antes señalada. En este caso, el saldo de capital al que deberán ascender las cuentas por cobrar adicionales a ser aportadas al fideicomiso, deberá ser igual o mayor al saldo de capital al que hayan ascendido las cuentas por cobrar que hayan incurrido en mora a la fecha en que se produjo la mora. Se aclara de manera expresa que los documentos que recojan los términos y condiciones de las asistencias económicas correspondientes a dichas cuentas por cobrar adicionales deberán ser transferidos por el originador a favor del fideicomiso en los mismos términos y condiciones señalados en el numeral 4,2) de la cláusula cuarta del fideicomiso.
    - Cuando uno o varios de los estudiantes seleccionados prepagen íntegramente el saldo de capital de las cuentas por cobrar, operará la reposición de cuentas por cobrar prepagadas, la que consiste en lo siguiente: por una parte, el originador se encuentra obligado a transferir y aportar cuentas por cobrar adicionales a favor del fideicomiso, en reemplazo de aquellas cuentas por cobrar que hayan sido prepagadas íntegramente; y, por otra parte, una vez cumplida dicha obligación del originador, el fideicomiso entregará, en restitución, a favor del originador, aquellas cuentas por cobrar' que hayan sido prepagadas íntegramente. En este caso, el saldo de capital al que deberán ascender las cuentas por cobrar adicionales a ser aportadas al fideicomiso, deberá ser igualo mayor al saldo de capital al que hayan ascendido las cuentas por cobrar prepagadas a la fecha de prepago. se aclara de manera expresa que los documentos que recojan los términos y condiciones de las asistencias económicas correspondientes a dichas cuentas por cobrar adicionales, deberán ser transferidos por el originador a

favor del fideicomiso en los mismos términos y condiciones señalados en el numeral 4.2) de la cláusula cuarta del fideicomiso.

- Cuando el saldo de capital de las cuentas por cobrar sea inferior al saldo de capital de los valores efectivamente colocados entre inversionistas, operará el mantenimiento del nivel de emisión, lo que consistirá en lo siguiente: por una parte, el originador se encuentra obligado a transferir y aportar cuentas por cobrar adicionales a favor del fideicomiso, por un monto tal que permita que el saldo de capital de las cuentas por cobrar sea igualo mayor al saldo de capital de los valores efectivamente colocados entre inversionistas. Se aclara de manera expresa que los documentos que recojan los términos y condiciones de las asistencias económicas correspondientes a dichas cuentas por cobrar adicionales deberán ser transferidos por el originador a favor del fideicomiso en los mismos términos y condiciones señalados en el numeral 4.2) de la cláusula cuarta del fideicomiso.
- Si, produciéndose las causales para que procedan aportes de cuentas por cobrar adicionales a favor del fideicomiso, estos no son cumplidas por el originador conforme los términos y condiciones estipulados en los numerales 7.23.1) al 7.23.3) de la cláusula séptima del fideicomiso, y luego de transcurrido un margen de tolerancia de hasta máximo treinta (30) días calendario posteriores a la fecha en que debió realizarse el correspondiente aporte, la fiduciaria declarará una redención anticipada conforme lo dispuesto en la cláusula novena del fideicomiso.
- 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 las cláusulas décimo cuarta y décimo quinta del fideicomiso.
- Convocar a los integrantes del comité de vigilancia, en los casos estipulados en la cláusula décimo quinta del fideicomiso.
- Los recursos efectivos de propiedad del fideicomiso deberán permanecer en la cuenta del fideicomiso y/o en inversiones permitidas, mientras tales recursos no deban destinarse para sus respectivos fines conforme los términos y condiciones estipulados en el fideicomiso en lo relativo al manejo de la liquidez e inversiones del fideicomiso, la fiduciaria y el originador observarán las siguientes disposiciones:
  - La cuenta del fideicomiso se abrirá en: (i) un banco operativo de los Estados Unidos de América que cuente con calificación de riesgo de al menos "BBB" otorgada por una calificadora de riesgos reconocida internacionalmente; o (ii) un banco operativo del Ecuador que cuente con calificación de riesgo de al menos "AA" otorgada por una calificadora de riesgos autorizada por la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia de Compañías. El originador cumpliendo con los parámetros aquí establecidos tendrá derecho a seleccionar al banco en el cual se abrirá y mantendrá la cuenta del fideicomiso, debiendo instruir expresamente y por escrito a la fiduciaria en tal sentido la cuenta del fideicomiso podrá consistir en una cuenta corriente o cuenta de ahorros, o en una o varias cuentas, lo que será determinado por mutuo acuerdo entre el originador y la fiduciaria.
  - Las inversiones permitidas se realizarán en instrumentos financieros emitidos por: (i) instituciones financieras de los Estados Unidos de América que cuenten con calificación de riesgo de al menos "BBB" otorgada por una calificadora de riesgos reconocida internacionalmente; o (ii) instituciones financieras del Ecuador que cuenten con calificación de riesgo de al menos "AA" otorgada por una calificadora de riesgos autorizada por la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia de Compañías. al momento de seleccionar los instrumentos financieros en los cuales se va a invertir, deberá observarse, en el siguiente orden, los principios de liquidez, seguridad y rentabilidad. dicha selección se realizará de mutuo acuerdo entre el originador y la fiduciaria. el originador, cumpliendo con los parámetros aquí establecidos, tendrá derecho a seleccionar a las instituciones financieras en las cuales se realizarán inversiones permitidas, debiendo instruir expresamente y por escrito a la fiduciaria en tal sentido.
  - Los recursos de propiedad del fideicomiso podrán ser movilizados entre la cuenta del fideicomiso y las inversiones permitidas, según la fiduciaria lo estime conveniente y necesario, o conforme instrucciones expresas y por escrito del originador, cumpliendo con los parámetros establecidos en los numerales 7.26.1) al 7.26.2) de la cláusula séptima del fideicomiso.
  - En caso de que sea necesario completar la provisión de cualquier dividendo (capital más intereses) de los pasivos con inversionistas, los rendimientos que generen la cuenta del fideicomiso ,y/o las inversiones permitidas serán destinados por la fiduciaria para cancelar los pasivos con inversionistas. Caso contrario, dichos rendimientos serán restituidos al originador con periodicidad trimestral luego de

que se haya realizado el pago de los correspondientes dividendos de los valores a favor de los inversionistas.

- Administrar y/o ejecutar los mecanismos de garantía según lo estipulado en las cláusulas séptima y décima del fideicomiso.
- Declarar la redención anticipada según lo estipulado en las cláusulas séptima y novena del fideicomiso.
- Exigir el cumplimiento de las obligaciones asumidas por el originador en virtud del fideicomiso.
- Con sesenta (60) días de anticipación a la fecha de vencimiento del plazo máximo de autorización de oferta pública de valores conferido por la Superintendencia de Compañías y de aún existir valores en tesorería del fideicomiso que se encuentren pendientes de colocación, informar en tal sentido al originador, a efectos de que instruya a la fiduciaria; de manera expresa y por escrito, sobre su decisión de que se solicite o no la prórroga correspondiente para la oferta pública de los valores que se encuentren pendientes de colocación.
- Actuar como agente pagador de la presente titularización, incluyendo la posibilidad de subcontratar con un tercero la prestación de este servicio. la actuación de la fiduciaria como agente pagador no implica ni constituye garantía alguna de parte de la fiduciaria sobre la generación de flujos. En tal sentido, la fiduciaria no garantiza rendimiento o retorno alguno, ni a los inversionistas ni al originador.
- Ejecutar las decisiones que adopte la asamblea, siempre que sean tomadas. según lo estipulado en la cláusula décimo cuarta del fideicomiso, y siempre que no afecten ni atenten contra el objeto y la finalidad del fideicomiso y de la titularización.
- Ejecutar las decisiones que periódicamente adopte el comité de vigilancia, siempre que sean tomadas según lo estipulado en la cláusula décimo quinta del fideicomiso, y siempre que no afecten ni atenten contra el objeto y la finalidad del fideicomiso y de la titularización.
- Ejecutar las instrucciones que el originador se encuentra facultado a impartir a la fiduciaria en los casos, términos y condiciones estipulados en el fideicomiso, siempre que no afecten ni atenten contra el objeto y la finalidad del fideicomiso y de la titularización.
- Preparar información y ponerla a disposición de los inversionistas, de la Superintendencia de Compañías, de las bolsas de valores, de la calificadora de riesgos y de la auditora externa, 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 la última obligación de reconocer derechos a favor de los inversionistas u originador.
- Una vez atendidos todos los pasivos del fideicomiso, restituir al originador los bienes, derechos y recursos remanentes del fideicomiso, de existir.
- Una vez cumplido lo dispuesto en el numeral 7.37) de la cláusula séptima del fideicomiso, liquidarlo en los términos y condiciones señalados en la cláusula décimo novena del fideicomiso.
- Realizar todos los actos y suscribir todos los contratos necesarios para el cabal y oportuno cumplimiento de las instrucciones fiduciarias antes estipuladas, de tal manera que no sea la falta de instrucciones expresas, las que de alguna manera impidan el cumplimiento integral del objeto la presente titularización.

## **Situación Financiera del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Educativos – CPU / USFQ**

Al 29 de febrero de 2016, el Estado de Situación Financiera del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Educativos – CPU / USFQ estuvo conformado por un total de activos igual a USD 2,66 millones de los cuales el 69,34% estuvo constituido por Cuentas por Cobrar por Derechos de Cobro. Por otro lado, los pasivos alcanzaron la suma de USD 3,05 millones, en donde el monto más importante corresponde a las Cuentas y Documentos por Pagar, los cuales incluyen cuentas por pagar al originador. En cuanto al patrimonio, este se encuentra conformado por USD 10.000,00 que corresponde al aporte inicial de efectivo. De igual manera, como cuenta de orden, se encuentran registrados USD 400.000,00 pertenecientes principalmente a Valores en Garantía.

## Colocación de los valores “VTC - PRIMERA - CPU” y Pago de Dividendos

Con fecha 31 de octubre de 2011, la Superintendencia de Compañías aprobó la Primera Titularización de Flujos Educativos CPU / USFQ, por una suma de USD 5,00 millones, bajo la Resolución No. Q.IMV.2011.4893, siendo inscrita en el Registro de Mercado de Valores el 09 de noviembre de 2011. Es relevante mencionar que el plazo de la oferta pública de la presente titularización venció el 31 de julio de 2012.

Los títulos valores fueron colocados entre diferentes inversionistas en un 100% en relación al monto aprobado (USD 5,00 millones) que corresponden USD 2,50 millones a la serie A y USD 2,50 millones a la serie B.

Hasta el 29 de febrero de 2016, el Agente Pagador realizó el pago de todos los pagos correspondientes a la Serie A, es decir, se encuentra cancelada. Por otro lado, en relación a la Serie B, al 29 de febrero de 2016 se habían cancelado 16 cuotas de las 20 en total, con lo cual, el saldo de capital a esa fecha fue de USD 700.000,00.

## Situación actual del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Educativos – CPU / USFQ

Respecto a las provisiones efectuadas por la Fiduciaria y a su inversión, según información proporcionada por el Agente de Manejo, al 29 de febrero de 2016, existen provisiones por un valor de USD 94.444,70, que se acumulan mensualmente para el pago del décimo séptimo dividendo correspondiente a abril de 2016 que asciende a USD 189.000,00.

De la misma manera, en el último periodo de análisis, es decir entre agosto 2015 y febrero 2016, dentro del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Educativos – CPU / USFQ, el flujo recaudado alcanzó un monto total de USD 0,71 millones. Durante ese mismo periodo, el Fideicomiso restituyó al Originador una suma de USD 0,13 millones.

**CUADRO 2: RECAUDACIONES Y RESTITUCIONES (USD)**

Mes	Flujo Recaudado	Monto Restituido al Originador
ago-15	144.337,95	-
sep-15	115.827,99	-
oct-15	50.749,09	-
nov-15	86.132,66	-
dic-15	207.925,16	-
ene-16	51.382,46	-
feb-16	50.828,07	130.440,41
<b>Total:</b>	<b>707.183,38</b>	<b>130.440,41</b>

Fuente: FIDEVAL S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, las cifras que se proyectaron que recaudaría el Fideicomiso, presentan valores que no alcanzaron las proyecciones iniciales, debido a que desde enero de 2015 Universidad San Francisco de Quito ya no es administrada por Corporación de Promoción Universitaria, y debido a esto sus ingresos no son los mismos que fueron reportados en un inicio, no obstante, esto no afecta la generación de flujos de repago de la titularización, pues los pagos de los dividendos se han cumplido oportunamente.

**CUADRO 3: RECAUDACIONES REALES VS. PROYECCIONES (USD)**

Periodo	Flujo Proyectado	Flujo Recaudado (Real)	Excedente / Déficit	% Variación
oct 15 - ene 16	371.695,06	344.806,91	(26.888,15)	92,77%

Fuente: FIDEVAL S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos / Elaboración: Class International Rating

## Mecanismos de Garantía<sup>3</sup>

La Titularización contempla los siguientes mecanismos de garantía:

**Exceso de Flujo de Fondos:** Consiste en que los flujos que se proyecta que sean generados por el Derecho de Cobro, y por ende por las Cuentas por Cobrar, sean superiores a los montos requeridos por el Fideicomiso para pagar los Pasivos con Inversionistas, de conformidad con el Informe de Estructuración Financiera. De acuerdo a las proyecciones de dicho informe, el estructurador financiero considera que el derecho de cobro y por ende las cuentas por cobrar, en el escenario pesimista, pueden ser capaces de generar flujos proyectados aproximados por USD 7'965.871,83 durante el Plazo de los Valores, siendo requerida por el Fideicomiso la suma proyectada aproximada de USD 6'108.406,25 (si la totalidad de los valores efectivamente se colocan entre inversionistas), con lo cual se proyecta un exceso de flujo de fondos aproximado de USD 1'857.465,58. En todo caso, tanto el estructurador financiero como el originador aclararon de manera expresa que estas cantidades son proyecciones, que pueden en la práctica estar por encima o por debajo de tales cantidades. El exceso de flujo de fondos cubre en al menos y en promedio, 22 veces el índice de desviación que para la presente titularización es de 3,27%.

Adicionalmente, durante los primeros 48 meses contados a partir de la primera fecha de emisión de los valores, el **depósito de garantía** deberá ascender, como monto base, a un valor mínimo de USD 400.000,00. A partir del cuadragésimo noveno (49°) mes contado a partir de la primera fecha de emisión de los valores y hasta el sexagésimo (60°) mes contado a partir de la primera fecha de emisión de los valores, el depósito de garantía deberá ascender, como monto base, a un valor mínimo de USD 150.000,00.

Es relevante mencionar que el Depósito de Garantía está constituido por un Depósito a Plazo contratado en el Banco Internacional, por un valor total de USD 400.000,00, suscrito el 29 de febrero de 2016 con vencimiento hasta el 29 de junio de 2016, es decir por un plazo de 121 días. De esta forma se da cumplimiento a lo establecido en el fideicomiso.

### Garantía Subsidiaria:

Conforme lo establecido en el fideicomiso, si llegado el septuagésimo quinto (75°) día contado desde el inicio de un período trimestral determinado, la fiduciaria observa que el monto provisionado dentro del fideicomiso, de conformidad con lo estipulado en la cláusula séptima del fideicomiso, es inferior al 100% de la suma correspondiente al pago del dividendo de dicho período trimestral (amortización de capital y pago de intereses), entonces se activará la **garantía subsidiaria** otorgada por este medio por el originador, la que consiste en su obligación de aportar y entregar al fideicomiso, en dinero libre y disponible, los recursos suficientes y necesarios para completar la provisión del 100% del dividendo trimestral (capital más intereses) inmediato posterior de los pasivos con inversionistas el originador aclara de manera expresa que dicha garantía subsidiaria es revolvente por períodos trimestrales, en virtud de lo cual será exigible por el fideicomiso, representado por la fiduciaria, de ser necesario, por cada trimestre, única y exclusivamente hasta por el 100% del monto del dividendo trimestral (capital más intereses) inmediato posterior de los pasivos con inversionistas.

Al 29 de febrero de 2016, este mecanismo de garantía no ha sido activado.

### Resguardos

**Sustitución de cuentas por cobrar morosas:** Cuando uno o varios de los estudiantes seleccionados incurran en mora de 15 días o más en el pago cabal y oportuno de sus cuentas por cobrar, operará la sustitución de cuentas por cobrar morosas, en virtud de la cual el originador se encuentra obligado a transferir y aportar al fideicomiso, cuentas por cobrar adicionales a favor del fideicomiso, en reemplazo de aquellas cuentas por cobrar que hayan incurrido en mora de 15 días o más. Por su parte, una vez cumplido lo anterior, el fideicomiso entregará, en restitución, a favor del originador, aquellas cuentas por cobrar que hayan incurrido en la mora

<sup>3</sup> Contrato de Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Educativos CPU / USFQ

antes señalada. En este caso, el saldo de capital al que deberán ascender las cuentas por cobrar adicionales a ser aportadas al fideicomiso, deberá ser igual o mayor al saldo de capital al que hayan ascendido las cuentas por cobrar que hayan incurrido en mora a la fecha en que se produjo la mora.

**Reposición de cuentas por cobrar prepagadas:** Cuando uno o varios de los estudiantes seleccionados prepaguen íntegramente el saldo de capital de sus cuentas por cobrar, operará la reposición de cuentas por cobrar prepagadas, en virtud de la cual el originador se encuentra obligado a transferir y aportar al fideicomiso, cuentas por cobrar adicionales a favor del fideicomiso.

**Mantenimiento del nivel de la emisión:** Cuando el saldo de capital de las cuentas por cobrar sea inferior al saldo de capital de los valores efectivamente colocados entre inversionistas, operará el mantenimiento del nivel de emisión, en virtud de lo cual el originador se encuentra obligado a transferir y aportar cuentas por cobrar adicionales a favor del fideicomiso, por un monto tal que permita que el saldo de capital de las cuentas por cobrar sea igual o mayor al saldo de capital de los valores efectivamente colocados entre inversionistas.

**Retención de los flujos:** La fiduciaria retendrá dentro del fideicomiso la totalidad de los flujos, cuando se produzcan una o varias de las siguientes situaciones y aplicará lo dispuesto en cada una de ellas:

a) Cuando se produzca una o varias de las causales de redención anticipada según lo señalado en la cláusula novena del fideicomiso, en cuyo caso destinará la totalidad de recursos existentes en el fideicomiso para pagar, al máximo posible, los pasivos con inversionistas, a prorrata de la inversión de cada inversionista en valores.  
b) Si la FIDUCIARIA, en virtud de información puesta a disposición del público por la Superintendencia de Compañías y/o por las Bolsas de Valores y/o por el originador, conoce que:

- b.1) El originador muestra un superávit neto inferior a 0,5% sobre activos totales en cuatro (4) trimestres consecutivos. En este caso se mantendrá la retención hasta que el originador muestre un superávit neto superior a 2% sobre activos totales en cuatro (4) trimestres consecutivos.
- b.2) El originador muestra un índice de endeudamiento, medido como pasivo total sobre activo total, mayor a 0,8 en cuatro (4) trimestres consecutivos. En este caso se mantendrá la retención hasta que el originador muestre un índice de endeudamiento, medido como pasivo total sobre activo total, menor a 0,5 en cuatro (4) trimestres consecutivos.
- b.3) El originador se ve impedido de otorgar asistencias financieras por cualquier motivo.
- b.4) El originador ha incurrido en mora de pago de cualquier emisión de valores que haya realizado y que se encuentre en el mercado.
- b.5) Si es que en tres trimestres seguidos, el porcentaje de novaciones realizadas por el originador, de las operaciones denominadas "préstamos" aumenta del 44,56%, o si la recuperación en efectivo de las operaciones denominadas "préstamos" disminuyera del 29,25%. En este caso se mantendrá la retención hasta que los porcentajes mencionados vuelvan a los niveles señalados. En caso de presentarse las situaciones descritas en los literales b.3) y b.4) que anteceden, la retención de flujos se mantendrá hasta la redención total de los valores emitidos.

Conforme información proporcionada por la fiduciaria, en relación a la activación de resguardos, se debe indicar que en función de que la Corporación de Promoción Universitaria ya no genera los mismos ingresos que cuando estaba a cargo de la administración de la Universidad San Francisco de Quito, no alcanzaron los indicadores establecidos en el literal b.1) lo que activó únicamente el resguardo de *Retención de Flujos*, por lo que el fideicomiso procede a provisionar la totalidad de los flujos recibidos para el pago a los inversionistas.

Sin embargo, se debe puntualizar que el cambio en la estructura de negocio de Corporación de Promoción Universitaria, no afecta directamente a la generación de flujos de repago de la titularización, pues los mismos se comprometieron desde la conformación del fideicomiso. Además, el depósito en garantía se mantiene en un valor de USD 400.000, como se especificó anteriormente, lo que constituye un sustento adicional significativo para la titularización, considerando que el saldo de capital pendiente por pagar es USD 700.000.

Class International Rating ha estudiado y analizado los Mecanismos de Garantía con que cuenta la Primera Titularización de Flujos Educativos CPU / USFQ, los cuales son 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 siniestralidad, conforme lo estipula la estructuración financiera antes de la emisión.

### Cobertura sobre el índice de Desviación

Esta calificadora verificó que el Exceso de Flujo de Fondos, conformado por el Depósito de Garantía supera la cobertura de 1,5 veces el Índice de Desviación, considerando los parámetros establecidos en la normativa. Determinando así que el último trimestre de 2015 genera un flujo, cuyo índice de desviación presenta un valor que es cubierto por el depósito de garantía (USD 400.000,00) en 35,48 veces.

CUADRO 4: COBERTURA DE MECANISMO DE GARANTIA

Periodo	Flujo Recaudado	Flujo Trimestral	Índice de Desviación (3,27%)	Cobertura de Depósito de Garantía (USD 400 mil)
oct-15	50.749,09	344.806,91	11.275,19	35,48 veces
nov-15	86.132,66			
dic-15	207.925,16			

Fuente: FIDEVAL S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos / Elaboración: Class International Rating

Luego del estudio y análisis de la cobertura de los mecanismos de garantía sobre el índice de desviación, Class International Rating, señala que se ha cumplido con la exigencia establecida en el 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 carácter de ordinaria se convocará dentro de los 90 días posteriores a la primera 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.

Con posterioridad a esta primera convocatoria, la Asamblea podrá reunirse extraordinariamente por decisión de la Fiduciaria, del Comité de Vigilancia, de inversionistas que representen más del 50,00% de la totalidad del monto 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 la cláusula octava del fideicomiso, con por lo menos 8 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 50,00% de la totalidad del monto 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% del monto de los valores correspondientes a los inversionistas concurrentes a tal asamblea.

La calificadora no recibió documentación que informe sobre una última convocatoria a asamblea de inversionistas realizada en los últimos 6 meses.

## Comité de Vigilancia

El Comité de Vigilancia estará compuesto por tres miembros designados por la Asamblea. Los integrantes deberán ser inversionistas o sus representantes debidamente autorizados. Los integrantes asumirán las funciones de Presidente, Vicepresidente y Secretario del mismo, conforme la asignación que efectúe la Asamblea.

Las decisiones del Comité de Vigilancia se adoptarán con el voto conforme y favorable de los tres miembros del comité. Constituyen obligaciones del Comité de Vigilancia las siguientes:

- 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 y /o Titularización.
- Informar a la Asamblea, al vencimiento del plazo, sobre su labor y las conclusiones obtenidas.

Además, son atribuciones del Comité de Vigilancia, entre otras, las siguientes:

- Comprobar que la Fiduciaria cumpla en la administración del Fideicomiso 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 en los que considere oportuno.
- Conocer y resolver en primera instancia sobre cualquier propuesta de reforma al fideicomiso.
- Conocer anualmente: los Estados Financieros y Estados de Resultados del Fideicomiso; Informe de la Auditora Externa; Informe del Agente de Recaudo; Informe de Actualización de la Calificadora de Riesgos; e, Informe de la Fiduciaria.
- Conocer y resolver sobre los asuntos que sean sometidos a su consideración por la Fiduciaria.

De acuerdo a información reportada por la Fiduciaria, el Comité de Vigilancia reportó una última reunión el 24 de diciembre de 2015, en la cual, de acuerdo al acta de la reunión, se trató como único punto el reemplazo de la calificadora de riesgo, siendo su presidente el representante del Fideicomiso Tercera Titularización de Flujos – Portafolio CFN, y el Vicepresidente del Comité el representante de Constitución C.A. Compañía de Seguros.

## Punto de Equilibrio

A efectos de atender la exigencia normativa de la determinación de un punto de equilibrio, se lo fija en la colocación de un valor. Para el cumplimiento del punto de equilibrio, se tendrá el mismo plazo que el de la oferta pública, incluida su prórroga, de haberla. En caso de que no se cumpla el punto de equilibrio: (i) Con los recursos del fideicomiso se pagarán todos los pasivos con terceros distintos de los inversionistas; (ii) se restituirán los bienes del fideicomiso al originador; y, (iii) se liquidará el fideicomiso.

## Experiencia del Administrador Fiduciario

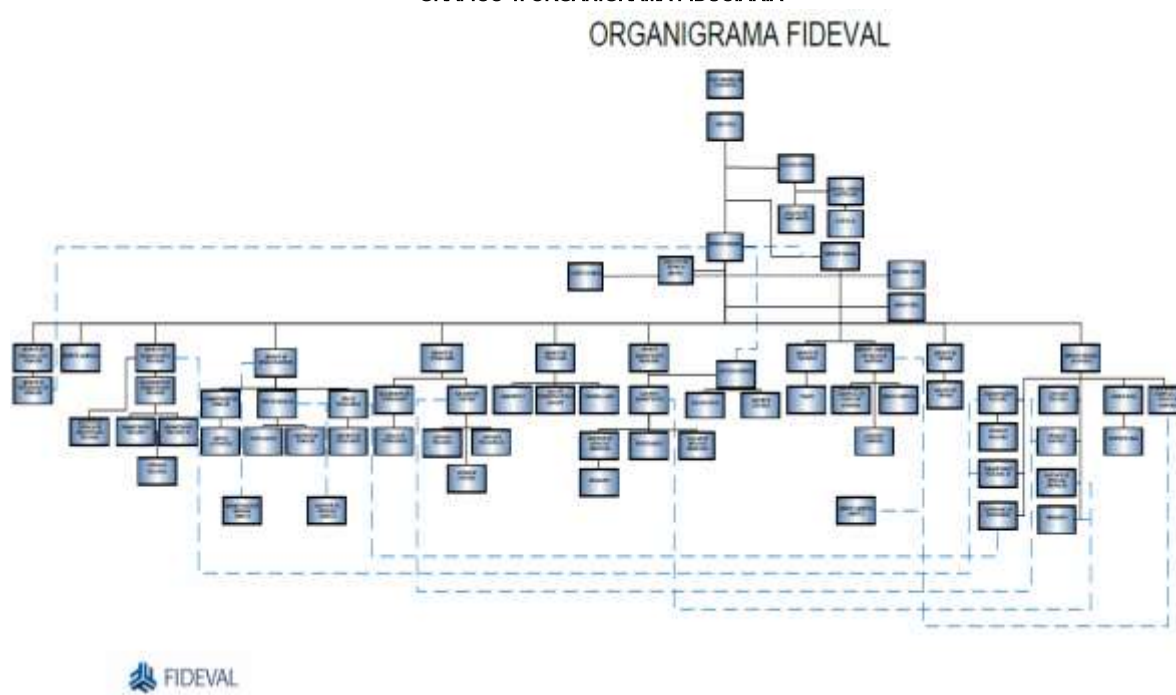
FIDEVAL S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos es una compañía legalmente inscrita en el Registro de Mercado de Valores constituida con el objeto de Administrar Negocios Fiduciarios, Fideicomisos, Encargos Fiduciarios de Terceros, Fondos de Inversión y Representar a Fondos Internacionales.

Mediante escritura pública otorgada el 12 de abril del año 2013 ante el Notario Tercero del Distrito Metropolitano de Quito, Doctor Roberto Salgado Salgado, inscrita en el Registro Mercantil del Cantón Quito el 18 de noviembre del mismo año, la compañía FIDEVAL S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS se fusionó por absorción con la compañía ADMINISTRADORA DE FONDOS DEL PICHINCHA, FONDOSPICHINCHA S.A. habiéndose esta última disuelto y cancelado su inscripción en el Registro Mercantil del Cantón Quito. La compañía FIDEVAL S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS adicionalmente, a través de la misma escritura, aumentó su capital social, prorrogó su plazo social, reformó integralmente y codificó sus estatutos.

FIDEVAL S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos no pertenece a ningún grupo financiero local ó internacional, y su Capital Social asciende a USD 1.134.083, con la siguiente composición accionaria: Renwick Holdings S.A (60%) y Whitehall S.A. (40%).

La estructura organizacional de FIDEVAL S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos es flexible, de manera que permite crear equipos interdisciplinarios para los diferentes negocios, mismos que fusionan a profesionales con la mejor formación académica de varias especialidades, que colaboran entre sí.

GRÁFICO 1: ORGANIGRAMA FIDUCIARIA



Fuente y Elaboración: FIDEVAL S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos

El Sistema Informático de FIDEVAL S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos, cuenta con la tecnología necesaria para controlar y administrar cada uno de los Fideicomisos administrados, en todos los aspectos que involucra su ciclo fiduciario desde la constitución de un Patrimonio o encargo, y el manejo de un proceso de titularización, como: registros contables independientes, control documentario, identificación y control de bienes fideicomitidos, control de valorización, rendición de cuentas (financiera-contable y operativa), control de vencimientos, agenda de eventos fiduciarios importantes, administración y control de flujos, contabilización completa de las operaciones asociadas al negocio y proceso de liquidación del mismo.

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**

Conforme el informe de estructuración financiera original del proceso, el activo titularizado son los derechos de cobro que se generen por la recaudación de las cuentas por cobrar a un determinado grupo de estudiantes que se benefician de Asistencias Económicas. Ese grupo de personas a las cuales el originador ha otorgado Asistencias Económicas, se denominarán Estudiantes Seleccionados y el derecho de cobro sobre las cuentas por cobrar otorgada a estos estudiantes seleccionados es el activo que se incorporará al fideicomiso para efectos del desarrollo de la titularización.

La cobranza o recaudación del derecho de cobro sobre los estudiantes seleccionados es la que generará los flujos de fondos necesarios para: (i) reponer, si fuera el caso, el fondo rotativo; (ii) provisionar el pago a los inversionistas; y (iii) restituir el remanente al originador, si fuera el caso.

Estudiantes Seleccionados: son estudiantes que se benefician de asistencias económicas, que cumplan con las siguientes características:

- Estudiantes Seleccionados que cuenten con calificación de “A” ante un Buró de Información Crediticia.
- Estudiantes Seleccionados que cuenten con calificación histórica mínima de “C” ante un Buró de Información Crediticia durante los 2 años anteriores a la fecha de aporte.
- Estudiantes Seleccionados cuyo monto por vencer total consolidado de todas las asistencias económicas vigentes no superen la suma de USD 30.000.

### **Certidumbre de los Flujos**<sup>4</sup>

De acuerdo al Informe de Estructuración Financiera, la proyección de los derechos de cobro se respaldó en el comportamiento histórico de la recuperación de las Asistencias Económicas que ofrece el originador a los estudiantes seleccionados, en periodos mensuales desde enero del año 2006 hasta agosto del año 2010. La Corporación de Promoción Universitaria ofrece las asistencias económicas, a través de 3 modalidades a los beneficiarios:

**a) Financiamiento I:** Es una asistencia de corto plazo, dirigida a estudiantes de pre-grado y postgrado que no tienen capacidad económica para cancelar la matrícula, por lo que se amortiza en un sistema de pagos periódicos en un plazo máximo de un año académico. Dentro de este mecanismo, se incluyen asistencias para personal de Fuerza Militar y Policía, con plazos de hasta 48 meses.

**b) Préstamos:** Son asistencias entregadas al estudiante, al inicio de cada ciclo académico, con vencimiento único que coincide con la finalización de la carrera de estudios del solicitante. Se otorgan en porcentajes que se aplican exclusivamente a los rubros de registro y pensión. El plazo máximo de asistencia económica se determina según el tiempo que dure la carrera (6 años máximo) y existe la posibilidad de ampliación por una sola ocasión mediante novación. No se aplica periodo de gracia, y la tasa de interés anual es del 9%.

**c) Financiamiento II:** Es una asistencia dirigida a estudiantes que deben consolidar en una sola obligación las asistencias económicas recibidas previamente, para amortizarla la obligación de manera periódica. Aquí la tasa es del 11% anual y contempla un periodo de gracia opcional de 6 meses. Es concedido al final de la carrera del estudiante (o 6 meses después de concluida la carrera, si el préstamo hubiere sido objeto de novación por un plazo máximo de hasta 6 meses) y que se pagará mediante cuotas iguales de capital e interés (calculadas mediante una tabla de amortización normal) a una tasa de interés promedio del 11%.

### **Metodología de cálculo para el índice de desviación**

Una vez determinado que la concesión de Asistencias Económicas por parte de la Corporación de Promoción Universitaria, se debería mantener en el futuro por parámetros iguales o superiores a la concesión actual, el otro factor principal que podría afectar los flujos futuros esperados provenientes de la cobranza de las cuentas por cobrar concedida a los estudiantes seleccionados es el deterioro de dichas cuentas por cobrar.

Para determinar un indicador estándar del potencial deterioro de las cuentas por cobrar, el Informe de Estructuración Financiera determinó el índice de siniestralidad de las cuentas por cobrar concedida por Corporación de Promoción Universitaria en el pasado, y este indicador se aplicará en el futuro para evaluar las probables distorsiones de los flujos de su valor esperado, y este indicador será el índice de desviación de la titularización.

<sup>4</sup> Informe de Estructuración Financiera

El proceso de determinación del índice de desviación histórico de las cuentas por cobrar consta en el Informe de Estructuración Financiera y arroja un valor de 3,27%, el cual se utilizó para sensibilizar los flujos futuros.

De esta manera, considerando lo anterior, para la construcción de los escenarios proyectados se determinarán los flujos futuros esperados de recuperación de cuentas por cobrar, a los que se aplica el índice de desviación, para obtener proyecciones mínimas de recaudación esperadas a partir de los derechos de cobro titularizados.

Con los datos de la recaudación histórica y de la Cuentas por Cobrar vigente a los estudiantes seleccionados, se determinó el flujo neto esperado futuro, que permitiría afrontar el pago a los inversionistas. A dichos valores esperados futuros, se los sensibilizó para determinar potenciales desviaciones en los flujos esperados.

El escenario moderado contempla el nivel histórico de siniestralidad de las cuentas por cobrar cuya cobranza generará los flujos titularizados, es decir, 3,27% (índice de desviación del proceso). Para establecer el escenario pesimista de flujos futuros, se reducen los flujos esperados con una desviación máxima que contemple un índice de siniestralidad 9% de las cuentas por cobrar que generan los flujos titularizados, es decir, casi 3 veces la siniestralidad histórica observada; y para el escenario optimista, se aplican a los flujos proyectados una desviación máxima que contemple un índice de siniestralidad del 0% de las cuentas por cobrar que generarán los flujos titularizados, por la obligación del originador de sustituir derecho de cobro sobre cuentas por cobrar deteriorada y de aportar los recursos necesarios para mantener los flujos futuros en su valor esperado.

**CUADRO 5: ESCENARIOS (USD)**

	Flujos Futuros Sensibilizados		
	Escenario Moderado	Escenario Pesimista	Escenario Optimista
1	270.628,53	256.629,32	278.617,61
2	282.834,25	266.543,19	292.131,24
3	303.145,79	295.862,65	307.302,14
4	138.056,66	128.722,13	143.383,69
5	749.268,99	743.609,63	752.498,68
6	243.038,09	233.652,88	248.394,05
7	666.373,63	657.122,09	671.653,30
8	322.138,30	305.160,35	331.827,30
9	633.507,21	614.453,90	644.380,55
10	365.763,76	342.702,71	378.924,26
11	592.512,23	569.396,28	605.704,06
12	410.944,87	383.908,15	426.374,19
13	631.290,01	602.567,73	647.681,26
14	414.502,52	382.296,30	432.881,98
15	590.904,82	558.529,69	609.380,68
16	403.922,10	371.695,06	422.313,45
17	461.338,84	431.509,62	478.361,80
18	296.901,83	272.375,91	310.898,30
19	368.910,65	344.318,44	382.944,94
20	223.515,64	204.815,78	234.187,29
	<b>8.369.498,72</b>	<b>7.965.871,81</b>	<b>8.599.840,77</b>

Fuente: IB CORP Casa de Valores / 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 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 lo tanto, los flujos 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 del 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<sup>5</sup>

El monto máximo de la emisión no debe superar los límites establecidos por la codificación de resoluciones del CNV, que establece que en ningún caso, el valor de la emisión para flujos futuros de activos existentes excederá el 90% del valor presente de los flujos requeridos de acuerdo al presupuesto, estudio o documento que se presente durante el plazo de emisión, descontados a una tasa que no podrá ser inferior a tasa activa referencial señalada por el Banco Central del Ecuador, para la semana inmediata anterior a aquella en la cual se efectúe el cálculo correspondiente. La tasa resultante del cálculo tendrá vigencia de hasta treinta días. El mismo porcentaje y procedimiento se aplicarán para el caso de que la titularización se realice por un segmento del proyecto.

La tasa activa referencial máxima para el año 2010 publicada por el Banco Central fue del 9,21% en el mes de mayo, La tasa activa referencial máxima para el año 2008 publicada por el Banco Central fue del 10,74% en el mes de enero. Para esta titularización se utilizará la tasa del 10% para traer a valor presente los flujos futuros, por la expectativa actual de mantenimiento o disminución de las tasas de interés en el futuro inmediato. Con dicha tasa, el cálculo del valor presente de la recaudación generado por la proyección de flujos futuros en los distintos escenarios se presenta en la siguiente tabla:

**CUADRO 6: FLUJO EN VALOR PRESENTE**

Valor Presente		
Escenario Moderado	Escenario Pesimista	Escenario Optimista
6.535.447,76	6.232.396,68	6.708.393,14
Cobertura 1,31 veces	Cobertura 1,25 veces	Cobertura 1,34 veces

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

Luego del análisis y estudio de los valores emitidos frente al monto máximo que podría emitirse, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. señala que el monto a emitirse por medio de la Primera Titularización de Flujos Educativos – CPU / USFQ está dando 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.

### Activos Libres de Gravamen

Con fecha 29 de febrero de 2016, la compañía presentó un total de activos libres de gravamen de USD 66,15 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 52,92 millones, determinando que el saldo de capital de la presente emisión que asciende a USD 0,70 millones se encuentran dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

**CUADRO 7: ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN**

Descripción	feb-16
	Valor
Total Activos	86.996.859,960
(-) Activos Gravados	20.842.012,00
<b>Activos Libres de Gravámenes</b>	<b>66.154.847,96</b>
<b>80.00% Activos Libres de Gravámenes</b>	<b>52.923.878,37</b>
a) Activos Diferidos	-
b) Activos en Litigio	-
c) Monto no redimido de Obligaciones en circulación	-
d) Monto no redimido de Titularizaciones	-

<sup>5</sup> Informe de Estructuración de Financiera

e) Derechos Fiduciarios	32.003.856,00
<b>Monto Máximo de Emisión = 80% Activos Libres de Gravamen – a), b), c), d) y e)</b>	<b>20.920.022,37</b>
Saldo de Capital Titularización	700.000,00
<b>Total Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>94,51</b>
<b>80.00% Activos Libres de Gravámenes / Saldo Emisión (veces)</b>	<b>75,61</b>
<b>Monto Máximo de Emisión / Saldo de la Emisión (veces)</b>	<b>29,89</b>

Fuente: Corporación de Promoción Universitaria / Elaboración: Class International Rating

Por otro lado, se puede apreciar que el 80,00% de los activos libres de todo gravamen de la compañía presentan una cobertura de 75,61 veces sobre el saldo de capital de la Titularización (USD 0,70 millones), dando de esta manera cumplimiento al Art. 5, numeral 4.2, de la Sección I, del Capítulo V, Subtítulo I, Título III de la Codificación de las Resoluciones del C.N.V., donde se especifica que la relación del ochenta por ciento respecto de los activos libres de gravamen, deberá mantenerse hasta la total redención de los valores emitidos, respecto de aquellos en circulación no redimidos.

## 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 calificador se responsabilice sobre la veracidad de ella. Se trata de determinar, a juicio de Class International Rating si los estados financieros, el Derecho de Cobro, 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 la Titularización de Flujos Educativos – CPU / USFQ, los mismos que tienen una fortaleza importante, así como una interesante proyección de recuperación de flujos y cobertura de los pagos.

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 la Titularización de Flujos JAHHER, los mismos que guardan razonablemente consistencia, y una adecuada estructura del administrador fiduciario para manejar estos procesos.

En 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 la Titularización de Flujos JAHHER está en capacidad de generar los flujos adecuados para cubrir con el pago a los inversionistas, además, los Mecanismos de Garantía son aceptables para darle liquidez a la titularización, en caso de requerir, la misma que cubre hasta determinado monto de pagos. 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.

## **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 solo crezca en un 0,2% para el año 2016, después de un retroceso promedio del 0,4% presentado en el año 2015, lo cual es ocasionado en parte por el mal desempeño de las economías sudamericanas, especialmente Brasil. Así mismo, la publicación evidencia que Ecuador será el país con un menor crecimiento de toda la región, con una expansión de su economía del 0,3% (0,4% en el 2015), con un mayor complejo escenario externo por la economía dolarizada en la que nos desenvolvemos<sup>6</sup>.

Los principales factores que afectan a las previsiones de crecimiento no solo a nivel del América Latina sino a nivel mundial, se dan a raíz del empeoramiento de las perspectivas de crecimiento de los países desarrollados, la persistente desaceleración de las naciones emergentes, la caída en los precios del petróleo y de otras materias primas y una mayor volatilidad financiera internacional por el fortalecimiento del dólar y el debilitamiento del euro y del yen.

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>7</sup>

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

**CUADRO 8: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR**

Rubro	Valor	Rubro	Valor
PIB (miles USD 2007) 2015 Previsión	69.968.813	Inflación anual (III/2016)	2,32%
Deuda Externa Pública como % PIB (XII/2015)	20,40%	Inflación mensual (III/2016)	0,14%
Balanza Comercial (millones USD I/2016)	-120,93	Inflación acumulada (II/2016)	0,45%
RILD (millones USD III/2016)	2.459,50	Remesas (millones USD) (XII/2015)	2.377,8
Riesgo país (EMBI al 12 de abril de 2016)	1.102	Índice de Precios al consumidor (II/2016)	104,51
Precio Promedio barril petróleo WTI (USD a mar-16)	38,34	Desempleo (XII/2015)	5,65%

Fuente: Página web del 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 3,8%, 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. La tasa de variación anual del año 2014, estuvo determinada principalmente por la contribución al crecimiento del gasto de consumo final de los hogares (2,41%), las exportaciones (1,66%) y la inversión (1,02%)<sup>8</sup>. Para el año 2015, el Gobierno Nacional estimó inicialmente un crecimiento del 4%, sin embargo, producto de la caída en los precios del petróleo y la apreciación del dólar, se vieron inducidos a reducir la tasa de crecimiento del país, ubicando a esta en 0,4%. De darse la previsión del organismo internacional, en cuanto a la disminución en el crecimiento de Ecuador, esta sería la más baja desde 1999 cuando fue 4,7%. Como ya se había mencionado anteriormente las perspectivas del FMI para Ecuador no son alentadoras.

Las **exportaciones totales**.- La cifra de las exportaciones petroleras en valor FOB entre enero y diciembre del 2015, al ser comparada con la alcanzada en el mismo periodo de 2014, muestran una disminución de 49,7%

<sup>6</sup> <http://www.andes.info.ec/es/noticias/cepal-confirma-04-prevision-crecimiento-ecuador-2016.html>

[http://economia.elpais.com/economia/2015/04/08/actualidad/1428450733\\_105453.html](http://economia.elpais.com/economia/2015/04/08/actualidad/1428450733_105453.html)

<sup>7</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/economia-ecuador-disminuir-2016-fmi.html>

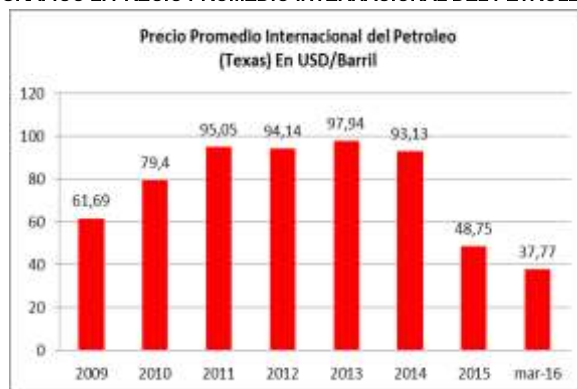
<sup>8</sup> <http://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/782-en-2014-la-econom%C3%ADa-ecuatoriana-creci%C3%B3-en-38-es-decir-35-veces-m%C3%A1s-que-el-crecimiento-promedio-de-am%C3%A9rica-latina-que-alcanz%C3%B3-11>



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 fueron: banano y plátano, camarón y productos del mar entre los principales. Para los periodos enero y febrero del 2016 el valor FOB de las exportaciones totales fue de USD 2,34 mil millones, es decir 25,8% inferiores a las registradas durante el mismo periodo del 2015 USD 3,16 mil millones. Las exportaciones petroleras en volumen, durante el periodo de análisis disminuyeron en 7,9%, al pasar de 3.814 miles de toneladas métricas a 3.514 miles de toneladas métricas. En valor FOB las ventas externas petroleras experimentaron una disminución de 52,1%, pasando de USD 1,13 mil millones a USD 0,54 mil millones. El valor unitario promedio del barril exportado de petróleo y sus derivados disminuyó en 48,1%. Las exportaciones no petroleras registradas en los meses de enero y febrero del 2016, fueron de USD 1,80 mil millones, cifra que fue inferior en un 11,1% con respecto del mismo periodo correspondiente al año 2015.

La producción diaria de crudo<sup>9</sup> en nuestro país en diciembre de 2015, en lo concerniente a Empresas Públicas alcanzó un promedio diario de 416,3 mil barriles, de los cuales el 82,3% perteneció a Petroamazonas EP; y el 17,7% restante, correspondió a la Operadora Río Napo, mientras que la producción promedio diaria de crudo de las empresas privadas ascendieron a 117,1 mil barriles. El **precio promedio del barril de petróleo WTI** de acuerdo a cifras del BCE, al 12 de abril del 2016 alcanzó un valor promedio de USD 42,17 por barril, mostrando un incremento del 9,99% en su precio en relación al cierre de marzo del 2016 (USD 38,34). De acuerdo a cifras de Indxmundi, el precio promedio a marzo de 2016 se ubicó en USD 37,77 por barril, mientras que entre enero y diciembre de 2015 fue de USD 48,75 por barril en promedio.

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



Fuente: Indxmundi / 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. Como ya se mencionó anteriormente el precio del barril del petróleo al 12 de abril del 2016 fue de USD 42,17 ubicando al 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>10</sup>. La producción nacional de petróleo por parte de las empresas públicas cerró en febrero del 2016 en USD 12,25 millones de barriles; 5% menos que el mes de enero 2016 y 3,14% inferior a su similar periodo 2015. En cuanto a la producción de crudo por parte de las empresas privadas, se evidenció un ligero decremento pasando de USD 3,62 millones a

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

<sup>10</sup> <http://expreso.ec/expreso/plantillas/nota.aspx?idart=8809035&idcat=38229&tipo=2>

USD 3,39 millones de barriles lo que representa una variación del -7%, mientras que con respecto de febrero del 2015, se reportó una baja del 6%<sup>11</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>12</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 sustitución de productos y servicios importados, con el fin de mejorar la balanza comercial y desarrollar la industria nacional. Para los primeros meses del 2016, las importaciones totales en valor FOB fueron de USD 2,48 mil millones, cifra que es inferior en USD 1,38 mil millones a las compras externas realizadas durante el mismo periodo del 2015, lo cual se tradujo en una reducción del 35,9%.

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 29 de febrero de 2016 la recaudación de impuestos registró un monto de USD 2,13 mil millones, inferior en 12,86% frente a lo alcanzado en similar periodo de su año previo. Entre los impuestos con mayor aporte al 29 de febrero de 2016 se destacan: El IVA con USD 1.045,65 millones, seguido de IR (Impuesto a la Renta) (USD 525,82 millones), así como el ISD (Impuesto a la salida de divisas) (USD 186,48 millones), el ICE (Impuesto a los Consumos Especiales) (USD 144,00 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 marzo de 2016 la inflación anual fue de 2,32%, porcentaje inferior con respecto de marzo del 2015, cuando la inflación se ubicó en 3,76%.

En referencia al **salario mínimo vital nominal promedio**, se aprecia que al cierre de febrero 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 incrementa 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 abril de 2016, se ubicó en USD 628,27<sup>13</sup>, mientras que los ingresos mensuales familiares, para el mismo mes, alcanzaron USD 634,7, lo cual indica que existe una cobertura del 101,02% 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 adecuado a diciembre de 2015 alcanzó el 46,5%, 2,8 puntos porcentuales inferior que con respecto al mismo mes del año 2014 (49,3%). Por otro lado, la **tasa de incidencia de pobreza** (diciembre 2015) de la población nacional urbana del Ecuador se situó en 23,28%, presentando una tasa superior en frente a su similar periodo del año 2014 (22,49%). El nivel de **desempleo/desocupados**<sup>14</sup> (tasa de desocupación total) a diciembre de 2015, llegó a 4,8%, presentando una disminución de 1,00 punto porcentual, frente a lo establecido en el mes de diciembre de 2014 (3,8%), apoyado por un mayor nivel de demanda de empleo por parte del sector público.

<sup>11</sup> Reporte mensual Planifica Marzo

<sup>12</sup> Información disponible más reciente en los boletines del BCE

<sup>13</sup> Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), Reporte de Inflación Febrero de 2016. (<http://www.elcomercio.com/actualidad/negocios/ingreso-familiar-supera-costo-de.html>)  
<http://www.ecuadorencifras.gob.ec/canasta/>

<sup>14</sup> Información disponible más reciente en el BCE.

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 5,83% para febrero de 2016, mientras que la tasa activa referencial de 8,88% existiendo un spread de tasas activas y pasivas referenciales para el mes de enero de 2016 de 3,05%. El volumen del crédito otorgado por el sistema financiero privado y de economía popular y solidaria tuvo una variación anual negativa del 14,3% a febrero del 2016, al segundo mes del año el total del volumen de crédito entregado fue de USD 1.737 millones, mientras que al mismo mes del 2015 llegó a USD 2.027 millones es decir una reducción de USD 290 millones.<sup>15</sup>

El flujo de **remesas**<sup>16</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. El flujo de remesas procedentes de los Estados Unidos de América ascendió a USD 1.332,3 millones (56,0% del monto total recibido) que, comparado con el flujo compilado en el año 2014 (USD 1.247,8 millones), registro un aumento del 6,8%. El flujo de remesas provenientes de España totalizó USD 612,1 millones (25,7% del monto total recibido), valor inferior en un 19,3% con respecto del reportado en el 2014 cuando fue de USD 749,6 millones. Desde el resto del mundo por concepto de remesas los emigrantes enviaron al Ecuador USD 286.6 millones (12,1% del monto total recibido), esta cifra también fue inferior a la registrada en el 2014 (4,3%).

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 mes de febrero de 2016, de acuerdo a información presentada por el BCE, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 21.266,8 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses, adicionalmente esta cifra presentó un incremento de 14,96% con respecto a febrero de 2015 (USD 18.500,0 millones), mientras que el **saldo de deuda externa privada** hasta febrero de 2016 fue de USD 7.324,7 millones, evidenciando un incremento de 11,95% frente a lo registrado a febrero de 2015 (USD 6.542,9 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 febrero de 2016, se encuentra en 20,8%.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha mantenido una tendencia positiva que se traduce en niveles adecuados, garantizando una fuente de liquidez de rápido acceso. En 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 29 de febrero de 2016 las reservas internacionales registraron un saldo USD 3.341,6 millones.

La calificación crediticia del país en mercados internacionales, para inicios del año 2016, 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

<sup>15</sup> <http://lahora.com.ec/index.php/noticias/show/1101932786#.VxAhU3pcBxk>

<sup>16</sup> <http://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201505.pdf>

mayor tensión entre el gobierno y la sociedad<sup>17</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>18</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.

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>19</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>20</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>21</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 y será ejecutado bajo el siguiente esquema: Los artículos gravados con una sobretasa del 5% quedarán sin efecto en su totalidad para abril. Los artículos con sobretasa del 15%, bajarán a 10% en abril, a 5% en mayo y quedarán sin sobretasa en junio. Los artículos con sobretasa del 25% disminuirán a 16,7% en abril y a 8,3% en mayo. Los ítems con sobretasa del 40% se reducirán a 26,7% en abril y a 13,3% en mayo. Finalmente los artículos con sobretasa del 45%, a partir de enero serán del 40%<sup>22</sup>.

<sup>17</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/finanzas-ecuador-riesgocrediticio-economia.html>

<sup>18</sup> <http://www.eluniverso.com/noticias/2014/12/19/nota/4360636/calificacion-credicia-ecuador-sube-b3-segun-moodys>; <http://www.datosmacro.com/ratings/ecuador>

<sup>19</sup> <http://www.finanzas.com/noticias/mercados/bolsas/20150313/paridad-euro-dolar-pero-2892376.html>

<sup>20</sup> <http://dinero.univision.com/prosperidad/articulo/2014-10-02/cinco-maneras-en-que-el-alza-al-dolar-nos-afecta>

<sup>21</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/negocios-salvaguardias-productos-comercio-exterior.html>

<sup>22</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuador-cronograma-salvaguardias-pagos-balanza.html>

## Riesgo del Negocio

### Descripción de la Empresa

La Corporación de Promoción Universitaria fue constituida el 17 de junio de 1985 y aprobada por el Ministerio de Educación y Cultura, mediante el Acuerdo Ministerial N° 5352 publicado en el Registro Oficial N° 217 del 28 de junio de 1985. Es una institución sin fines de lucro, cuya misión es contribuir al desarrollo material y académico de la enseñanza superior y promover la investigación científica en el Ecuador, a través de su relación con la Universidad San Francisco de Quito.

La Universidad San Francisco de Quito fue reconocida oficialmente mediante Decreto Ejecutivo N° 3166, el 18 de octubre de 1995, publicado en el Registro Oficial N° 809 del 25 de octubre de 1995. La filosofía educativa de la Universidad basa la formación de las personas en las artes liberales, que se entiende por la formación integral del estudiante haciendo una diferencia entre formación educación e instrucción.

### Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

Dadas las características de la Corporación de Promoción Universitaria, la institución no tiene dueños, accionistas ni socios. Tiene miembros que ostentan la calidad de miembros fundadores y miembros asesores.

Asimismo, dentro de su estructura administrativa, el máximo órgano de autoridad es la Asamblea General, constituida por todos sus miembros.

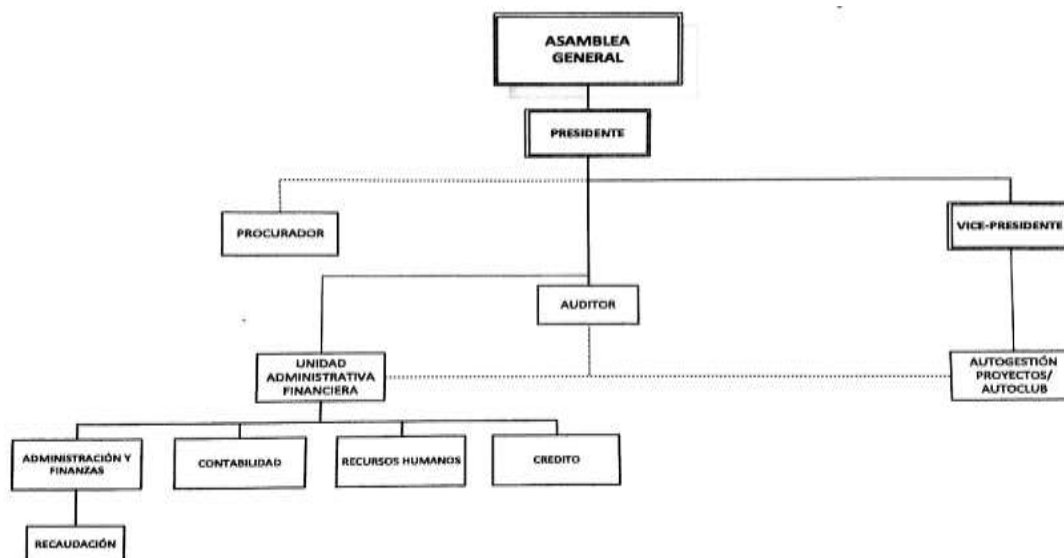
CUADRO 9: MIEMBROS DE ASAMBLEA

Nombre	Calidad	Designación
SANTIAGO GANGOTENA GONZÁLEZ	Fundador	Presidente
CARLOS MONTÚFAR BARBA FREILE	Cofundador	Vicepresidente
JOSÉ GUERRERO PONCE	Miembro Asesor	Miembro de la Asamblea
DORIS CHASMORE HORTON DE MANTILLA	Miembro Asesor	Miembro de la Asamblea

Fuente: Corporación de Promoción Universitaria / Elaboración: Class International Rating

El Presidente y Vicepresidente son nombrados por la Asamblea General para periodos de cuatro años. Cabe mencionar que el Presidente elegido es el Representante Legal. A continuación se ilustra la estructura organizativa de la Corporación de Promoción Universitaria:

GRAFICO 3: ORGANIGRAMA DE LA COMPAÑÍA



Fuente / Elaboración: Corporación de Promoción Universitaria

En relación a la estructura organizativa, a continuación se detallan algunos de los principales profesionales encargados de la administración en la institución.

**CUADRO 10: PRINCIPALES EJECUTIVOS**

Nombre	Cargo
Santiago Gangotena González	Presidente
Doris Cashmore de Mantilla	Vicepresidente
William Ross	Auditor Interno
María Elena Heredia	Directora Administrativo Financiera
Juan Carlos Chanaba	Proyectos
James Reynolds	Centro de Capacitación en Lenguas Extranjeras
Luis Rodríguez	Auto Club

Fuente: Corporación de Promoción Universitaria / Elaboración: Class International Rating

## Colaboradores

Al corte de la revisión, la Corporación de Promoción Universitaria cuenta en su nómina con 80 personas, bajo contratos de relación de dependencia, que principalmente se dividen en dos grupos principales: Instructores de Lenguas y de Conducción con 51 posiciones, y Cargos Administrativos, Operativos y de Control en Planta Física con 29 personas. Adicionalmente, cabe indicar que no existen sindicatos ni asociaciones de empleados.

## Empresas vinculadas o relacionadas

La Corporación de Promoción Universitaria mantiene una relación de tipo accionarial con las siguientes compañías:

**CUADRO 11: EMPRESAS RELACIONADAS POR ACCIONISTAS**

Empresas
Hospital de los Valles
Tesatel Cía. Ltda.
Panchonet S.A.
G&R Comunicación Gráfica Cía. Ltda.
Hydroeléctrica San José de Minas
Simeusfq Sistemas Médicos de la USFQ S.A.
Administradora de Proyectos Inmobiliarios ADPROIN S.A.
Educines Educación y Entretenimiento S.A.
SFNC San Francisco Negocios y Convenciones S.A.

Fuente: Corporación de Promoción Universitaria / Elaboración: Class International Rating

## Gobierno Corporativo

Adicional a la estructura organizativa descrita, que ilustra su funcionalidad operativa dentro del sector educativo y sin fines de lucro, la entidad no reporta un registro adicional y formal de prácticas de Buen Gobierno Corporativo.

## Otros Aspectos Cualitativos de la Entidad

### Clientes

De acuerdo a las actividades que ejecutaba la Corporación de Promoción Universitaria, su cartera de clientes está constituida por la estructura estudiantil de la Universidad San Francisco de Quito, quienes demandan facilidades de financiamiento para el costeo de sus estudios.

## Política de Financiamiento

La Corporación de Promoción Universitaria ha financiado sus activos principalmente con recursos propios, por sobre los pasivos, es así que a diciembre de 2015, luego del traslado de la gestión administrativa a la Universidad San Francisco de Quito, los Fondos y Excedentes (Patrimonio) financiaron el 95,63% de los activos totales (95,30% a febrero de 2016).

Por otro lado, la Deuda Financiera financió el 1,37% de los activos totales a diciembre de 2015 (1,36% a febrero de 2016), luego de que buena parte de las obligaciones financieras fueron absorbidas por la Universidad San Francisco de Quito. Adicionalmente, el 100% de la deuda financiera está contratada a corto plazo.

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

La entidad, de acuerdo a su actividad está sujeta a las leyes de la República que rigen su operatividad. Principalmente a los entes reguladores del sistema educativo nacional, tributario y laboral.

## Riesgo Legal

Conforme información presentada por el encargado del ámbito legal de la entidad, se informa que la Corporación de Promoción Universitaria hasta la fecha de corte de la revisión no ha iniciado juicios, ni litigios de ninguna naturaleza, no cuentan con procesos o juicios que se encuentren en proceso de resolución o conocimiento de alguna autoridad judicial y extrajudicial. En tales condiciones, no existen riesgos generados de este tipo que implique condicionamientos de recursos.

## Presencia Bursátil

De acuerdo a información de la Corporación de Promoción Universitaria, la entidad no registra titularizaciones ni emisiones anteriores en el Mercado de Valores, por lo que la presente Titularización fue su primera incursión en dicho mercado.

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 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.

## Eventos Importantes

- En abril del año 2015, Corporación de Promoción Universitaria decidió acogerse a las Normas Internacionales de Información Financiera NIIF's, atendiendo de esa manera los requerimientos de los entes de control de las instituciones de educación superior.
- El 18 de agosto de 2014, mediante Acta de Sesión del Consejo Universitario, se autorizó el traspaso de la actividad académica de la Corporación de Promoción Universitaria a la Universidad San Francisco de Quito, con lo cual la Universidad implementará un modelo de administración total, que incluye la recaudación de matrículas, pensiones y aranceles de los estudiantes mediante facturación directa. Atendiendo de esa manera las disposiciones legales vigentes establecidas por la Ley Orgánica de Educación Superior, que en los artículos 18 y 20 sustentan la autonomía en el manejo y administración de la gestión y patrimonio de las universidades.
- En noviembre de 2013, luego del proceso regular de acreditación de las universidades iniciado en el 2012, el Consejo de Evaluación, Acreditación y Aseguramiento de la Calidad de la Educación Superior CEAACES

entregó a la Universidad San Francisco de Quito el Certificado de Acreditación y la Categorización de la Universidad como la única Universidad con oferta de pregrado y posgrado en categoría A.

- QS Latin American University Rankings ubica a la USFQ en el lugar 68 entre las universidades de América Latina.

### **Situación del Sector y Posición Competitiva**

En el Ecuador, existen 71 universidades a lo largo de su territorio, alrededor del 40% de las universidades legalmente constituidas se encuentran en la ciudad de Quito<sup>23</sup>, seguida de las ciudades de Guayaquil (17%) y Cuenca (7,04%), la segunda y la tercera urbes más pobladas del país. Adicionalmente, de acuerdo a información de la entidad se reconoce como principales competidores dentro de la localidad a las siguientes universidades:

- Universidad Central del Ecuador
- Pontificia Universidad Católica del Ecuador
- Universidad de las Américas

Dichas instituciones cuentan también con mecanismos alternativos de financiamiento para sus estudiantes. Adicionalmente, el servicio que otorgaba el antiguo IECE, hoy es canalizado a través de créditos educativos que se tramitan en el Banco del Pacífico.

Adicionalmente, dentro de la categorización establecida por el Consejo de Evaluación, Acreditación y Aseguramiento de la Calidad de la Educación Superior CEAACES, a finales del año 2013, aparecen 3 universidades en categoría A, cuya oferta académica es de pregrado y posgrado, entre las cuales constan: la Universidad San Francisco de Quito, Escuela Superior Politécnica del Litoral y la Escuela Politécnica Nacional. Lo que evidencia la calidad educativa y de operaciones de la institución bajo análisis. Dentro de la categoría B, se encuentran otras 18 instituciones ubicadas en 7 provincias distintas del Ecuador, que ofrecen también titulaciones en pregrado y posgrado.

### **Riesgo operacional**

Los principales riesgos que puedan afectar al flujo de caja previsto por el originador, así como la continuidad de la operación, en términos generales se encuentran relacionados con competencias técnicas, temas éticos, sucesos naturales, fallas humanas, etc.

Con el fin de salvaguardar la infraestructura ante eventos fuera control de la Corporación de Promoción Universitaria, la entidad contrató una póliza de seguro contra todo riesgo que incluye las siguientes coberturas: Incendio, Robo, Equipo Electrónico, Responsabilidad Civil. La póliza se encuentra vigente hasta el 31 de agosto de 2016 y es renovada cada año.

En cuanto al cumplimiento de obligaciones con entidades de control, de acuerdo a información obtenida en los portales sus portales digitales, la Corporación de Promoción Universitaria se encuentra al día en el SRI y en el IESS, lo que evidencia el compromiso oportuno de obligaciones con entes de control.

### **Riesgo Financiero**

El análisis financiero efectuado a la **CORPORACION DE PROMOCIÓN UNIVERSITARIA**, se realizó en base al informe auditado del año 2014, junto a los estados financieros internos no auditados cortados al 31 de diciembre de 2014, 31 de diciembre de 2015 y 29 de febrero de 2016.

<sup>23</sup> Información tomada del Prospecto de Oferta Pública



## Análisis de los Resultados de la Empresa

Cabe indicar que la estructura financiera de Corporación de Promoción Universitaria presentó algunos cambios durante el periodo bajo a análisis, que afectaron también su generación de resultados. Desde el 01 de enero de 2015, la Corporación de Promoción Universitaria transfirió la administración de la Universidad a la Universidad San Francisco de Quito, dando cumplimiento a la disposición de la Ley Orgánica de Educación Superior LOES que sustenta la autonomía de la gestión universitaria. Esto conllevó que la universidad se haga cargo de muchas cuentas de negocio que antes manejaba la Corporación de Promoción Universitaria, como los ingresos provenientes de los estudiantes.

En estas condiciones, se entiende que los ingresos totales de Corporación de Promoción Universitaria pasen de USD 58,31 millones en el 2013 a USD 97,07 millones en el 2014, y posteriormente, con el cambio de gestión, los ingresos totales a diciembre de 2015 registran USD 8,15 millones. A febrero de 2016, los ingresos totales alcanzaron los USD 0,53 millones.

Actualmente, los ingresos de la Corporación de Promoción Universitaria provienen de los siguientes servicios:

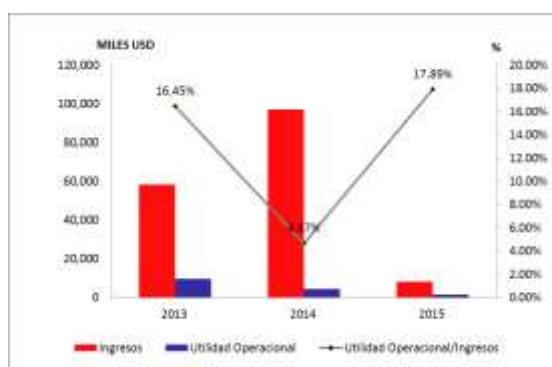
- Proyectos de investigación con la USFQ.
- Enseñanza de Lenguas Extranjeras.
- Educación Continua Capacitación según convenios.
- Escuela de conducción no profesional.
- Escuela de conducción profesional.

Consecuentemente con esto, los costos de operación de la entidad representan el 70,35% de los ingresos totales a diciembre del año 2015, cuando a diciembre del 2014 representaron el 64,85% bajo una estructura distinta como se mencionó anteriormente. A febrero de 2016, los costos de operación superaron el nivel de ingresos (105,04%).

De esa forma, el margen bruto de las operaciones alcanzó los USD 2,42 millones a diciembre de 2015 que representó el 29,65% de los ingresos totales. Posteriormente, existen gastos generales de administración que significaron el 11,76% de los ingresos, lo que le permitió determinar una utilidad operacional dentro de una estructura financiera tradicional del 17,89% en relación a los ingresos totales.

Debido a que los costos operativos sobrepasaron los ingresos por servicios de Corporación de Promoción Universitaria a febrero de 2016, la compañía no pudo registrar márgenes de rentabilidad.

**GRÁFICO 4: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS**



Fuente: CORPORACION DE PROMOCIÓN UNIVERSITARIA / Elaboración: Class International Rating

Posteriormente con el registro de gastos financieros provenientes de operaciones financieras remanentes y la titularización de flujos que representaron el 7,53% de los ingresos totales, adicional a la consideración de otros egresos operacionales, se obtiene un Excedente final neto de USD 0,12 millones a diciembre de 2015. A

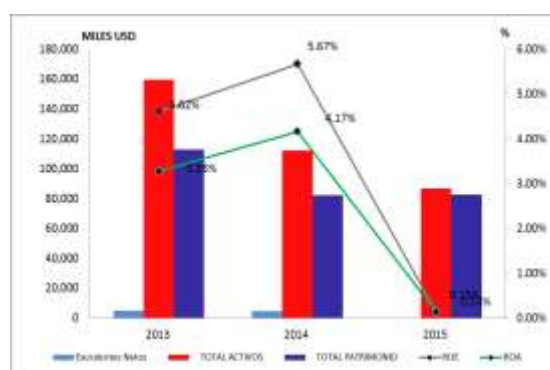
febrero de 2016, no se registraron excedentes positivos sino una pérdida de USD 0,18 millones (-33,93% de los ingresos).

### Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

En base a los resultados expuestos anteriormente, y considerando además que la Corporación de Promoción Universitaria es una entidad sin fines de lucro, se generan índices de rentabilidad que se describen en el cuadro y gráfico siguientes. En donde es notorio, como el cambio de estructura financiera modifica la situación de la entidad. Es importante anotar, que la empresa genera ingresos que le permiten cubrir sus obligaciones aunque el excedente final sea mínimo, situación que se minimiza al tratarse de una entidad sin fines de lucro. Como se mencionó anteriormente a febrero de 2016, se registró pérdida.

CUADRO 12, GRÁFICO 5: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

Indicador	2013	2014	2015	Feb 16
ROA	3,28%	4,17%	0,14%	-0,21%
ROE	4,62%	5,67%	0,15%	-0,22%



Fuente: Corporación de Promoción Universitaria / Elaboración: Class International Rating

### Capital Adecuado Activos

De igual manera, como se especificó anteriormente, el traslado de las operaciones de gestión que pasó de la Corporación de Promoción Universitaria a la administración de la Universidad San Francisco de Quito, implicó principalmente dentro del activo el traspaso de rubros como Cuentas por Cobrar estudiantes y en Propiedad, Planta y Equipo, la infraestructura del Campus de la Universidad San Francisco. A diciembre de 2015, los activos totales alcanzaron los 86,70 millones, mientras a febrero de 2016 fueron USD 87,00 millones.

Dentro de la estructura del Activo Total de la entidad, a diciembre de 2015, el rubro de mayor relevancia corresponde a los activos no corrientes, los cuales alcanzaron un 85,88%, y que a su vez estuvieron conformados mayormente por inversiones a largo plazo con el 48,35% de los activos totales, propiedad planta y equipo con el 14,90% que se constituyen mayormente por bienes muebles, y finalmente otros activos con el 22,62% del total de activos, que se refieren principalmente a cuentas y documentos por cobrar a largo plazo. La estructura guarda similares proporciones a febrero de 2016.

Por otro lado, los activos corrientes en conjunto cumplen con una participación menor dentro del activo total: 14,12%, y se componen principalmente por efectivo y equivalentes con el 5,74% y cuentas por cobrar con el 5,21% a diciembre de 2015.

### Pasivos

En relación al pasivo, el cambio administrativo en la gestión universitaria conllevó el traspaso de las cuentas del pasivo: ingreso diferido y obligaciones financieras, de los balances de la Corporación de Promoción Universitaria a la Universidad San Francisco de Quito.

El pasivo total registró, a diciembre de 2015, la suma de USD 3,79 millones, que representaron el 4,37% en relación a los activos totales, y se compuso principalmente por pasivos de tipo de corriente con el 2,54% de los activos totales. Dentro de este tipo de pasivos, los de mayor relevancia son las deudas financieras que mantiene con el Banco Pichincha C.A., y los documentos por pagar. Por otro lado, los pasivos no corrientes representaron el 1,83% de los activos totales y se compusieron principalmente por documentos por pagar a largo plazo. A febrero de 2016, los pasivos totales representaron el 4,91% de los activos totales.

### Patrimonio (Fondos y Excedentes)

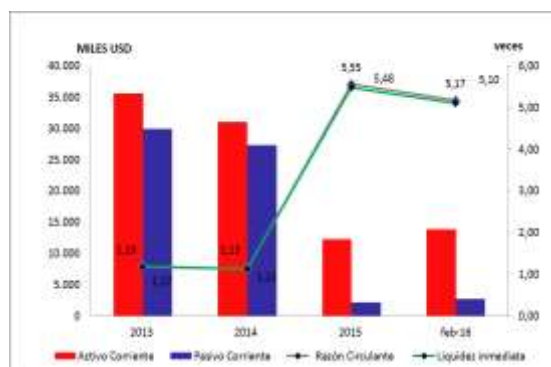
Finalmente, a manera de Patrimonio, o de acuerdo a la estructura financiera manejada por la Corporación de Promoción Universitaria, las cuentas que componen los Fondos y Excedentes, representaron a diciembre de 2015, el 95,63% de los activos totales de la entidad, es decir, alcanzaron el valor de USD 82,91 millones. A su vez, este rubro se compuso principalmente por la cuenta de Fondos Propios No Restringidos con el 95,48% en relación a los activos totales, y una mínima participación del excedente del periodo, que representó el 0,14% de los activos totales. A febrero de 2016, se guarda la misma proporción.

### Flexibilidad Financiera

En cuanto a los indicadores de flexibilidad financiera, también se ven afectados con el cambio en la estructura financiera de la compañía, considerando principalmente que buena parte de los pasivos corrientes de Corporación de Promoción Universitaria se reduce. Es así que los indicadores de liquidez se ven beneficiados para diciembre de 2015 (la razón de circulante registró 5,55 veces mientras la liquidez inmediata 5,48 veces).

CUADRO 13, GRÁFICO 6: NIVEL DE LIQUIDEZ

Cuenta / Indicador	2013	2014	2015	feb-2016
Activo Corriente (USD)	35.536	31.016	12.243	13.860
Pasivo Corriente (USD)	29.897	27.343	2.205	2.683
Razón Circulante (veces)	1,19	1,13	5,55	5,17
Liquidez Inmediata (veces)	1,17	1,13	5,48	5,10

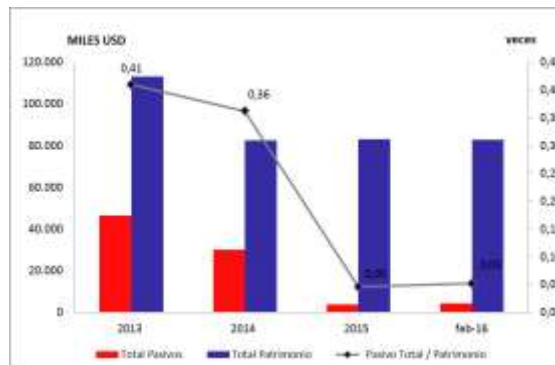


Fuente: Corporación de Promoción Universitaria / Elaboración: Class International Rating

### Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

En las condiciones citadas anteriormente, la estructura financiera de la Corporación de Promoción Universitaria se ve modificada de forma amplia. Es así que el nivel de apalancamiento que registró 0,36 veces en 2014, pasó a registrar 0,05 en el 2015, cuando los fondos y excedentes cubrieron ampliamente el financiamiento de los activos. A febrero de 2016, el apalancamiento se mantuvo en el mismo rango, es decir 0,05 veces.

GRÁFICO 7: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: Corporación de Promoción Universitaria / Elaboración: Class International Rating

Consecuente con lo mencionado, el indicador de solidez de la compañía se fortalece y pasa de registrar el 73,42% en el 2014 al 95,63% en el 2015 y 95,09% a febrero de 2016.

### **Liquidez de los instrumentos** **Situación del Mercado Bursátil<sup>24</sup>**

De enero a diciembre de 2015, el Mercado de Valores autorizó 52 Emisiones de Obligaciones (2 emisiones a enero de 2016), de los cuales el 94,23% pertenecieron al sector mercantil (100% a enero de 2016) y el 5,77% al sector financiero, así mismo se debe destacar que 20 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 32 en la ciudad de Guayaquil (2 emisiones a enero de 2016), registrando un monto total de USD 437,40 millones (USD 11,00 millones), valor que representó el 55,43% del monto total de emisiones autorizadas (28,21% a enero de 2016).

Las Titularizaciones representaron el 8,03% (51,28% a enero de 2016), las Emisiones de Obligaciones el 55,43% (28,21% a enero de 2016), la Emisión de Acciones el 4,81%. Hasta el 31 de diciembre de 2015, el Mercado de Valores autorizó procesos de oferta pública de adquisición, titularizaciones, emisiones de obligaciones, papel comercial, emisión de acciones por un monto total de USD 789,14 millones (USD 39,00 millones a enero de 2016). Determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de Comercio al por mayor y menor con el 35,06% (23,08% a enero de 2016), Industrias Manufactureras con el 25,02% (10,26% a enero de 2016), mientras que el segmento de información y comunicación contribuyó con el 12,86%.

### **Liquidez de los títulos emitidos**

Al referirnos a la colocación de los títulos valores del Fideicomiso Primera Titularización de Flujos Educativos – CPU / USFQ, se puede determinar que estos fueron colocados en su totalidad entre distintos inversionistas, dentro de los plazos legalmente establecidos.

Atentamente,

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

Econ. Francisco Espín  
**Analista**

<sup>24</sup> Tomado del Boletín Mensual de Mercado de Valores publicado por la Superintendencia de Compañías (última información disponible). <http://www.supercias.gob.ec>

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

Cuenta	2013	2014	2015	feb-16
<b>ACTIVO</b>				
Efectivo e Inversiones	6.941	8.334	4.981	4.925
Cuentas por cobrar comerciales y tarjetas	18.389	15.834	4.517	5.982
Otras cuentas por cobrar	9.456	6.663	2.515	2.705
Inventario	579	167	167	167
Pagos Anticipados	170	19	64	81
<b>Total Activo Corrientes</b>	<b>35.536</b>	<b>31.016</b>	<b>12.243</b>	<b>13.860</b>
Propiedad, Planta y Equipos Neto	9.692	22.121	12.920	13.213
Inversiones Largo Plazo	80.701	39.402	41.921	39.959
Otros activos	33.541	19.826	19.614	19.964
<b>Total Activo No Corrientes</b>	<b>123.933</b>	<b>81.349</b>	<b>74.455</b>	<b>73.137</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>159.469</b>	<b>112.366</b>	<b>86.698</b>	<b>86.997</b>
<b>PASIVOS</b>				
Deudas financieras	18.213	4.895	1.185	1.180
Prestaciones sociales	194	170	103	197
Proveedores e Impuestos por pagar	9.917	18.168	149	547
Cuentas por pagar estudiantes	259	52	10	7
Documentos por pagar y otros	1.315	4.058	757	752
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>29.897</b>	<b>27.343</b>	<b>2.205</b>	<b>2.683</b>
Deudas financieras Largo Plazo	14.910	0	0	0
Fondo Jubilación Patronal	14	516	516	516
Documentos por pagar Largo Plazo	1.496	2.005	1.070	1.070
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>16.421</b>	<b>2.522</b>	<b>1.586</b>	<b>1.586</b>
<b>Deuda Financiera</b>	<b>33.123</b>	<b>4.895</b>	<b>1.185</b>	<b>1.180</b>
Deuda Financiera C/P	18.213	4.895	1.185	1.180
Deuda Financiera L/P	14.910	0	0	0
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>46.318</b>	<b>29.864</b>	<b>3.791</b>	<b>4.269</b>
<b>FONDOS Y EXCEDENTES</b>				
Fondos propios no restringidos	83.112	76.930	82.783	82.907
Fondos Actividad Próximo Período	24.815	891	0	0
Excedente del periodo	5.223	4.680	124	-179
<b>TOTAL PATRIMONIO (Fondos y excedentes)</b>	<b>113.151</b>	<b>82.501</b>	<b>82.907</b>	<b>82.727</b>

Fuente: Corporación de Promoción Universitaria / Elaboración: Class International Rating

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

ESTADO DE RESULTADOS	2013	2014	2015	feb-16
Ingresos por prestación de servicios	58.310	97.072	8.146	529
<b>INGRESOS TOTALES</b>	<b>58.310</b>	<b>97.072</b>	<b>8.146</b>	<b>529</b>
Costos Operativos	38.352	62.956	5.730	555
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>19.959</b>	<b>34.117</b>	<b>2.415</b>	<b>(27)</b>
TOTAL GASTOS	10.366	29.587	958	100
<b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>	<b>9.593</b>	<b>4.529</b>	<b>1.457</b>	<b>(127)</b>
Gastos Financieros	3.656	3.388	613	7
Otros ingresos no operacionales	0	3.627	0	0
Otros egresos no operacionales	714	88	720	46
Excedentes Netos	5.223	4.680	124	(179)
<b>Excedentes Netos</b>	<b>5.223</b>	<b>4.680</b>	<b>124</b>	<b>(179)</b>

Fuente: Corporación de Promoción Universitaria / Elaboración: Class International Rating

**ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS**

Razón Financiera	2013	2014	2015	feb-16
Gastos Operacionales / Ingresos	17,78%	30,48%	11,76%	19,00%
Utilidad Operacional / Ingresos	16,45%	4,67%	17,89%	-24,05%
Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos	8,96%	4,82%	1,52%	-33,93%
Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio	183,66%	96,78%	1174,73%	70,88%
(Otros ingr.- Otros egr.) / Utilidad Neta del Ejercicio	-13,67%	75,62%	-580,18%	25,40%
Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio	69,98%	72,40%	494,55%	-3,73%

<b>Rentabilidad</b>				
Rentabilidad sobre Patrimonio	4,62%	5,67%	0,15%	-0,22%
Rentabilidad sobre Activos	3,28%	4,17%	0,14%	-0,21%
<b>Liquidez</b>				
Razón Circulante	1,19	1,13	5,55	5,17
Liquidez Inmediata	1,17	1,13	5,48	5,10
Capital de Trabajo	5.639	3.674	10.039	11.177
Capital de Trabajo / Activos Totales	3,54%	3,27%	11,58%	12,85%
<b>Cobertura</b>				
EBITDA	9.593	4.529	1.457	-127
EBITDA (anualizado)	9.593	4.529	1.457	-763
Ingresos	58.310	97.072	8.146	529
Gastos Financieros	3.656	3.388	613	7
EBITDA / Ingresos	16,45%	4,67%	17,89%	-24,05%
EBITDA/Gastos Financieros	2,62	1,34	2,38	-19,03
Utilidad Operativa / Deuda Financiera	0,29	0,93	1,23	-0,11
EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital	107,62	4,65	0,00	0,00
Gastos de Capital / Depreciación	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Solvencia</b>				
Pasivo Total / Patrimonio	0,41	0,36	0,05	0,05
Activo Total / Capital Social	1,92	1,46	1,05	1,05
Pasivo Total / Capital Social	0,56	0,39	0,05	0,05
Capital Social / Activo Total	52,12%	68,46%	95,48%	95,30%
Deuda Financiera / Patrimonio	29,27%	5,93%	1,43%	1,43%
Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)	3,45	1,08	0,81	(1,55)
Pasivo Total / EBITDA (anualizado)	4,83	6,59	2,60	(5,60)
Pasivo Total / Activo Total	29,05%	26,58%	4,37%	4,91%
<b>Solidez</b>				
Patrimonio Total / Activo Total	70,95%	73,42%	95,63%	95,09%
<b>Eficiencia</b>				
Período de Cobros (días)	115	60	202	4.131
Duración de Existencias (días)	90	39	160	1.779
Plazo de Proveedores (días)	2	1	7	130

Fuente: Corporación de Promoción Universitaria / Elaboración: Class International Rating

**ANEXO IV: ESTADO DE SITUACIÓN FIDEICOMISO PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS EDUCACIONALES – CPU / USFQ (USD)**

<b>ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA</b>	<b>feb-16</b>	<b>ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES</b>	<b>feb-16</b>
<b>ACTIVO</b>		<b>Deudoras</b>	400.000,00
Efectivo y equivalentes	96.262,25	Valores en Garantía	400.072,22
Cuentas por cobrar derechos de cobro	1.842.412,14	<b>Acreedores por el contra.</b>	(72,22)
Cuentas por cobrar varias	718.381,20	<b>TOTAL CUENTAS DE ORDEN</b>	-
Otros activos corrientes	2,00		
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>2.657.057,59</b>		
<b>PASIVO</b>			
Cuentas y documentos por pagar	2.338.984,28		
Porción corriente de valores emitidos	7.934,30		
Otras obligaciones corrientes	139,01		
Pasivo No Corriente	700.000,00		
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>3.047.057,59</b>		
<b>PATRIMONIO</b>			
Capital	10.000,00		
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>10.000,00</b>		
<b>Total Cuentas de Orden</b>	<b>400.000,00</b>		

Fuente: FIDEVAL S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos / Elaboración: Class International Rating