

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO  
FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR"

Quito - Ecuador

Sesión de Comité No. 267/2018, del 30 de noviembre de 2018

Información Financiera cortada al 30 de septiembre de 2018

Analista: Eco, Andres Granja

[andres.granja@classrating.ec](mailto:andres.granja@classrating.ec)

[www.classinternationalrating.com](http://www.classinternationalrating.com)

La compañía **Colegio Menor CMSFQ S.A.** fue constituida en Quito en noviembre del año 2000 con una duración de 50 años. Su objeto social es brindar servicios de educación y enseñanza en todos los niveles permitidos por la Ley, a excepción de la enseñanza superior.

**Primera Revisión**

**Resolución No. SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2018.00004796, emitida el 01 de junio de 2018**

**Fundamentación de la Calificación**

El Comité de Calificación, reunido en sesión No. 267/2018 del 30 de noviembre de 2018 decidió otorgar la calificación de **"AAA" (Triple A)** al Fideicomiso Mercantil Irrevocable **"TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR"** por un monto de cinco millones de dólares de los Estados Unidos de América (USD 5'000.000,00).

**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 independiente de CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. sobre la probabilidad crediticia de que un determinado instrumento sea pagado en las condiciones prometidas en el contrato de emisión. Son opiniones fundamentadas sobre el riesgo crediticio relativo de los títulos o valores, por lo que no se considera el riesgo de pérdida debido a otros factores de riesgos que no tengan analogía con el riesgo de crédito, a no ser que de manera determinada y especial sean analizados y considerados dichos riesgos. Se debe indicar que, de acuerdo a lo dispuesto por el Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, la presente calificación de riesgo **"no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía del pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado a éste."**

La información presentada y utilizada en los análisis que se publican en este estudio técnico proviene de fuentes oficiales del emisor, por lo que dicha información publicada en este informe se lo realiza sin haber sufrido ningún cambio. El emisor es responsable de la información proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. para el presente estudio técnico de calificación. El emisor tiene la responsabilidad de haber entregado y proporcionado la información en forma completa, veraz, oportuna, ordenada, exacta y suficiente; y por lo tanto, el emisor asume absoluta responsabilidad respecto de la información y/o documentación proporcionada a CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. o a terceros que constituyen fuente para la Calificadora. 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 recibida 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 calificadora no ha realizado tareas de auditoría sobre la información recibida.

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

La calificación otorgada al Fideicomiso Mercantil Irrevocable **"TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR"** se fundamenta en:

**Sobre la Titularización:**

- Con fecha 01 de noviembre de 2017, mediante Escritura Pública celebrada ante la Notaria Septuagésima Primera del Cantón Quito, Colegio Menor CMSFQ S.A. en calidad de Originador y ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos en calidad de Fiduciaria, comparecieron en la constitución del Fideicomiso Mercantil Irrevocable **"TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR"**.
- Con fecha 30 de mayo de 2002, mediante Escritura Pública celebrada ante el Notario Público Décimo Segundo del Cantón Quito, Colegio Menor CMSFQ S.A. constituyó el Fideicomiso Mercantil Irrevocable denominado **"Fideicomiso Colegio Menor – Flujos"**, administrado por Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles. Este instrumento constituye el Fideicomiso de Recaudo del proceso de titularización.

- Con fecha 31 de enero de 2018, mediante Escritura Pública celebrada ante la Notaria Pública Septuagésima Primera del Cantón Quito, Colegio Menor CMSFQ S.A. y ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos, suscribieron el Adendum Reformatorio al contrato de fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR".
- Con fecha 18 de abril de 2018, mediante Escritura Pública celebrada ante la Notaria Pública Septuagésima Primera del Cantón Quito, Colegio Menor CMSFQ S.A. y ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos, suscribieron el Segundo Adendum Reformatorio al contrato de fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR".
- Los flujos a ser recibidos por el Fideicomiso de Titularización, de parte del Fideicomiso de Recaudo, equivaldrán al 40% de los recursos generados por el pago de los servicios educativos por parte de los representantes de los estudiantes, que son recaudados por el Fideicomiso de Recaudo, a lo largo de la vigencia de la titularización. El Fideicomiso de Recaudo recibe mensualmente de parte de Dineros Club del Ecuador S.A., los recursos generados por el recaudo de los servicios educativos.
- Para el presente proceso de titularización, asumiendo un mayor nivel de probabilidad de ocurrencia (68%) para el escenario moderado y del 16% para los escenarios optimista y pesimista, el valor total de variación ponderada, es del 15,40% (Índice de Desviación).
- El Índice de Desviación sirvió como base para el establecimiento del Depósito de Garantía, que representa 1,5 veces dicho índice, y se lo fijó en USD 145.075,00.
- El estado de Situación Financiera del Fideicomiso TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR, está conformado al 30 de septiembre de 2018 por un total de activos de USD 8.318,70<sup>1</sup>, los mismos que corresponden exclusivamente a efectivo y equivalentes de efectivo. Mientras que el patrimonio, estuvo constituido por USD 6.479,87. Cabe señalar que la suma fijada en el contrato de fideicomiso para integrar el fondo rotativo asciende a USD 10.000,00.
- Con fecha 01 de junio de 2018, la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros aprobó el Fideicomiso TITULARIZACIÓN- COLEGIO MENOR, por la suma de USD 5,00 millones, bajo la Resolución No. SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2018.00004796, siendo inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores el 12 de junio de 2018. Es relevante mencionar que el plazo de la oferta pública de la titularización vence el 01 de marzo de 2019.
- Al 30 de septiembre de 2018, todavía no se ha realizado ninguna colocación de los títulos por ende el fideicomiso aún no realizado pagos a los inversionistas.
- Desde la conformación del Fideicomiso hasta el 30 de septiembre de 2018, el Agente de Manejo recaudó un total de USD 1,75 millones, mientras que las restituciones de realizadas al Originador durante ese mismo periodo ascendieron a USD 1,74 millones.
- El Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR" con la finalidad de salvaguardar los intereses de los futuros inversionistas cuenta con tres mecanismos de garantía: Exceso de Flujo de Fondos (que comporta la existencia de un Depósito de Garantía o Fondo de Reserva), Fianza Solidaria y Garantía Hipotecaria.
  - El Exceso de Flujo de Fondos, que comporta la existencia de un Depósito de Garantía, consiste en que los flujos que se proyectan, generados por el derecho de cobro, sean superiores a los requeridos por el Fideicomiso para cancelar los pasivos con inversionistas. Todo ello de conformidad con la información constante en el informe de estructuración financiera.
  - La Fianza Solidaria consiste en una Fianza Mercantil otorgada por el Originador por medio del Fideicomiso, la cual tiene por objeto respaldar a los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores, cuando el Fideicomiso deba pagar los pasivos con inversionistas, conforme con las tablas de pago, y resulten insuficientes los recursos provisionados y los recursos provenientes de la ejecución del Fondo de Reserva.
  - El Originador constituirá la Garantía hipotecaria dentro de los 180 días calendario, posteriores a la fecha de constitución del Fideicomiso, mediante primera hipoteca cerrada a favor del Fideicomiso, como mecanismo de garantía específica que tendrá por objeto cubrir el monto en circulación de la Titularización.
    - ❖ Con fecha 09 de marzo de 2018, Colegio Menor CMSFQ S.A. constituyó a favor del Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR", primera y preferente hipoteca cerrada

<sup>1</sup> Según información proporcionada por la Administradora Fiduciaria, al 30 de septiembre de 2018 existe una cuenta por cobrar al constituyente por USD 3.520, misma que sirve para completar el valor de aporte inicial.

- sobre un terreno de 12.223,71 m<sup>2</sup> en Cumbayá, donde se encuentran ubicadas parte de las instalaciones e infraestructura del colegio.
- ✓ Según el Informe de Rendición Semestral de Cuentas (01 de noviembre de 2017 al 31 de mayo del 2018), el Exceso de Flujo del Fideicomiso comporta la existencia de un Depósito en Garantía por el valor de USD 146.000,00 y al 30 de septiembre de 2018 este valor se encuentra bajo el número GRB10100011893.
  - ✓ Según el Informe de Rendición Semestral de Cuentas (01 de noviembre de 2017 al 31 de mayo del 2018), la Fianza Solidaria que otorga el Originador por medio del Fideicomiso con el objeto de respaldar a los inversionistas, no ha sido ejecutada, ocurriendo lo mismo hasta el 30 de septiembre de 2018.
  - ✓ Según el Informe de Rendición Semestral de Cuentas (01 de noviembre de 2017 al 31 de mayo del 2018), se administró la Garantía Hipotecaria como garantía para cubrir el monto en circulación de la Titularización. Además, según información enviada por la Administradora Fiduciaria al 30 de septiembre de 2018, esta garantía Hipotecaria se mantiene intacta.
- Conforme las proyecciones presentadas en el Informe de Estructuración Financiera, se determina que el derecho de cobro en un escenario pesimista, sería capaz de generar flujos futuros proyectados por una suma de USD 56,02 millones durante la vigencia de los valores, siendo el valor presente de dichos flujos la suma de USD 40,39 millones, monto que fue descontado a una tasa del 7,92%<sup>2</sup>, el 50% de los flujos proyectados alcanzó la suma de USD 20,20 millones, siendo éste el máximo valor que la compañía podría emitir, el cual es superior al monto de la emisión, con lo que el monto de la titularización se encuentra dentro de los parámetros estipulados en la normativa.
  - 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 determinados pagos de los valores emitidos, en caso de que el flujo sea insuficiente.
  - Las proyecciones realizadas por el Estructurador Financiero guardan consistencia y concordancia con las cifras históricas del Originador, sobre las cuales se elaboran, observando y verificando además que estas proyecciones han sido sensibilizadas en distintos escenarios (optimista, moderado y pesimista), los mismos que constan dentro del informe de Estructuración Financiera respectivo.
  - El riesgo de un uso imprudente de los flujos recaudados por el lado del Originador, es mitigado definitivamente con el Fideicomiso de Recaudo.
  - 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 del Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR", establece apropiada la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo y la cesión del derecho de cobro.

### **Sobre el Originador:**

- Colegio Menor CMSFQ S.A. es un colegio privado bilingüe, que ofrece servicios de educación escolarizada desde guardería hasta décimo segundo grado (estudiantes desde 3 hasta 18 años). En 2013, el colegio decidió expandir sus operaciones a la ciudad de Guayaquil, específicamente en Samborombón.
- La actividad educativa de los dos colegios propiedad de la compañía, se maneja con los principios básicos que inspiraron a los fundadores para crear un colegio renacentista que refleja el mejor de los modelos educativos internacionales y americanos, mientras que enseña a los estudiantes a comprender, respetar y celebrar la diversidad de la cultura ecuatoriana.
- Cada una de las instituciones educativas ofrece a sus estudiantes una educación bilingüe de alta calidad basada en las artes liberales que inspira el pensamiento crítico, la creatividad, la integridad y el liderazgo. El compromiso consiste en la excelencia académica y el mejoramiento organizacional continuo, cumpliendo responsablemente con las obligaciones con todos los miembros de la comunidad.
- La compañía no cuenta con un Gobierno Corporativo formalmente definido; sin embargo, cuenta con un Directorio Académico y una estructura organizacional establecida, que incluye sistemas de información y una adecuada planificación en su organización, los mismos que le permiten identificar tempranamente

<sup>2</sup> Tasa de Interés Activa Efectiva Referencial del Banco Central del Ecuador, para el segmento Productivo Corporativo, vigente a marzo de 2018.

- riesgos financieros y operativos, así como el determinar su magnitud, lo cual le brinda la capacidad de proponer, implementar, ejecutar y controlar medidas de mitigación.
- Los ingresos del colegio presentaron una clara tendencia creciente, es así que pasaron de USD 14,39 millones en 2014 hasta USD 18,72 millones en 2017, puesto que a partir de 2013, con la entrada en operación del Colegio Menor Santiago de Guayaquil, se registraron interesantes incrementos anuales en los ingresos de la compañía. Los ingresos del colegio estuvieron conformados básicamente por pensiones y matrículas e ingresos por transporte. En los cortes interanuales de igual forma se aprecia un comportamiento similar al evidenciado históricamente, pues luego de haber arrojado USD 12,84 millones en septiembre de 2017 pasó a USD 15,36 millones en septiembre de 2018, producto del incremento en los ingresos por matrículas.
  - Producto del comportamiento de sus costos y gastos, el colegio arrojó una utilidad operativa relativamente estable, puesto que pasó de significar el 12,96% de los ingresos en 2014 a 12,47% en 2017. Para septiembre de 2018 significó el 14,90% de los ingresos.
  - Después de descontar los gastos financieros, otros ingresos / egresos y los impuestos pertinentes, la compañía arrojó una utilidad neta fluctuante, que pasó de representar el 0,58% de los ingresos en 2014 a 6,91% en 2017. Al 30 de septiembre de 2018, la utilidad antes de impuestos fue de 14,91%, siendo ligeramente superior con respecto a la registrada en septiembre de 2017, cuando la utilidad representó el 14,18% de los ingresos, debido al registro de mayores gastos financieros.
  - El EBITDA (acumulado) presentó similar comportamiento que la utilidad operacional; pasando de significar un 19,79% de los ingresos en 2014 a un 18,96% en 2017, lo que evidencia la capacidad de generación de flujos por parte del colegio. En los cortes interanuales se registró un aumento en su EBITDA (acumulado), pasando de representar un 17,00% de los ingresos en septiembre de 2017 a un 20,97% en septiembre de 2018, gracias al crecimiento de su margen operativo.
  - Los activos totales de la compañía presentaron una tendencia general creciente a partir del año 2014, pues pasaron de USD 23,88 millones en ese año a USD 28,14 millones en 2017 y USD 48,55 millones a septiembre de 2018. El rubro determinante en los incrementos del activo desde 2015 fue propiedad planta y equipo (infraestructura física correspondiente al Colegio Menor Santiago de Guayaquil).
  - COLEGIO MENOR CMSFQ S.A. históricamente (2014–2017) ha fondeado sus actividades principalmente con recursos de terceros, los pasivos de la compañía han oscilado alrededor de un promedio del 60,01% de los activos. Al cierre de diciembre de 2017 el financiamiento con pasivos se ubicó en el 57,01% de los activos, mientras que en septiembre de 2018 lo hicieron en un 70,36%.
  - La deuda financiera al cierre de 2017, financió el 27,85% de los activos, y en septiembre de 2018 subió a 29,44%. El incremento de la deuda financiera a septiembre de 2018 se debió al crecimiento de Obligaciones con instituciones financieras a largo plazo respecto a diciembre de 2017.
  - La compañía presenta un fuerte respaldo por parte de su patrimonio, puesto que para diciembre de 2017 alcanzó un valor de USD 12,10 millones, financiando el 42,99% del total de activos, mientras que al 30 de septiembre de 2018 ascendió a USD 14,39 millones, financiando el 29,64% del total de activos. Cabe mencionar que el incremento del patrimonio responde a un aumento de Utilidad neta del ejercicio en 2015 e incrementos de Resultados acumulados en el resto de periodos.
  - El capital social de la compañía se ha mantenido sin ninguna variación a lo largo del periodo analizado, con un valor de USD 2,36 millones y un financiamiento de activos con tendencia decreciente, desde el 9,89% en 2014 hasta el 8,39% en 2017 y el 4,86% en septiembre de 2018.
  - El indicador que relaciona el pasivo total sobre el patrimonio revela una política de financiamiento que se apoya en el uso de fuentes externas, en tal virtud presentó una tendencia decreciente (matizada por una ligera subida en 2016 y septiembre de 2018) lo que obedece al crecimiento constante del patrimonio.
  - Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa durante todo el periodo analizado se ubican por debajo de la unidad (incluido septiembre de 2018) lo que se deriva de la alta representación del rubro Ingresos diferidos, reportado en el pasivo corriente (el mismo que se genera por el cobro anticipado de pensiones, estos pasivos no son cancelados con recursos dinerarios sino con servicios).

## **Riesgos Previsibles en el Futuro**

La categoría de calificación asignada según lo establecido en el literal g del Artículo 19 de la Sección II, del Capítulo II del Título XVI, del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y

Seguros, también toma en consideración los riesgos previsibles en el futuro, los cuales se detallan a continuación:

- Las perspectivas económicas del país se ven menos favorables, por lo que podría afectar los resultados de la compañía.
- La probabilidad de ocurrencia de ciclos económicos adversos en la economía nacional podría afectar el nivel de ingresos de los ecuatorianos y consecuentemente su poder adquisitivo, lo cual podría repercutir sobre el nivel de ingresos de la compañía.
- Ingreso de nuevos competidores o crecimiento de la competencia, lo cual podría reducir su participación en el mercado.
- Pérdida en Recursos Humanos (personal) que podría verse atraído por mejores salarios de la competencia. Esto podría acarrear una pérdida en inversiones, teniendo en cuenta los recursos continuos que son invertidos por la empresa en la capacitación del personal.
- Es importante mantenerse alerta a las futuras directrices que se den por parte del Gobierno Central a través del Ministerio de Educación para cumplir con todos los condicionamientos que se normen y que puedan comprometer nuevas inversiones por parte de la empresa.
- El impulso del Gobierno a la educación pública con reformas e inversión, eventualmente podría tornar igual de atractivo el acceder a educación pública que a privada, lo cual podría reducir el mercado objetivo de la compañía.

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

La información utilizada para realizar el análisis de la calificación de riesgo de la TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR, es tomada de fuentes varias como:

- Escritura de constitución del Fideicomiso de la TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR de fecha 01 de noviembre de 2017.
- Escritura del adendum reformativo al contrato de fideicomiso, de fecha 31 de enero de 2018 y del 18 de abril de 2018.
- Reglamento de Gestión.
- Anexo reformativo del Reglamento de Gestión.
- Informe de Estructuración Financiera.
- Escritura del 09 de marzo de 2018, de hipoteca cerrada a favor del Fideicomiso (garantía hipotecaria).
- Prospecto de Oferta Pública.
- Experiencia del Administrador Fiduciario en el manejo de activos del patrimonio autónomo.
- Entorno Macroeconómico del Ecuador.
- Calidad del Activo Subyacente (Activo titularizado).
- Calidad del Originador (Perfil del Emisor, administración, etc.).
- Estados Financieros del Fideicomiso de la TITULARIZACIÓN –COLEGIO MENOR no auditados cortados al 30 de septiembre de 2018, mismos que se encuentran bajo NIIF.
- Estados de Situación Financiera y de Resultados Integrales auditados de los años 2014, 2015, 2016 y 2017 de Colegio Menor CMSFQ S.A., así como los Estados de Situación Financiera y de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas a los estados financieros, cortados al 30 de septiembre de 2017 y 30 de septiembre de 2018.
- Información levantada “in situ” durante el proceso de diligencia debida.
- Información cualitativa proporcionada por la compañía.

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 administrativa de la administradora, su capacidad técnica, posicionamiento en el mercado y experiencia.
- Evaluación matemática, estadística y actuarial de los flujos que hayan sido proyectados en base a la



- generación de recursos del proyecto involucrado en la titularización.
- Análisis del índice de desviación y su posición frente a las garantías constituidas.
- Calidad de las garantías que cubran las desviaciones indicadas y cualquier otra siniestralidad.
- Punto de equilibrio determinado para la iniciación del proceso de titularización.
- La capacidad de generar flujos dentro de las proyecciones del originador y las condiciones del mercado.
- Comportamiento de los órganos administrativos del originador, calificación de su personal, sistemas de administración y planificación.
- Consideraciones de riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales favorables.

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 autoridades proporcionaron información sobre el desarrollo de las actividades operativas de la misma, y demás información relevante sobre la compañía y su operación. 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 Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR", para cumplir los compromisos derivados de la emisión en análisis, en los términos y condiciones planteados, considerando el tipo y característica de la garantía ofrecida. Esta opinión será revisada en los plazos estipulados en la normativa o cuando las circunstancias lo ameriten.

## **INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO**

### **INTRODUCCIÓN**

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

El proceso de Titularización que el Originador implementó a través del Fideicomiso "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR" tiene por objeto, que el Fideicomiso, luego de aplicar las deducciones estipuladas en el contrato de Fideicomiso, entregue al Originador los recursos pagados por los Inversionistas como precio de los valores adquiridos. Con tales recursos el Originador logrará una fuente alterna de financiamiento para la cancelación de pasivos bancarios.

A continuación se presentan las características del proceso de Titularización objeto del presente estudio:

**CUADRO 1: ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN**

| FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR" |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|--------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Originador</b>                                                  | Colegio Menor CMSFQ S.A.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>Beneficiario</b>                                                | El Originador.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>Monto total de Titularización</b>                               | Hasta USD 5.000.000,00                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>Moneda</b>                                                      | Dólares de los Estados Unidos de América                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>Valores</b>                                                     | Los valores son VTCs o "Valores de Titularización de Contenido Crediticio", se emitirán en forma desmaterializada y con un valor nominal mínimo de USD 1,00. Emitidos por el Fideicomiso a la orden de los Inversionistas, cuyo capital e intereses serán pagados por el Fideicomiso exclusivamente con cargo a los flujos y respetando el orden de prelación; y, de ser éstos insuficientes, con cargo a los recursos que se obtengan de la ejecución de 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. |
| <b>Denominación de los Valores</b>                                 | Serie A: VTC-COLEGIO MENOR – SERIE A; Serie B: VTC-COLEGIO MENOR – SERIE B                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| <b>Flujo Titularizado</b>                                          | Constituye el derecho a percibir el 40% de los recursos generados por el pago de los servicios educativos por parte de los representantes de los estudiantes, que son recaudados por el Fideicomiso de Recaudo.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| <b>Destino</b>                                                     | Los recursos serán destinados en un 100% para la cancelación de pasivos bancarios.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Sistema de Colocación</b>                                       | Mercado Bursátil.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |

**FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS - COLEGIO MENOR**

**Noviembre, 2018**

| Monto, Plazo, Serie                          | Serie                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | Monto            | Plazo      |
|----------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|------------|
|                                              | A                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | USD 4.000.000,00 | 2.160 días |
|                                              | B                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | USD 1.000.000,00 | 2.880 días |
| Tasa de Interés                              | Tasa anual y fija del 4,00%.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                  |            |
| Forma de Cálculo de la Tasa de Interés       | Se considerará una base de 30/360 que corresponde a años de trescientos sesenta días, de doce meses, con duración de treinta días cada mes.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |                  |            |
| Amortización del Capital y pago de Intereses | Cada 30 días.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |                  |            |
| Fecha de Emisión                             | Es la fecha en que se realice la primera colocación de los valores. Será oportunamente instruida por escrito, por el Originador a la Fiduciaria.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                  |            |
| Mecanismos de Garantía                       | Exceso de Flujo de Fondos que comporta la existencia de un Depósito de Garantía, Fianza Solidaria y Garantía hipotecaria.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                  |            |
| Estructurador                                | SUCAVAL Casa de Valores S.A.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                  |            |
| Agente de Manejo                             | ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                  |            |
| Agente Pagador                               | Las instrucciones fiduciarias mandan contratar a un Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores, para que se desempeñe como Agente Pagador.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                  |            |
| Fideicomiso de Recaudo                       | Es el Fideicomiso Mercantil Irrevocable denominado "Fideicomiso Colegio Menor – Flujos", constituido el 30 de mayo de 2002, administrado por Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                  |            |
| Redención Anticipada                         | <p>Constituyen causales para que la Fiduciaria declare una redención anticipada, las siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Si, por cualquier causa, el Fideicomiso se ve limitado en el ejercicio del derecho de cobro y, por ende, en el derecho de recaudo de los flujos.</li> <li>• Si la Fiduciaria, en virtud de información puesta a disposición del público por un organismo competente, o por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros y/o por las Bolsas de Valores, conoce que el Originador no ha cumplido con el pago de sus emisiones de valores colocadas en el mercado de valores, de ser el caso.</li> <li>• Si al Fideicomiso no le es posible pagar íntegra y/u oportunamente los valores en los términos y condiciones estipulados en el Fideicomiso y en los valores, pudiendo manejarse un margen de tolerancia de hasta máximo treinta (30) días calendario posteriores a la fecha en que debió efectuarse el pago correspondiente de los valores.</li> <li>• Si el Fideicomiso es dejado sin efecto por sentencia ejecutoriada de última instancia, por las causas previstas en la Ley de Mercado de Valores / actual Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero.</li> </ul> <p>La redención anticipada consiste en que, una vez producidas una o varias de las causales antes señaladas, la Fiduciaria, por cuenta del Fideicomiso:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Retendrá dentro del Fideicomiso todos los flujos que reciba el Fideicomiso por concepto de recaudo del derecho de cobro, incluyendo los recursos correspondientes al Exceso de Flujo de Fondos; no restituirá ni entregará ningún dinero al Originador, incluyendo los recursos correspondientes al Exceso de Flujo de Fondos;</li> <li>➤ No restituirá ni entregará ningún dinero al Originador, incluyendo los recursos correspondientes al Exceso de Flujo de Fondos;</li> <li>➤ Procederá con la ejecución del Depósito de Garantía o Fondo de Reserva y de la Fianza Solidaria; y,</li> <li>➤ Destinará la totalidad de los recursos que reciba el Fideicomiso (incluyendo el Exceso de Flujo de Fondos), la totalidad de recursos existentes en el Fideicomiso, y la totalidad de los recursos producto de la ejecución del Fondo de Reserva, para abonar o cancelar anticipadamente los valores de la presente Titularización.</li> </ul> <p>La FIDUCIARIA utilizará los recursos referidos en el párrafo anterior para, en primer lugar, abonar o cancelar intereses de los valores, según tales recursos lo permitan, cortados hasta la fecha en que se efectúe el pago; y, luego de ello, si aún existieran recursos, abonar o cancelar el capital de los valores. Los abonos o cancelaciones antes mencionados se distribuirán entre los Inversionistas, a prorrata de su inversión en valores.</p> <p>Se aclara de manera expresa que la redención anticipada no constituye el vencimiento anticipado de los valores, en virtud de lo cual, efectuada esta declaración de redención anticipada por parte de la Fiduciaria, ningún Inversionista podrá demandar al Fideicomiso, ni a la Fiduciaria, por el pago anticipado de ningún rubro de los valores.</p> <p>La declaración de redención anticipada deberá ser informada a los Inversionistas en la forma señalada en el contrato del Fideicomiso.</p> <p>En caso de que llegadas las fechas de pago de los valores, los recursos existentes dentro del Fideicomiso, incluyendo los recursos obtenidos producto de la ejecución de los Mecanismos de Garantía, sean insuficientes, los montos vencidos y no pagados con cargo a aquellos valores, generarán un recargo por mora a favor de los respectivos Inversionistas. La tasa de mora será la que resulte de agregar un recargo del 10% a la tasa de interés.</p> <p>No obstante lo anterior, de producirse situaciones que impidan la generación proyectada de los flujos y, una vez agotados los recursos provenientes de la ejecución de los Mecanismos de Garantía, los Inversionistas deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones.</p> |                  |            |

Fuente: Contrato de constitución del Fideicomiso y Prospecto de Oferta Pública / Elaboración: Class International Rating

## Amortización de capital y pago de intereses

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

CUADROS 2 y 3: AMORTIZACIÓN DE CAPITAL Y PAGO DE INTERESES (USD)

| SERIE A |         |         |           |           | SERIE B |         |         |           |           |
|---------|---------|---------|-----------|-----------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| Pago    | Capital | Interés | Dividendo | Saldo     | Pago    | Capital | Interés | Dividendo | Saldo     |
|         |         |         |           | 4.000.000 |         |         |         |           | 1.000.000 |
| 1       | 36.098  | 13.333  | 49.432    | 3.963.902 | 1       | 5.557   | 3.333   | 8.890     | 994.443   |
| 2       | 36.548  | 13.213  | 49.761    | 3.927.353 | 2       | 5.635   | 3.315   | 8.950     | 988.808   |
| 3       | 37.002  | 13.091  | 50.093    | 3.890.352 | 3       | 5.713   | 3.296   | 9.009     | 983.095   |
| 4       | 37.459  | 12.968  | 50.427    | 3.852.892 | 4       | 5.792   | 3.277   | 9.069     | 977.302   |
| 5       | 37.920  | 12.843  | 50.763    | 3.814.972 | 5       | 5.872   | 3.258   | 9.130     | 971.430   |
| 6       | 38.385  | 12.717  | 51.102    | 3.776.587 | 6       | 5.953   | 3.238   | 9.191     | 965.478   |
| 7       | 38.854  | 12.589  | 51.442    | 3.737.734 | 7       | 6.034   | 3.218   | 9.252     | 959.444   |
| 8       | 39.326  | 12.459  | 51.785    | 3.698.408 | 8       | 6.116   | 3.198   | 9.314     | 953.329   |
| 9       | 39.802  | 12.328  | 52.130    | 3.658.605 | 9       | 6.198   | 3.178   | 9.376     | 947.131   |
| 10      | 40.283  | 12.195  | 52.478    | 3.618.323 | 10      | 6.281   | 3.157   | 9.438     | 940.849   |
| 11      | 40.767  | 12.061  | 52.828    | 3.577.556 | 11      | 6.365   | 3.136   | 9.501     | 934.484   |
| 12      | 41.255  | 11.925  | 53.180    | 3.536.301 | 12      | 6.450   | 3.115   | 9.565     | 928.035   |
| 13      | 41.747  | 11.788  | 53.535    | 3.494.554 | 13      | 6.535   | 3.093   | 9.628     | 921.500   |
| 14      | 42.243  | 11.649  | 53.891    | 3.452.311 | 14      | 6.621   | 3.072   | 9.692     | 914.879   |
| 15      | 42.743  | 11.508  | 54.251    | 3.409.569 | 15      | 6.707   | 3.050   | 9.757     | 908.172   |
| 16      | 43.247  | 11.365  | 54.612    | 3.366.321 | 16      | 6.795   | 3.027   | 9.822     | 901.377   |
| 17      | 43.755  | 11.221  | 54.976    | 3.322.566 | 17      | 6.883   | 3.005   | 9.888     | 894.494   |
| 18      | 44.268  | 11.075  | 55.343    | 3.278.298 | 18      | 6.972   | 2.982   | 9.954     | 887.522   |
| 19      | 44.784  | 10.928  | 55.712    | 3.233.514 | 19      | 7.061   | 2.958   | 10.020    | 880.461   |
| 20      | 45.305  | 10.778  | 56.083    | 3.188.209 | 20      | 7.152   | 2.935   | 10.087    | 873.309   |
| 21      | 45.830  | 10.627  | 56.457    | 3.142.379 | 21      | 7.243   | 2.911   | 10.154    | 866.066   |
| 22      | 46.359  | 10.475  | 56.834    | 3.096.020 | 22      | 7.335   | 2.887   | 10.222    | 858.731   |
| 23      | 46.892  | 10.320  | 57.212    | 3.049.128 | 23      | 7.427   | 2.862   | 10.290    | 851.304   |
| 24      | 47.430  | 10.164  | 57.594    | 3.001.698 | 24      | 7.521   | 2.838   | 10.358    | 843.783   |
| 25      | 47.972  | 10.006  | 57.978    | 2.953.726 | 25      | 7.615   | 2.813   | 10.427    | 836.168   |
| 26      | 48.519  | 9.846   | 58.364    | 2.905.207 | 26      | 7.710   | 2.787   | 10.497    | 828.459   |
| 27      | 49.069  | 9.684   | 58.753    | 2.856.138 | 27      | 7.805   | 2.762   | 10.567    | 820.653   |
| 28      | 49.625  | 9.520   | 59.145    | 2.806.513 | 28      | 7.902   | 2.736   | 10.637    | 812.751   |
| 29      | 50.184  | 9.355   | 59.539    | 2.756.328 | 29      | 7.999   | 2.709   | 10.708    | 804.752   |
| 30      | 50.749  | 9.188   | 59.936    | 2.705.580 | 30      | 8.097   | 2.683   | 10.780    | 796.655   |
| 31      | 51.317  | 9.019   | 60.336    | 2.654.262 | 31      | 8.196   | 2.656   | 10.852    | 788.459   |
| 32      | 51.891  | 8.848   | 60.738    | 2.602.372 | 32      | 8.296   | 2.628   | 10.924    | 780.163   |
| 33      | 52.469  | 8.675   | 61.143    | 2.549.903 | 33      | 8.396   | 2.601   | 10.997    | 771.767   |
| 34      | 53.051  | 8.500   | 61.551    | 2.496.852 | 34      | 8.497   | 2.573   | 11.070    | 763.270   |
| 35      | 53.638  | 8.323   | 61.961    | 2.443.214 | 35      | 8.600   | 2.544   | 11.144    | 754.670   |
| 36      | 54.230  | 8.144   | 62.374    | 2.388.984 | 36      | 8.703   | 2.516   | 11.218    | 745.968   |
| 37      | 54.827  | 7.963   | 62.790    | 2.334.157 | 37      | 8.806   | 2.487   | 11.293    | 737.161   |
| 38      | 55.428  | 7.781   | 63.209    | 2.278.729 | 38      | 8.911   | 2.457   | 11.368    | 728.251   |
| 39      | 56.034  | 7.596   | 63.630    | 2.222.695 | 39      | 9.016   | 2.428   | 11.444    | 719.234   |
| 40      | 56.645  | 7.409   | 64.054    | 2.166.050 | 40      | 9.123   | 2.397   | 11.520    | 710.111   |
| 41      | 57.261  | 7.220   | 64.481    | 2.108.789 | 41      | 9.230   | 2.367   | 11.597    | 700.881   |
| 42      | 57.882  | 7.029   | 64.911    | 2.050.907 | 42      | 9.338   | 2.336   | 11.674    | 691.543   |
| 43      | 58.507  | 6.836   | 65.344    | 1.992.399 | 43      | 9.447   | 2.305   | 11.752    | 682.096   |
| 44      | 59.138  | 6.641   | 65.779    | 1.933.261 | 44      | 9.557   | 2.274   | 11.831    | 672.539   |
| 45      | 59.774  | 6.444   | 66.218    | 1.873.487 | 45      | 9.668   | 2.242   | 11.909    | 662.872   |
| 46      | 60.414  | 6.245   | 66.659    | 1.813.073 | 46      | 9.779   | 2.210   | 11.989    | 653.092   |
| 47      | 61.060  | 6.044   | 67.104    | 1.752.013 | 47      | 9.892   | 2.177   | 12.069    | 643.201   |
| 48      | 61.711  | 5.840   | 67.551    | 1.690.302 | 48      | 10.005  | 2.144   | 12.149    | 633.195   |
| 49      | 62.367  | 5.634   | 68.002    | 1.627.934 | 49      | 10.120  | 2.111   | 12.230    | 623.076   |
| 50      | 63.028  | 5.426   | 68.455    | 1.564.906 | 50      | 10.235  | 2.077   | 12.312    | 612.841   |
| 51      | 63.695  | 5.216   | 68.911    | 1.501.211 | 51      | 10.351  | 2.043   | 12.394    | 602.490   |
| 52      | 64.367  | 5.004   | 69.371    | 1.436.845 | 52      | 10.468  | 2.008   | 12.476    | 592.022   |
| 53      | 65.044  | 4.789   | 69.833    | 1.371.801 | 53      | 10.586  | 1.973   | 12.560    | 581.436   |



|    |           |         |           |           |    |           |         |           |         |
|----|-----------|---------|-----------|-----------|----|-----------|---------|-----------|---------|
| 54 | 65.726    | 4.573   | 70.299    | 1.306.075 | 54 | 10.705    | 1.938   | 12.643    | 570.731 |
| 55 | 66.414    | 4.354   | 70.767    | 1.239.661 | 55 | 10.825    | 1.902   | 12.728    | 559.905 |
| 56 | 67.107    | 4.132   | 71.239    | 1.172.554 | 56 | 10.946    | 1.866   | 12.812    | 548.959 |
| 57 | 67.806    | 3.909   | 71.714    | 1.104.749 | 57 | 11.068    | 1.830   | 12.898    | 537.891 |
| 58 | 68.510    | 3.682   | 72.192    | 1.036.239 | 58 | 11.191    | 1.793   | 12.984    | 526.700 |
| 59 | 69.219    | 3.454   | 72.673    | 967.020   | 59 | 11.315    | 1.756   | 13.070    | 515.386 |
| 60 | 69.934    | 3.223   | 73.158    | 897.085   | 60 | 11.440    | 1.718   | 13.158    | 503.946 |
| 61 | 70.655    | 2.990   | 73.646    | 826.430   | 61 | 11.565    | 1.680   | 13.245    | 492.381 |
| 62 | 71.382    | 2.755   | 74.137    | 755.048   | 62 | 11.692    | 1.641   | 13.334    | 480.688 |
| 63 | 72.114    | 2.517   | 74.631    | 682.934   | 63 | 11.820    | 1.602   | 13.422    | 468.868 |
| 64 | 72.852    | 2.276   | 75.128    | 610.082   | 64 | 11.949    | 1.563   | 13.512    | 456.919 |
| 65 | 73.596    | 2.034   | 75.629    | 536.487   | 65 | 12.079    | 1.523   | 13.602    | 444.840 |
| 66 | 74.345    | 1.788   | 76.133    | 462.142   | 66 | 12.210    | 1.483   | 13.693    | 432.630 |
| 67 | 75.101    | 1.540   | 76.641    | 387.041   | 67 | 12.342    | 1.442   | 13.784    | 420.288 |
| 68 | 75.862    | 1.290   | 77.152    | 311.179   | 68 | 12.475    | 1.401   | 13.876    | 407.813 |
| 69 | 76.629    | 1.037   | 77.666    | 234.550   | 69 | 12.609    | 1.359   | 13.968    | 395.204 |
| 70 | 77.402    | 782     | 78.184    | 157.148   | 70 | 12.744    | 1.317   | 14.062    | 382.460 |
| 71 | 78.181    | 524     | 78.705    | 78.967    | 71 | 12.880    | 1.275   | 14.155    | 369.580 |
| 72 | 78.967    | 263     | 79.230    | (0)       | 72 | 13.018    | 1.232   | 14.250    | 356.562 |
|    | 4.000.000 | 548.969 | 4.548.969 |           | 73 | 13.156    | 1.189   | 14.345    | 343.406 |
|    |           |         |           |           | 74 | 13.296    | 1.145   | 14.440    | 330.110 |
|    |           |         |           |           | 75 | 13.436    | 1.100   | 14.537    | 316.674 |
|    |           |         |           |           | 76 | 13.578    | 1.056   | 14.633    | 303.096 |
|    |           |         |           |           | 77 | 13.721    | 1.010   | 14.731    | 289.376 |
|    |           |         |           |           | 78 | 13.865    | 965     | 14.829    | 275.511 |
|    |           |         |           |           | 79 | 14.010    | 918     | 14.928    | 261.501 |
|    |           |         |           |           | 80 | 14.156    | 872     | 15.028    | 247.345 |
|    |           |         |           |           | 81 | 14.303    | 824     | 15.128    | 233.042 |
|    |           |         |           |           | 82 | 14.452    | 777     | 15.229    | 218.590 |
|    |           |         |           |           | 83 | 14.602    | 729     | 15.330    | 203.989 |
|    |           |         |           |           | 84 | 14.752    | 680     | 15.432    | 189.236 |
|    |           |         |           |           | 85 | 14.904    | 631     | 15.535    | 174.332 |
|    |           |         |           |           | 86 | 15.058    | 581     | 15.639    | 159.274 |
|    |           |         |           |           | 87 | 15.212    | 531     | 15.743    | 144.062 |
|    |           |         |           |           | 88 | 15.368    | 480     | 15.848    | 128.694 |
|    |           |         |           |           | 89 | 15.525    | 429     | 15.954    | 113.170 |
|    |           |         |           |           | 90 | 15.683    | 377     | 16.060    | 97.487  |
|    |           |         |           |           | 91 | 15.842    | 325     | 16.167    | 81.645  |
|    |           |         |           |           | 92 | 16.003    | 272     | 16.275    | 65.642  |
|    |           |         |           |           | 93 | 16.165    | 219     | 16.383    | 49.477  |
|    |           |         |           |           | 94 | 16.328    | 165     | 16.493    | 33.150  |
|    |           |         |           |           | 95 | 16.492    | 110     | 16.603    | 16.658  |
|    |           |         |           |           | 96 | 16.658    | 56      | 16.713    | (0)     |
|    |           |         |           |           |    | 1.000.000 | 190.141 | 1.190.141 |         |

Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International

## Estructura Legal

### Patrimonio Autónomo del Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR"

Mediante Escritura Pública, celebrada el 01 de noviembre de 2017, en la ciudad de Quito, ante la Notaria Septuagésima Primera del Cantón Quito, Colegio Menor CMSFQ S.A. y ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos, comparecen en la constitución del Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR".

Mediante Escritura Pública, celebrada el 31 de enero de 2018, en la ciudad de Quito, ante la Notaria Septuagésima Primera del Cantón Quito, Colegio Menor CMSFQ S.A. y ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos, comparecieron para la suscripción del Adendum Reformatorio al Contrato de Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR".

Con fecha 18 de abril de 2018, mediante Escritura Pública celebrada ante la Notaria Pública Septuagésima Primera del Cantón Quito, Colegio Menor CMSFQ S.A. y ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos, suscribieron el Segundo Adendum Reformatorio al contrato de fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR".

El Fideicomiso 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.

Dicho patrimonio autónomo se integra con los activos, derechos y recursos 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, 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 fideicomiso.

### **Bienes Fideicomitidos y Transferencia de dominio**

Amparado en lo dispuesto en el Art. 109 de la Ley de Mercado de Valores / actual Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero, mediante este instrumento el Originador transfiere y aporta al Fideicomiso, sin reserva ni limitación alguna, la suma de USD 10.000. Esta suma de dinero es aportada por el Originador al Fideicomiso mediante la entrega de un cheque girado a la orden del Fideicomiso, y servirá para integrar inicialmente el Fondo Rotativo, conforme lo estipulado en el contrato del Fideicomiso.

El Originador se reserva el derecho de efectuar, a futuro, también a título de fideicomiso mercantil irrevocable, aportes de recursos dinerarios adicionales.

Por otro lado, amparado en lo dispuesto en los Arts. 109, 117, 141, 143, 144 y 146 de la Ley de Mercado de Valores / actual Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero, en el Art. 1844 del Código Civil, mediante este instrumento, el Originador, desde ya, aporta, cede y transfiere al fideicomiso de titularización, el derecho de cobro, esto es el derecho a percibir el 40% de los recursos generados por el pago de los servicios educativos por parte de los representantes de los estudiantes, que son recaudados por el fideicomiso de recaudo. El aporte, cesión y transferencia del derecho se efectúa por toda la vigencia de la Titularización.

El Originador aclara de manera expresa que el aporte, cesión y transferencia del derecho de cobro antes señalado, no se encuentra sujeto a ningún tipo de condición suspensiva ni resolutoria, así como también aclara que sobre tal derecho de cobro no existen gravámenes, limitaciones al dominio, ni prohibiciones de enajenar.

El originador y la fiduciaria, en conjunto, informarán inmediatamente, por escrito a la Fiduciaria del Fideicomiso de Recaudo, respecto de la constitución del presente Fideicomiso de Titularización y su irrevocabilidad, y expresándole que el 40% de los recursos generados por el pago de los servicios educativos realizados por parte de los representantes de los estudiantes, que son recaudados por el Fideicomiso de Recaudo, deberán ser transferidos directamente a la cuenta del fideicomiso de Titularización.

Como consecuencia de lo anterior, desde la fecha de apertura de la cuenta del fideicomiso y durante la vigencia de la titularización, será dicho fideicomiso el único que tendrá el derecho y la facultad para recibir íntegramente los flujos generados por el derecho de cobro, en los términos y condiciones estipulados en el contrato del fideicomiso.

Para efectos de la presente titularización, la mecánica del recaudo del derecho de cobro funcionará de la siguiente manera:

- Los representantes de los estudiantes, que para estos efectos son titulares de la tarjeta de crédito Diners Club emitida por Diners Club del Ecuador S.A., instruyen a dicha institución financiera que, con periodicidad mensual, les carguen a sus respectivas cuentas, los montos que correspondan a los servicios educativos de los estudiantes que representan.
- Con periodicidad mensual, Diners Club del Ecuador S.A. paga, por cuenta de dichos tarjetahabientes, los servicios educativos antes referidos.
- Colegio Menor CMSFQ S.A. constituyó el Fideicomiso de Recaudo, el cual recibe con periodicidad mensual de parte de Diners Club del Ecuador S.A., los recursos generados por el recaudo de los servicios educativos antes referidos.
- En virtud de la titularización, el Fideicomiso de Recaudo transferirá a favor del Fideicomiso de Titularización, el 40% de los recursos recibidos por el Fideicomiso de Recaudo, es decir el 40% de los recursos generados por el pago de los servicios educativos por parte de los representantes de los estudiantes, que son recaudados por el Fideicomiso de Recaudo.

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 del Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR" y sus Adendums Reformatorios; 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 literal b, numeral 3 del Artículo 19, Sección II, del Capítulo II del Título XVI del Libro II, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros; al Art. 151 de la Ley de Mercados de Valores, y al Literal d) del Art. 188 de la misma Ley.

### **Instrucciones Fiduciarias<sup>3</sup>**

En virtud de lo dispuesto en el contrato de Fideicomiso, la Fiduciaria, como representante legal de dicho 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 el contrato de Fideicomiso. La Fiduciaria destinará dichos recursos para integrar inicialmente el Fondo Rotativo, conforme lo estipulado en el contrato de Fideicomiso.
- Recibir en propiedad del Fideicomiso, a futuro, recursos adicionales que puedan ser aportados por el Originador, a efectos de cumplir con las obligaciones asumidas en virtud del Fideicomiso. En tal caso, los recursos que sean aportados a futuro por el Originador a favor del Fideicomiso se someterán a los mismos términos y condiciones generales estipulados en el Fideicomiso.
- Abrir la cuenta del fideicomiso<sup>4</sup>, cuyo titular será el Fideicomiso, en la cual:
  - Se receptorán los flujos generados por el derecho de cobro, según lo dispuesto en el contrato de Fideicomiso; y,
  - Se manejarán 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.
- Recibir en la cuenta del fideicomiso de parte del Fideicomiso de Recaudo, con periodicidad mensual, dentro de los diez primeros días hábiles del mes inmediato posterior, mediante transferencias bancarias, los flujos obtenidos como producto del recaudo del derecho de cobro durante el mes inmediato anterior, según lo estipulado en el contrato de Fideicomiso. Los flujos a ser recibidos de esta manera por el Fideicomiso de Titularización de parte del Fideicomiso de Recaudo equivaldrán al 40% de los recursos generados por el pago de los servicios educativos por parte de los representantes de los estudiantes, que son recaudados por el Fideicomiso de Recaudo.

<sup>3</sup> CONTRATO DE FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR".

<sup>4</sup> La cuenta del fideicomiso se abrió de conformidad con lo dispuesto en el contrato de Fideicomiso el 20 de noviembre de 2017 en Produbanco.

- Al efecto, el Fideicomiso notificará a la Fiduciaria del Fideicomiso de Recaudo sobre la constitución del presente Fideicomiso, informándole que de los recursos generados por el pago de los servicios educativos por parte de los representantes de los estudiantes se transfiera el 40% a la Cuenta del Fideicomiso que para el efecto abra el Fideicomiso.
- La recepción de los FLUJOS por parte del Fideicomiso se dará y cumplirá:
- Desde la fecha de apertura de la cuenta del fideicomiso y durante la vigencia de la Titularización, y
- Por el tiempo que sea necesario hasta cancelar íntegramente los pasivos con inversionistas.
- Recibir del Originador, por medio magnético, reportes mensuales de todas las recaudaciones de los servicios educativos recabados de los representantes de los estudiantes por medio del Fideicomiso de Recaudo durante el mes inmediato anterior. Dicho reporte deberá ser entregado por el Originador a la Fiduciaria dentro de los diez primeros días hábiles del mes inmediato posterior, y deberá desglosar, al menos, la siguiente información:
  - Fechas en que se hayan verificado las recaudaciones;
  - Montos consolidados de las recaudaciones; y,
  - Otra información razonable que pudiera ser acordada entre el Originador y la Fiduciaria. El formato de tal reporte será determinado de mutuo acuerdo entre el Originador y la Fiduciaria.
- 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 de que haya disminuido de su monto base definido en el contrato de Fideicomiso.
  - Restituir o entregar 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.
- Contratar con la Calificadora de Riesgos, dentro de los 30 días calendario, contados a partir de fecha de suscripción del Fideicomiso, en los términos estipulados en el contrato de Fideicomiso.
- Contratar a la Auditora Externa, de conformidad con lo permitido por la legislación vigente y aplicable sobre la materia. Para el primer ejercicio fiscal, la Fiduciaria utilizará los servicios de la firma Price Waterhouse Coopers del Ecuador, conforme lo señalado en el contrato de Fideicomiso.
- Emitir el reglamento de gestión, en conjunto con el Originador.
- Emitir el prospecto, en conjunto con el Originador.
- Recabar 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.
- Solicitar y obtener la inscripción del Fideicomiso en el Catastro Público del Mercado de Valores y en las Bolsas de Valores del Ecuador.
- Solicitar y obtener la inscripción de los valores en el Catastro Público del Mercado de Valores y en las Bolsas de Valores del Ecuador.
- Contratar a una casa de valores para efectos de la colocación de los valores, conforme las instrucciones expresas y por escrito, impartidas por el Originador.
- Una vez obtenidas las autorizaciones referidas anteriormente y contratada la casa de valores, y previo la instrucción expresa y por escrito del Originador, emitir los valores conforme los términos y condiciones constantes en el Informe de Estructuración Financiera.

El Fideicomiso emitirá todos los valores en una misma fecha y que será aquella que corresponda a la primera colocación de cualquiera de los valores, lo que constituye la fecha de emisión. A partir de la fecha de emisión se contará el plazo de los valores. Los valores que no se hayan colocado en la fecha de emisión, quedarán en tesorería del Fideicomiso para posterior colocación.
- Colocar los valores entre inversionistas mediante oferta pública primaria, a través de una o varias de las Bolsas de Valores del Ecuador, y por medio de la casa de valores designada según lo señalado en el contrato de Fideicomiso.
- 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: A favor del Fideicomiso, los recursos efectivizados, producto de la colocación total o parcial de los valores, a

medida que vayan siendo colocados; y, 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, salvo que dichas comisiones ya hayan sido retenidas por las bolsas de valores y/o casas de valores.
- Segregar y acumular la suma de USD 0,0292 por cada valor colocado de USD 1,00, para integrar y completar el Depósito de Garantía, de conformidad con lo señalado en el contrato de Fideicomiso y sus reformas.
- En el caso de valores que sean colocados con posterioridad a la 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 contrato de 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 en el contrato de Fideicomiso.
- Reponer el Fondo Rotativo, en caso de que, por cualquier motivo, haya disminuido de su monto base definido en el contrato de Fideicomiso.
- 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 el contrato de Fideicomiso, según corresponda.

Como resultado de lo dispuesto en los incisos precedentes, 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 contrato de Fideicomiso.

- Una vez emitidos los valores, continuar recibiendo en la cuenta del fideicomiso de parte del Fideicomiso de Recaudo, con periodicidad mensual, dentro de los diez primeros días hábiles del mes inmediato posterior, mediante transferencias bancarias, los flujos obtenidos como producto del recaudo del derecho de cobro durante el mes inmediato anterior, según lo estipulado en el contrato de Fideicomiso. Los flujos a ser recibidos de esta manera por el Fideicomiso de Titularización de parte del Fideicomiso de Recaudo equivaldrán al 40% de los recursos generados por el pago de los servicios educativos por parte de los representantes de los estudiantes, que son recaudados por el Fideicomiso de Recaudo.

La recepción de los flujos por parte del Fideicomiso se dará y cumplirá desde la fecha de apertura de la cuenta del fideicomiso y durante la vigencia de la Titularización y por el tiempo que sea necesario hasta cancelar íntegramente los pasivos con inversionistas. Con periodicidad mensual, 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 más adelante, hasta completar cada uno de los conceptos de dicho orden de prelación.

El orden de prelación que aplicará la Fiduciaria, en representación del Fideicomiso, con cargo a los flujos, es el siguiente:

- Reponer el Fondo Rotativo, en caso de que, por cualquier motivo, haya disminuido de su monto base definido en el contrato de Fideicomiso.
- Reponer el Depósito de Garantía, en caso de que, por cualquier motivo, haya disminuido de su monto base definido en el contrato de Fideicomiso.
- Provisionar y acumular, hasta donde los flujos lo permitan, la suma correspondiente al pago del dividendo inmediato posterior de los pasivos con inversionistas (compuesto de intereses o de capital e intereses, según corresponda) de conformidad con la Tabla de Pagos que consta incorporada en el Informe de Estructuración Financiera, en estricta proporción a los valores que hayan sido efectivamente colocados entre inversionistas.

La provisión y acumulación de recursos para pagar el dividendo inmediato posterior de los pasivos con inversionistas, la Fiduciaria tomará la totalidad de los flujos que mensualmente vayan ingresando al Fideicomiso, durante un mes determinado, hasta completar el 100% del total requerido para el pago del dividendo mensual inmediato posterior (compuesto de capital e intereses) de los pasivos con inversionistas, en estricta proporción a los valores que hayan sido efectivamente colocados entre inversionistas. Con cargo a los recursos provisionados y acumulados de conformidad con lo mencionado

y, de ser el caso, con los recursos segregados y, de ser necesario, con los rendimientos señalados en el contrato de Fideicomiso, dicho Fideicomiso pagará los pasivos con inversionistas según consta en el contrato de Fideicomiso. Se aclara expresamente que esta provisión deberá ser repuesta a medida que vaya siendo utilizada para pagar los pasivos con inversionistas.

- Luego de haber cumplido con la secuencia de reposiciones, segregaciones, provisiones y acumulaciones señalada, de existir, restituir o entregar al Originador, el remanente de los flujos del Fideicomiso correspondiente a ese periodo mensual.
- Respetando y siguiendo el orden de prelación, con cargo a los recursos provisionados y acumulados y, de ser el caso, con los recursos segregados y, de ser necesario, con los recursos generados, según el contrato de Fideicomiso, pagar los pasivos con inversionistas conforme la Tabla de Pagos constante en el Informe de Estructuración Financiera.

El pago de los pasivos con inversionistas se realizará con el siguiente orden: Intereses de mora, de ser el caso; intereses correspondientes a la tasa de interés; y 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% a la tasa de interés. Tal recargo más la tasa de interés, constituirán la tasa de mora que se aplicará desde la fecha de vencimiento de la obligación, la que correrá únicamente hasta la fecha del día en que se efectúe el pago.

El pago de los pasivos con inversionistas se lo hará dentro de la República del Ecuador, en Dólares de los Estados Unidos de América, salvo que por alguna norma que entre a regir a futuro en la República del Ecuador, se establezca que los pagos deban hacerse en una moneda de curso legal distinta al Dólar de los Estados Unidos de América, en cuyo caso el Fideicomiso deberá realizar el pago de tales pasivos con inversionistas en dicha moneda de curso legal, aplicando la relación de conversión que se fije para tales efectos 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 y acumulados y, de ser el caso, los recursos segregados y, de ser necesario, con los recursos generados según el contrato de Fideicomiso, la Fiduciaria ejecutará 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.

- 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 el contrato de Fideicomiso.
- Convocar a los integrantes del Comité de Vigilancia, en los casos estipulados en el contrato de 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 un banco de conformidad con la normativa vigente y aplicable sobre la materia. La cuenta del fideicomiso podrá consistir en una cuenta corriente o cuenta de ahorros, lo que será determinado por mutuo acuerdo entre el Originador y la Fiduciaria.
- Las inversiones permitidas se realizarán en instrumentos financieros de conformidad con la normativa vigente y aplicable sobre la materia. 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.
- 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 el contrato de 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, de ser necesarios, serán destinados por la Fiduciaria para cancelar los pasivos con inversionistas. Caso contrario, dichos rendimientos serán restituidos o entregados al Originador con



periodicidad anual, 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 el contrato de Fideicomiso.
- Declarar la redención anticipada según lo estipulado en el contrato de Fideicomiso.
- Exigir el cumplimiento de las obligaciones asumidas por el Originador en virtud de lo dispuesto en el Fideicomiso.
- Con 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, Valores y Seguros 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.
- Contratar a un Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores para que se desempeñe como Agente Pagador de la presente Titularización. La actuación de dicha entidad como Agente Pagador no implica ni constituye garantía alguna de parte de tal entidad sobre la generación de flujos. Por su parte, 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 el contrato de 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 el contrato de 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, Valores y Seguros, de las Bolsas de Valores, de la Calificadora de Riesgos y de la Auditora Externa, en los términos constantes en el Reglamento de Gestión.
- De ser el caso, consignar ante un Juez de lo Civil, los bienes que les pudieren corresponder a los inversionistas u Originador. Esta consignación se hará de conformidad con la normativa vigente y aplicable sobre la materia.
- Una vez atendidos todos los pasivos del Fideicomiso, restituir o entregar al Originador los bienes, derechos y recursos remanentes del Fideicomiso, de existir.
- Una vez cumplido lo dispuesto en el punto anterior, liquidar el Fideicomiso en los términos y condiciones señalados en el contrato de 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 de la presente Titularización.

### **Situación Financiera del FIDEICOMISO “TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR”**

El estado de Situación Financiera del Fideicomiso TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR, está conformado al 30 de septiembre de 2018 por un total de activos de USD 8.318,70<sup>5</sup>, los mismos que corresponden exclusivamente a efectivo y equivalentes de efectivo. Mientras que el patrimonio, estuvo constituido por USD 6.479,87. Cabe señalar que la suma fijada en el contrato de fideicomiso para integrar el fondo rotativo asciende a USD 10.000,00.

### **Colocación de los valores y Pago de Dividendos**

Con fecha 01 de junio de 2018, la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros aprobó el Fideicomiso TITULARIZACIÓN- COLEGIO MENOR, por la suma de USD 5,00 millones, bajo la Resolución No.

<sup>5</sup> Según información proporcionada por la Administradora Fiduciaria, al 30 de septiembre de 2018 existe una cuenta por cobrar al constituyente por USD 3.520, misma que sirve para completar el valor de aporte inicial.

SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2018.00004796, siendo inscrita en el Catastro Público de Mercado de Valores el 12 de junio de 2018. Es relevante mencionar que el plazo de la oferta pública de la titularización vence el 01 de marzo de 2019.

Hasta el 30 de septiembre de 2018, todavía no se ha realizado ninguna colocación de los títulos por ende el fideicomiso aún no realizado pagos a los inversionistas, es así que aún no arroja ningún saldo de capital pendiente de pago.

### **Situación actual del Fideicomiso TITULARIZACIÓN- COLEGIO MENOR**

Desde la conformación del Fideicomiso hasta el 30 de septiembre de 2018, el Agente de Manejo recaudó un total de USD 1,75 millones, mientras que las restituciones de realizadas al Originador durante ese mismo periodo ascendieron a USD 1,74 millones, como se ilustra en el siguiente cuadro:

**CUADRO 4: RECAUDACIONES Y RESTITUCIONES FEIDEICOMISO TITULARIZACIÓN- COLEGIO MENOR(USD)**

| Periodo      | Recaudaciones       | Restituciones       |
|--------------|---------------------|---------------------|
| feb-18       | 80.640,00           | 78.119,00           |
| mar-18       | 329.158,00          | 327.980,00          |
| abr-18       | 330.174,49          | 330.173,00          |
| jul-18       | 317.200,93          | 314.000,00          |
| jul-18       | 74.877,63           | 75.100,00           |
| ago-18       | 299.452,42          | 298.764,07          |
| sep-18       | 321.200,48          | 319.632,18          |
| <b>Total</b> | <b>1.752.703,95</b> | <b>1.743.768,25</b> |

Fuente: ANEFI Administradora de Fondos y Fideicomisos / Elaboración: Class International Rating

Al 30 de septiembre de 2018, debido a que no existen colocaciones, el saldo de capital de los flujos titularizados, incluyendo las provisiones realizadas a esa misma fecha son iguales a cero.

### **Mecanismos de Garantía<sup>6</sup>**

El Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR" con la finalidad de salvaguardar los intereses de los futuros inversionistas cuenta con tres mecanismos de garantía: Exceso de Flujo de Fondos (que comporta la existencia de un Depósito de Garantía o fondo de Reserva), Fianza Solidaria y Garantía hipotecaria.

#### **Exceso de Flujo de Fondos:**

Consiste en que los flujos que se proyectan, generados por el derecho de cobro, sean superiores a los derechos reconocidos a favor de los inversionistas en virtud de los Valores emitidos, igualando o superando la cobertura de 1,5 veces el Índice de Desviación, condición que deberá mantenerse durante la vigencia de la titularización. Todo ello de conformidad con la información constante en el informe de estructuración financiera.

El Exceso de Flujo de Fondos que se proyecta ingresará al Fideicomiso como consecuencia de la cobranza del Derecho de Cobro del 40% de las ventas realizadas con Tarjeta Diners Club.

Conforme las proyecciones presentadas en el Informe de Estructuración Financiera<sup>7</sup>, se considera que los ingresos del Fideicomiso producto del recaudo del derecho de cobro, en un escenario pesimista, pueden ser capaces de generar flujos proyectados por USD 56,02 millones aproximadamente durante el plazo de los valores, siendo requerida por el Fideicomiso, para cubrir egresos, por la suma proyectada y aproximada de USD 5,74 millones (si la totalidad de los valores efectivamente se colocan entre inversionistas), con lo cual se proyecta un exceso de flujo de fondos de USD 50,28 millones aproximadamente. En todo caso, tanto el

<sup>6</sup> CONTRATO DE FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR".

<sup>7</sup> Actualizado a marzo de 2018.

Estructurador Financiero como el Originador, aclaran de manera expresa que estas cantidades son proyectadas, por lo que en la práctica pueden estar por encima o por debajo de dichas cantidades.

De conformidad con el Informe de Estructuración Financiera, el Depósito de Garantía estará integrado con recursos dinerarios, garantías de fácil ejecución o instrumentos que se encuentren a libre disposición del Fideicomiso, por un monto equivalente a 1,5 veces el índice de desviación.

En tal sentido, según el Informe de Estructuración Financiera, el Depósito de Garantía queda fijado, como monto base, en la suma de USD 145.075,00. Al efecto, el Depósito de Garantía se integrará inicialmente mediante la entrega por parte del Originador al Fideicomiso de recursos dinerarios, garantías de fácil ejecución o instrumentos que se encuentren a libre disposición del Fideicomiso, por la suma de USD 146.000,00.

La cantidad indicada representa una relación de USD 0,0292 por cada valor de USD 1,00 de aquellos susceptibles de ser colocados entre inversionistas. Si una vez vencido el plazo de oferta pública no se llegaren a colocar la totalidad de los valores, el Originador tendrá derecho a solicitar a la Fiduciaria la restitución del excedente, siempre que se mantenga la relación antes señalada, multiplicada por el número de valores efectivamente colocados entre inversionistas.

Si durante la vigencia de los valores, la Fiduciaria ha tenido que acudir a los recursos del Depósito de Garantía, que a ese momento sean de propiedad del Fideicomiso, dicho Depósito de Garantía deberá ser repuesto a la cantidad base, a cuyo efecto se aplicará lo dispuesto en el orden de prelación señalado en el Contrato de Fideicomiso.

El Depósito de Garantía o Fondo de Reserva tiene por objeto respaldar a los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores, cuando el Fideicomiso deba pagar los pasivos con inversionistas (conforme la Tabla de Pagos que consta incorporada en el Informe de Estructuración Financiera), y resulten insuficientes los recursos provisionados y acumulados y, de ser el caso, los recursos segregados y, de ser necesario, con los recursos generados, según lo estipulado en el Contrato de Fideicomiso.

En dicha situación, la Fiduciaria podrá tomar los recursos necesarios, hasta donde el Depósito de Garantía (inicial o repuesto) lo permita, a fin de pagar, al máximo posible, los pasivos con inversionistas, a prorrata de la inversión en valores. Adicionalmente, en este caso, el Depósito de Garantía deberá ser repuesto de conformidad con lo señalado anteriormente.

Si, durante la vigencia de los valores, la Fiduciaria ha tenido que acudir a los mecanismos de garantía y, si luego de ello, aún existieren saldos pendientes de pago con cargo a los pasivos con inversionistas, los inversionistas deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones.

El Depósito de Garantía, debidamente integrado y repuesto, si hubiere sido utilizado, permanecerá dentro del Fideicomiso hasta cuando deba ser utilizado según lo dispuesto en el Contrato de Fideicomiso, o tenga que ser restituido al Originador, debido a que no fue necesario utilizarlo, al haberse cancelado todos los pasivos con inversionistas.

- Según el Informe de Rendición Semestral de Cuentas (01 de noviembre de 2017 al 31 de mayo del 2018), el Exceso de Flujo del Fideicomiso comporta la existencia de un Depósito en Garantía por el valor de USD 146.000,00 y al 30 de septiembre de 2018 este valor se encuentra bajo el número GRB10100011893.

### **Fianza Solidaria**

Consiste en una Fianza Mercantil otorgada por el Originador, la cual tiene por objeto respaldar a los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores, cuando el Fideicomiso deba pagar los pasivos con inversionistas y resulten insuficientes los recursos provisionados y los recursos provenientes de la ejecución del Fondo de Reserva. De producirse esta situación, el Originador se compromete, de manera solidaria, a pagar

dichos pasivos con inversionistas. Esta Fianza Mercantil se somete a las disposiciones de la Fianza Mercantil establecidas en el Código de Comercio Ecuatoriano.

En caso de que se tenga que acudir a este mecanismo de garantía, el Originador y la Fiduciaria acuerdan desde ya, que el Fideicomiso continuará su vigencia: Receptando los flujos; aplicando el orden de prelación; y, pagando los pasivos con inversionistas de la siguiente manera: Intereses de mora, de ser el caso; intereses correspondientes a la tasa de interés; y amortización de capital.

Si, por cualquier motivo, no se puede cumplir con lo dispuesto en el párrafo que antecede, en virtud de esta Fianza Solidaria, el Originador, con sus propios recursos, deberá pagar directamente los pasivos con inversionistas de la siguiente manera: Intereses de mora, de ser el caso; intereses correspondientes a la tasa de interés; y amortización de capital.

- Según el Informe de Rendición Semestral de Cuentas (01 de noviembre de 2017 al 31 de mayo del 2018), la Fianza Solidaria que otorga el Originador por medio del Fideicomiso con el objeto de respaldar a los inversionistas, no ha sido ejecutada, ocurriendo lo mismo hasta el 30 de septiembre de 2018.

### **Garantía Hipotecaria**

El Originador constituirá la Garantía hipotecaria dentro de los 180 días calendario, posteriores a la fecha de constitución del Fideicomiso, mediante primera hipoteca cerrada a favor del Fideicomiso, como mecanismo de garantía específica, que tendrá por objeto cubrir el monto en circulación de la Titularización. El avalúo del inmueble hipotecado es de USD 5.065.200,35, mismo que supera el monto total de la titularización, con lo cual se da cumplimiento a lo establecido en la Ley de Mercado de Valores.

- ❖ Con fecha 09 de marzo de 2018, Colegio Menor CMSFQ S.A. constituyó a favor del Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR", primera y preferente hipoteca cerrada sobre un terreno de 12.223,71 m<sup>2</sup> en Cumbayá, donde se encuentran ubicadas parte de las instalaciones e infraestructura del colegio.
- Según el Informe de Rendición Semestral de Cuentas (01 de noviembre de 2017 al 31 de mayo del 2018), se administró la Garantía Hipotecaria como garantía para cubrir el monto en circulación de la Titularización. Además, según información enviada por la Administradora Fiduciaria al 30 de septiembre de 2018, esta garantía Hipotecaria se mantiene intacta.

CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. ha estudiado y analizado los Mecanismos de Garantía con que cuenta el Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR", 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, el exceso de flujo de fondos cubre el índice de desviación y, como se indicó anteriormente, cubriría hasta una suma preestablecida del pago de los valores emitidos frente a mayor siniestralidad, conforme lo estipula la estructuración financiera antes de la titularización. Por otro lado, el mecanismo de garantía "Garantía Hipotecaria" cubre la totalidad del monto de la titularización.

### **Cobertura del índice de Desviación**

El Exceso de Flujo de Fondos es un mecanismo de garantía que consiste en que los Flujos que el Derecho de Cobro genere sean superiores a los derechos reconocidos a favor de los inversionistas, en virtud de los valores emitidos, igualando o superando la cobertura de 1,5 veces el índice de desviación.

Conforme la estructuración financiera, durante la vigencia de la titularización, la cobertura del Exceso de Flujo de Fondos, superará la cobertura mínima de 1,5 veces el índice de desviación, requerida por la norma.

El Exceso de Flujo de Fondos que se proyecta ingresará al Fideicomiso como consecuencia de la cobranza del Derecho de Cobro del 40% de las ventas realizadas con tarjeta Diners Club, en los distintos escenarios son los siguientes:

- En el escenario optimista, el total de los Flujos que se proyecta ingresarán al Fideicomiso asciende a la suma de USD 65,92 millones, que comparado con el monto total que el Fideicomiso deberá pagar a los inversionistas por el concepto de capital más intereses de los valores, que es de USD 5,74 millones; representa una cobertura de 11,49 veces. Los flujos excedentarios en el escenario optimista ascienden a USD 60,18 millones.
- En el escenario moderado, el total de los Flujos que se proyecta ingresarán al fideicomiso asciende a la suma de USD 58,95 millones, que representa una cobertura de 10,27 veces. Los flujos excedentarios en el escenario moderado ascienden a USD 53,22 millones.
- En el escenario pesimista, el total de los Flujos que se proyecta ingresarán al fideicomiso asciende a la suma de USD 56,02 millones que representa una cobertura de 9,76 veces. Los flujos excedentarios en el escenario pesimista ascienden a USD 50,28 millones.

Luego del estudio y análisis de la cobertura de los mecanismos de garantía sobre el índice de desviación, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., señala que se ha cumplido con la exigencia establecida en el Art. 17, Sección IV, Capítulo V, Título II del Libro II, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.

### **Asamblea<sup>8</sup>**

La Asamblea consiste en la reunión de los inversionistas, aun cuando sólo se tratase de un inversionista. La primera Asamblea, con el carácter de ordinaria, se convocará dentro de los 90 días posteriores a la fecha de emisión. Al efecto, la Fiduciaria realizará una convocatoria para conocer y resolver sobre la designación de tres miembros para que integren el Comité de Vigilancia, y la asignación de funciones de Presidente, Vicepresidente y Secretario del Comité de Vigilancia a los miembros integrantes de dicho Comité de Vigilancia.

Con posterioridad a esta primera, la Asamblea podrá reunirse extraordinariamente por decisión de la Fiduciaria, del Comité de Vigilancia, de inversionistas que representen más del 50% de la totalidad del monto de valores en circulación de cualquier serie, o de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. 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 publicidad establecido en la normativa vigente y aplicable sobre la materia, 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% de la totalidad del monto de valores en circulación de cualquier serie. En caso de que no se obtuviere tal quórum dentro de los 60 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 de cualquier serie correspondiente a los inversionistas concurrentes a tal Asamblea. Dichas decisiones, válidamente adoptadas, obligan a todos los inversionistas, haya o no concurrido a la Asamblea, así como también obliga a los inversionistas que hayan votado de manera distinta.

<sup>8</sup> CONTRATO DE FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR".

No obstante lo anterior, si las decisiones adoptadas por la Asamblea, a solo criterio de la Fiduciaria, afectaren y/o atentaren contra el objeto y la finalidad del Fideicomiso y de la Titularización, la Fiduciaria tendrá derecho de veto y se abstendrá de ejecutar tales decisiones.

Los inversionistas podrán concurrir a las asambleas, personalmente o representados mediante poder. Cada USD 1,00 contenido dentro de un valor, dará derecho a voz y a un voto dentro de la Asamblea.

El Presidente del Comité de Vigilancia actuará como Presidente de la Asamblea, sin perjuicio de que en la primera Asamblea se nombre a un Presidente Ad-hoc, entre los inversionistas concurrentes. La Fiduciaria siempre actuará como Secretario de la Asamblea. Todas las deliberaciones y decisiones de la Asamblea quedarán recogidas por escrito en actas suscritas por Presidente y Secretario.

En aquellas asambleas en las que se vaya a conocer y/o discutir información contenida en documentos, el solicitante de la Asamblea deberá proveer a la Fiduciaria, al tiempo de la solicitud, de la documentación a ser conocida en la Asamblea, de tal manera que dicha documentación pueda encontrarse a disposición de los inversionistas, en las oficinas de la Fiduciaria, desde la fecha misma de la convocatoria. Los costos y gastos a ser incurridos en el desarrollo de cualquier Asamblea se cubrirán con cargo al Fondo Rotativo.

La Asamblea tendrá las siguientes funciones:

- Designar y/o remover a los miembros integrantes del Comité de Vigilancia.
  - Conocer y resolver sobre los asuntos que sean sometidos a su consideración por la Fiduciaria y/o por el Comité de Vigilancia.
  - Ejercer todas las funciones y derechos establecidos para la Asamblea en el Fideicomiso.
  - Conocer y resolver sobre cualquier propuesta de reforma al Fideicomiso, cuando aquella no haya sido aprobada en primera instancia por el Comité de Vigilancia.
  - En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por la Fiduciaria y de conformidad con lo establecido en el contrato de Fideicomiso, resolver sobre: La sustitución de la Fiduciaria, y escoger el reemplazo correspondiente para que asuma la función de Fiduciaria, siguiendo a efectos de la selección y contratación, la normativa vigente y aplicable sobre la materia. Esta constituye una facultad que puede ser ejercida alternativamente por la Asamblea y por el Comité de Vigilancia.
  - En general todos los asuntos que le corresponda conocer y resolver por disposición legal o reglamentaria.
- ❖ Según el Informe de Rendición Semestral de Cuentas (01 de noviembre de 2017 al 31 de mayo del 2018), aún no se ha conformado la Asamblea de Inversionistas debido a que no se han realizado colocaciones de los títulos.

## **Comité de Vigilancia<sup>9</sup>**

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

La Fiduciaria informará a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros sobre los nombres, domicilios, hojas de vida y demás datos relevantes sobre las personas designadas como miembros integrantes del Comité de Vigilancia y las funciones a ellos asignadas.

Las decisiones del Comité de Vigilancia se adoptarán con el voto conforme y favorable de dos de los tres miembros del Comité de Vigilancia. Dichas decisiones, válidamente adoptadas, obligan a todos los miembros del Comité de Vigilancia, hayan o no concurrido al comité, así como también obliga a los miembros del Comité de Vigilancia que hayan votado de manera distinta.

<sup>9</sup> CONTRATO DE FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR".



Constituyen obligaciones del Comité de Vigilancia:

- Vigilar e informar a los inversionistas y a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, sobre el cumplimiento de las normas legales, reglamentarias y contractuales aplicables al Fideicomiso y/o a la Titularización. Los casos de incumplimiento deberán ser informados a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, como hechos relevantes, dentro de los 3 días hábiles posteriores a la fecha en que el Comité de Vigilancia los haya detectado.
- Informar a la Asamblea, previo a la terminación y liquidación del Fideicomiso, sobre su labor y las conclusiones obtenidas.

Constituyen atribuciones del Comité de Vigilancia:

- 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 la siguiente información, respecto del ejercicio económico inmediato anterior: 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.
- En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por la Calificadora de Riesgos, resolver sobre: La terminación del Contrato de Servicios de Actualización de Calificación de Riesgos con la Calificadora de Riesgos, y escoger el reemplazo correspondiente para que asuma la función de Calificadora de Riesgos, siguiendo a efectos de la selección y contratación, la normativa vigente y aplicable sobre la materia.
- En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por la Fiduciaria y de conformidad con lo establecido en el contrato de Fideicomiso, resolver sobre: La sustitución de la Fiduciaria, y escoger el reemplazo correspondiente para que asuma la función de Fiduciaria, siguiendo a efectos de la selección y contratación, la normativa vigente y aplicable sobre la materia. Esta constituye una facultad que puede ser ejercida alternativamente por la Asamblea y por el Comité de Vigilancia.
- Adoptar todas las decisiones que sean necesarias a efectos de facilitar el cumplimiento del objeto y de la finalidad del Fideicomiso y de la Titularización, siempre que tales decisiones no afecten ni atenten contra el objeto y la finalidad del Fideicomiso y de la Titularización.
- Velar por la ejecución de las decisiones adoptadas e instrucciones impartidas por la Asamblea.
- Ejercer todas las funciones y derechos establecidos para el Comité de Vigilancia en el Fideicomiso.

- ❖ Puesto que la Asamblea no ha conforma, al 30 de septiembre de 2018 no ha podido ser conformado el Comité de Vigilancia.

## **Punto de Equilibrio**

A efectos de atender la exigencia normativa de la determinación de un punto de equilibrio, se lo fija de la siguiente manera:

### **En lo legal:**

La obtención de la autorización de oferta pública de la Titularización por parte de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, así como la inscripción del Fideicomiso y de los valores en el Catastro Público del Mercado de Valores y en las Bolsas de Valores del Ecuador.

### **En lo financiero:**

La colocación del primer valor, cualquiera éste sea.

### **En el plazo:**

Que la colocación del primer valor, cualquiera éste sea, se realice dentro del plazo máximo de oferta pública conferido por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, incluyendo su prórroga, de ser el caso.

En caso de que no se alcance el punto de equilibrio en los términos y condiciones antes señalados, la Fiduciaria procederá de la siguiente manera:

- Utilizará los recursos del Fondo Rotativo y, de ser necesario, otros recursos de los cuales disponga el Fideicomiso, para cancelar los pasivos con terceros distintos de los inversionistas.
- Restituirá o entregará al Originador los bienes, derechos y recursos remanentes del Fideicomiso, de existir.
- Una vez cumplido lo anterior, liquidará el Fideicomiso en los términos y condiciones señalados en el contrato de Fideicomiso. En caso de que sí se alcance el Punto de Equilibrio en los términos y condiciones antes señalados, la Fiduciaria procederá con lo dispuesto en el contrato de Fideicomiso.

- ❖ Al 30 de septiembre de 2018 no existen colocaciones de los títulos por ende no se ha podido realizar el cálculo del punto del equilibrio.

## **Experiencia del Administrador Fiduciario**

La compañía ANEFI S. A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS, es una sociedad cuyo objeto social es administrar negocios fiduciarios y ser agente de manejo de procesos de titularización, constituida, bajo la denominación de Administrador de Fondos y Fideicomisos PRODUFONDOS S. A., mediante escritura pública otorgada el 04 de marzo de 1994, ante el Notario Décimo Octavo del cantón Quito e inscrita en el Registro Mercantil del mismo cantón el 29 de marzo del mismo año. Adquirió su actual denominación mediante escritura pública otorgada ante el Notario Tercero del cantón Quito el 03 de mayo de 2013 e inscrita en el Registro Mercantil del mismo cantón el 15 de agosto de 2013.

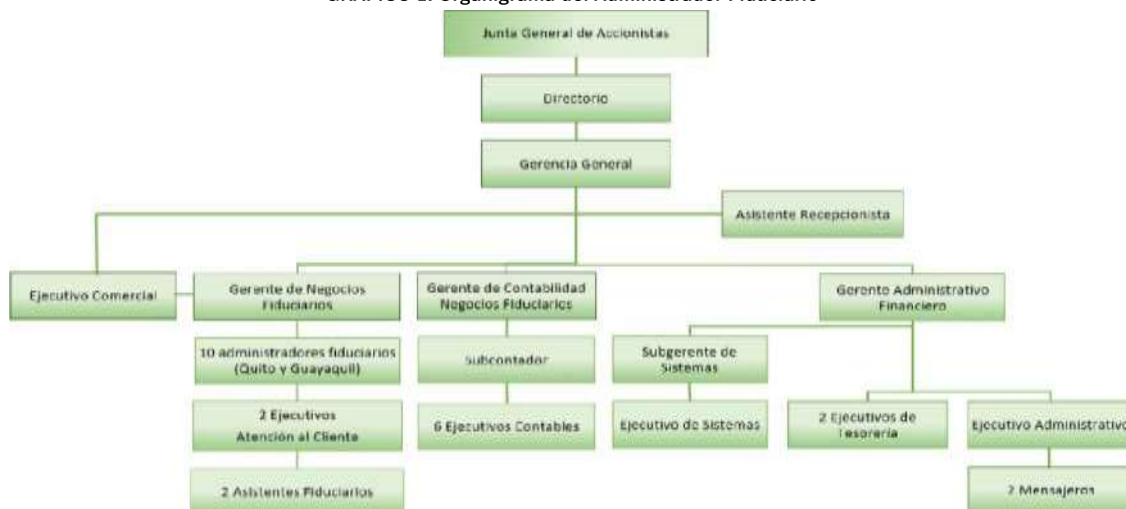
ANEFI S.A. obtuvo el permiso de operación y registro en el mercado de valores el 01 de julio de 1994. En 1996 se fusionó por absorción con Equifondos, administradora de fondos y fideicomisos del Grupo Futuro y llegó a administrar 5 fondos de inversión por más de 120 millones de dólares, siendo por muchos años la administradora de fondos más grande del mercado. El 05 de julio de 2012, por disposición legal, el Grupo Financiero Producción vendió sus acciones. El trámite de denominación, fue autorizado por la Superintendencia de Compañías el 23 de junio de 2013, desde ese día la nueva razón social, autorizada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, es ANEFI S.A. ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS.

Conforme información de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, el plazo de vigencia de la empresa vence en el año 2065. El representante Legal de la Administradora de Fondos y Fideicomisos "ANEFI S.A." es el Econ. José Eduardo Samaniego Ponce, de acuerdo al nombramiento otorgado por la Junta General de Accionistas celebrada con fecha 04 de febrero de 2014. La compañía cuenta con una cartera de clientes de importante posicionamiento en distintas industrias de la economía nacional.

Por otro lado, la Fiduciaria cuenta con personal capacitado para el manejo de cada uno de sus procesos. Adicionalmente, a más de poseer una plataforma tecnológica adecuada, cuenta con el sistema GESTOR, para el manejo de negocios fiduciarios, fondos de inversión, de pensiones, titularización y activos de cartera.

El capital suscrito de la compañía alcanza los USD 800.000,00, conforme información de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. A continuación se puede apreciar el organigrama de la Fiduciaria:

GRÁFICO 1: Organigrama del Administrador Fiduciario



Fuente y Elaboración: ANEFI S.A.

Por lo expuesto, se observa que la administradora presenta una apropiada estructura administrativa, adecuada capacidad técnica, y un aceptable posicionamiento en el mercado, con lo cual se da cumplimiento a lo determinado en el literal c, numeral 3 del Artículo 19, del Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, Mercado de Valores, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.

### **Calidad del Activo Subyacente**

A continuación se puede apreciar una descripción conceptual de los flujos a titularizarse:

**Descripción del Derecho a Titularizar:** Constituye el derecho a percibir el 40% de los recursos generados por el pago de los servicios educativos por parte de los representantes de los estudiantes, que son recaudados por el Fideicomiso de Recaudo.

**Flujos:** Son los recursos dinerarios que se proyecta que se generarán como producto del recaudo del Derecho de Cobro, que son recaudados por el Fideicomiso de Recaudo, desde la fecha de apertura de la cuenta del Fideicomiso y durante la vigencia de la Titularización.

### **Certidumbre de los Flujos**

Los ingresos de la compañía presentaron una clara tendencia creciente desde USD 14,39 millones en 2014 hasta USD 18,72 millones en 2017, que determina un crecimiento total del 30,13% a lo largo del periodo analizado. A partir de 2013, con la entrada en operación del Colegio Menor Santiago de Guayaquil, se registraron interesantes incrementos anuales en los ingresos de la compañía, en 2014 se registró el mayor crecimiento, no obstante, a partir de entonces se presenta una menor velocidad en el incremento de los mismos, es así que en 2017, éstos se aumentaron en 6,54% frente a lo reportado en 2016. En los cortes interanuales de septiembre también se aprecia la tendencia creciente, a septiembre de 2018 los ingresos fueron 19,60% superiores a los de su similar en 2017.

La proyección contempla un crecimiento del 12,02% para 2018, en 2019 crecería el 7,33% y los crecimientos seguirían hasta el 6,35% en 2026.

Dada la relación muy estable y de largo plazo con los clientes (padres de familia y estudiantes de los colegios), en la que la inmensa mayoría completa los 15 años de permanencia, con un porcentaje de deserción menor al 1% durante los últimos 20 años, los flujos futuros que presenta la estructuración financiera tienen una alta certidumbre.

## Metodología de cálculo para el Índice de Desviación<sup>10</sup>

Según la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, para poder determinar el índice de desviación en procesos de emisión de valores derivados de una titularización de flujos de fondos en general, se debe realizar un análisis de sensibilidad, al fin de determinar su viabilidad. Para realizar el análisis de sensibilidad, la estructuración financiera planteó tres escenarios: Pesimista, moderado y optimista.

El cálculo del índice de desviación contempla los flujos provenientes de las ventas realizadas con la tarjeta de crédito Diners Club. De dicho flujo se transferirá el 40% para el pago de la Titularización.

La estructuración financiera calculó el flujo promedio en cada uno de los tres escenarios planteados, desde el inicio de la titularización hasta el final de la Serie B (8 años). Con los flujos obtenidos, la estructuración financiera calculó la desviación estándar para cada uno de los escenarios y por el tiempo de duración de la titularización.

El estructurador asignó una probabilidad de ocurrencia a cada escenario. Para el escenario moderado una ocurrencia del 68%, para el pesimista del 16% y para el optimista del 16% restante. Realizó el cálculo del índice de desviación para cada uno de los tres escenarios; para esto se dividió la desviación estándar para el flujo promedio de cada escenario. Luego ponderó el índice de desviación para cada uno de los escenarios, en función a la probabilidad otorgada y el flujo promedio ponderado. Con esto se obtuvo el índice de desviación promedio ponderado para el presente proceso, 15,40%.

CUADRO 5: ÍNDICE DE DESVIACIÓN

| Escenario      | Probabilidad | Flujo promedio mensual | Desviación Estándar  | Desviación | Índice Desviación |
|----------------|--------------|------------------------|----------------------|------------|-------------------|
| Pesimista      | 16%          | 583.515,16             | 79.332,55            | 0,14       | 2,18%             |
| Moderado       | 68%          | 614.107,78             | 94.588,79            | 0,15       | 10,47%            |
| Optimista      | 16%          | 686.645,39             | 117.993,38           | 0,17       | 2,75%             |
| Flujo Promedio |              | 628.089,45             | Índice de Desviación |            | 15,40%            |

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

## Depósito de Garantía

El Depósito de Garantía, se encuentra calculado sobre el índice de desviación promedio ponderado. El Depósito de Garantía, en cualquiera de las formas en las que puede estar conformado, debe cubrir, desde la fecha en que se realice la primera colocación de la Serie A, hasta que se terminen de pagar los valores de Serie B, en 1,5 veces el índice de desviación, es decir en USD 145.075,00.

## Sensibilidad de flujos

Los flujos tienen una proyección conservadora, de acuerdo al Informe de Estructuración Financiera, esto ha permitido manejar un nivel muy bajo de sensibilidad, ya que se ha buscado cubrir por todos lados las posibilidades de reducción de ocurrencia de los flujos calculados.

Los escenarios proyectados han considerado una ponderación moderada, dándole un peso mayor precisamente a ese escenario, con prudencia en su proyección, con un 68% de la ponderación de ocurrencia; para los escenarios optimista y pesimista se consideró un peso igualitario del 16% cada uno.

Con lo anterior, la estructuración financiera determinó para el plazo de la titularización, una cobertura del flujo titularizado total sobre el pago de capital más intereses al término del plazo, de 9,76 veces en el escenario pesimista, de 10,27 veces en el escenario moderado y de 11,49 veces en el escenario optimista.

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

<sup>10</sup> Citado del Informe de Estructuración Financiera.

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 el literal d del numeral 1 y el literal a del numeral 3 del Artículo 19, Sección II, del Capítulo II, del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.

### Monto Máximo de la Emisión

De acuerdo a la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, Libro II, Título II, Capítulo V, Sección I, Artículo 5, Parámetros y monto de la emisión de valores; Numeral 4.b.- El monto de la emisión no excederá del 50% del valor presente de los flujos proyectados, descontados a una tasa que no podrá ser inferior a la tasa activa efectiva referencial para el segmento productivo corporativo señalada por el Banco Central del Ecuador, para la semana inmediata anterior a aquella en la cual se efectúe el cálculo correspondiente, flujo que se determinará en el contrato de fideicomiso o en el fondo de inversión colectivo. La tasa resultante del cálculo tendrá vigencia de hasta treinta días.

Para el cálculo de los flujos descontados, la estructuración financiera tomó la Tasa Activa Efectiva Referencial del Segmento Corporativo Productivo del Banco Central, publicada en marzo de 2018 (7,92%). La aplicación de la metodología por parte del Estructurador Financiero muestra que la empresa podría titularizar, en el escenario pesimista, hasta USD 20,20 millones; consecuentemente, los USD 5,00 millones de la Titularización se encuentran dentro del rango permitido por la normativa.

CUADRO 6: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO, ESCENARIOS

| Mes | ESCENARIO PESIMISTA     |                          |                    | ESCENARIO MODERADO      |                          |                    | ESCENARIO OPTIMISTA     |                          |                    |
|-----|-------------------------|--------------------------|--------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------|
|     | Ingreso Dineros Mensual | Flujo Titularizado (40%) | Flujos Descontados | Ingreso Dineros Mensual | Flujo Titularizado (40%) | Flujos Descontados | Ingreso Dineros Mensual | Flujo Titularizado (40%) | Flujos Descontados |
| 1   | 1.150,62                | 460,25                   | 457,23             | 1.171,73                | 468,69                   | 465,62             | 1.266,19                | 506,48                   | 503,16             |
| 2   | 1.150,62                | 460,25                   | 454,23             | 1.171,73                | 468,69                   | 462,56             | 1.266,19                | 506,48                   | 499,86             |
| 3   | 1.150,62                | 460,25                   | 451,26             | 1.171,73                | 468,69                   | 459,53             | 1.266,19                | 506,48                   | 496,58             |
| 4   | 1.150,62                | 460,25                   | 448,30             | 1.171,73                | 468,69                   | 456,52             | 1.266,19                | 506,48                   | 493,32             |
| 5   | 1.150,62                | 460,25                   | 445,36             | 1.171,73                | 468,69                   | 453,53             | 1.266,19                | 506,48                   | 490,09             |
| 6   | 1.150,62                | 460,25                   | 442,44             | 1.171,73                | 468,69                   | 450,55             | 1.266,19                | 506,48                   | 486,88             |
| 7   | 1.150,62                | 460,25                   | 439,54             | 1.171,73                | 468,69                   | 447,60             | 1.266,19                | 506,48                   | 483,68             |
| 8   | 1.150,62                | 460,25                   | 436,65             | 1.171,73                | 468,69                   | 444,66             | 1.266,19                | 506,48                   | 480,51             |
| 9   | 1.224,38                | 489,75                   | 461,60             | 1.257,61                | 503,04                   | 474,13             | 1.370,60                | 548,24                   | 516,72             |
| 10  | 1.224,38                | 489,75                   | 458,57             | 1.257,61                | 503,04                   | 471,02             | 1.370,60                | 548,24                   | 513,34             |
| 11  | 1.224,38                | 489,75                   | 455,57             | 1.257,61                | 503,04                   | 467,93             | 1.370,60                | 548,24                   | 509,97             |
| 12  | 1.224,38                | 489,75                   | 452,58             | 1.257,61                | 503,04                   | 464,86             | 1.370,60                | 548,24                   | 506,63             |
| 13  | 1.224,38                | 489,75                   | 449,61             | 1.257,61                | 503,04                   | 461,81             | 1.370,60                | 548,24                   | 503,30             |
| 14  | 1.224,38                | 489,75                   | 446,66             | 1.257,61                | 503,04                   | 458,78             | 1.370,60                | 548,24                   | 500,00             |
| 15  | 1.224,38                | 489,75                   | 443,74             | 1.257,61                | 503,04                   | 455,78             | 1.370,60                | 548,24                   | 496,73             |
| 16  | 1.224,38                | 489,75                   | 440,83             | 1.257,61                | 503,04                   | 452,79             | 1.370,60                | 548,24                   | 493,47             |
| 17  | 1.224,38                | 489,75                   | 437,94             | 1.257,61                | 503,04                   | 449,82             | 1.370,60                | 548,24                   | 490,23             |
| 18  | 1.224,38                | 489,75                   | 435,06             | 1.257,61                | 503,04                   | 446,87             | 1.370,60                | 548,24                   | 487,02             |
| 19  | 1.224,38                | 489,75                   | 432,21             | 1.257,61                | 503,04                   | 443,94             | 1.370,60                | 548,24                   | 483,83             |
| 20  | 1.224,38                | 489,75                   | 429,38             | 1.257,61                | 503,04                   | 441,03             | 1.370,60                | 548,24                   | 480,65             |
| 21  | 1.301,11                | 520,45                   | 453,29             | 1.347,59                | 539,04                   | 469,49             | 1.480,77                | 592,31                   | 515,88             |
| 22  | 1.301,11                | 520,45                   | 450,32             | 1.347,59                | 539,04                   | 466,41             | 1.480,77                | 592,31                   | 512,50             |
| 23  | 1.301,11                | 520,45                   | 447,37             | 1.347,59                | 539,04                   | 463,35             | 1.480,77                | 592,31                   | 509,14             |
| 24  | 1.301,11                | 520,45                   | 444,44             | 1.347,59                | 539,04                   | 460,31             | 1.480,77                | 592,31                   | 505,80             |
| 25  | 1.301,11                | 520,45                   | 441,52             | 1.347,59                | 539,04                   | 457,29             | 1.480,77                | 592,31                   | 502,49             |
| 26  | 1.301,11                | 520,45                   | 438,63             | 1.347,59                | 539,04                   | 454,29             | 1.480,77                | 592,31                   | 499,19             |
| 27  | 1.301,11                | 520,45                   | 435,75             | 1.347,59                | 539,04                   | 451,32             | 1.480,77                | 592,31                   | 495,92             |
| 28  | 1.301,11                | 520,45                   | 432,89             | 1.347,59                | 539,04                   | 448,36             | 1.480,77                | 592,31                   | 492,67             |
| 29  | 1.301,11                | 520,45                   | 430,06             | 1.347,59                | 539,04                   | 445,42             | 1.480,77                | 592,31                   | 489,44             |

**FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS - COLEGIO MENOR**

**Noviembre, 2018**

|    |          |        |        |          |        |        |          |        |        |
|----|----------|--------|--------|----------|--------|--------|----------|--------|--------|
| 30 | 1.301,11 | 520,45 | 427,24 | 1.347,59 | 539,04 | 442,50 | 1.480,77 | 592,31 | 486,23 |
| 31 | 1.301,11 | 520,45 | 424,43 | 1.347,59 | 539,04 | 439,60 | 1.480,77 | 592,31 | 483,04 |
| 32 | 1.301,11 | 520,45 | 421,65 | 1.347,59 | 539,04 | 436,71 | 1.480,77 | 592,31 | 479,87 |
| 33 | 1.380,92 | 552,37 | 444,58 | 1.441,84 | 576,73 | 464,19 | 1.596,96 | 638,79 | 514,13 |
| 34 | 1.380,92 | 552,37 | 441,66 | 1.441,84 | 576,73 | 461,15 | 1.596,96 | 638,79 | 510,76 |
| 35 | 1.380,92 | 552,37 | 438,77 | 1.441,84 | 576,73 | 458,12 | 1.596,96 | 638,79 | 507,41 |
| 36 | 1.380,92 | 552,37 | 435,89 | 1.441,84 | 576,73 | 455,12 | 1.596,96 | 638,79 | 504,09 |
| 37 | 1.380,92 | 552,37 | 433,03 | 1.441,84 | 576,73 | 452,14 | 1.596,96 | 638,79 | 500,78 |
| 38 | 1.380,92 | 552,37 | 430,19 | 1.441,84 | 576,73 | 449,17 | 1.596,96 | 638,79 | 497,50 |
| 39 | 1.380,92 | 552,37 | 427,37 | 1.441,84 | 576,73 | 446,23 | 1.596,96 | 638,79 | 494,24 |
| 40 | 1.380,92 | 552,37 | 424,57 | 1.441,84 | 576,73 | 443,30 | 1.596,96 | 638,79 | 491,00 |
| 41 | 1.380,92 | 552,37 | 421,79 | 1.441,84 | 576,73 | 440,39 | 1.596,96 | 638,79 | 487,78 |
| 42 | 1.380,92 | 552,37 | 419,02 | 1.441,84 | 576,73 | 437,51 | 1.596,96 | 638,79 | 484,58 |
| 43 | 1.380,92 | 552,37 | 416,27 | 1.441,84 | 576,73 | 434,64 | 1.596,96 | 638,79 | 481,40 |
| 44 | 1.380,92 | 552,37 | 413,54 | 1.441,84 | 576,73 | 431,79 | 1.596,96 | 638,79 | 478,24 |
| 45 | 1.463,89 | 585,56 | 435,52 | 1.540,53 | 616,21 | 458,32 | 1.719,48 | 687,79 | 511,56 |
| 46 | 1.463,89 | 585,56 | 432,66 | 1.540,53 | 616,21 | 455,31 | 1.719,48 | 687,79 | 508,20 |
| 47 | 1.463,89 | 585,56 | 429,83 | 1.540,53 | 616,21 | 452,33 | 1.719,48 | 687,79 | 504,87 |
| 48 | 1.463,89 | 585,56 | 427,01 | 1.540,53 | 616,21 | 449,36 | 1.719,48 | 687,79 | 501,56 |
| 49 | 1.463,89 | 585,56 | 424,21 | 1.540,53 | 616,21 | 446,42 | 1.719,48 | 687,79 | 498,27 |
| 50 | 1.463,89 | 585,56 | 421,43 | 1.540,53 | 616,21 | 443,49 | 1.719,48 | 687,79 | 495,01 |
| 51 | 1.463,89 | 585,56 | 418,66 | 1.540,53 | 616,21 | 440,58 | 1.719,48 | 687,79 | 491,76 |
| 52 | 1.463,89 | 585,56 | 415,92 | 1.540,53 | 616,21 | 437,69 | 1.719,48 | 687,79 | 488,54 |
| 53 | 1.463,89 | 585,56 | 413,19 | 1.540,53 | 616,21 | 434,82 | 1.719,48 | 687,79 | 485,33 |
| 54 | 1.463,89 | 585,56 | 410,48 | 1.540,53 | 616,21 | 431,97 | 1.719,48 | 687,79 | 482,15 |
| 55 | 1.463,89 | 585,56 | 407,79 | 1.540,53 | 616,21 | 429,14 | 1.719,48 | 687,79 | 478,99 |
| 56 | 1.463,89 | 585,56 | 405,12 | 1.540,53 | 616,21 | 426,33 | 1.719,48 | 687,79 | 475,85 |
| 57 | 1.550,16 | 620,06 | 426,18 | 1.540,53 | 616,21 | 423,53 | 1.848,62 | 739,45 | 508,23 |
| 58 | 1.550,16 | 620,06 | 423,38 | 1.643,84 | 657,54 | 448,97 | 1.848,62 | 739,45 | 504,90 |
| 59 | 1.550,16 | 620,06 | 420,61 | 1.643,84 | 657,54 | 446,03 | 1.848,62 | 739,45 | 501,59 |
| 60 | 1.550,16 | 620,06 | 417,85 | 1.643,84 | 657,54 | 443,10 | 1.848,62 | 739,45 | 498,30 |
| 61 | 1.550,16 | 620,06 | 415,11 | 1.643,84 | 657,54 | 440,20 | 1.848,62 | 739,45 | 495,03 |
| 62 | 1.550,16 | 620,06 | 412,39 | 1.643,84 | 657,54 | 437,31 | 1.848,62 | 739,45 | 491,79 |
| 63 | 1.550,16 | 620,06 | 409,68 | 1.643,84 | 657,54 | 434,44 | 1.848,62 | 739,45 | 488,56 |
| 64 | 1.550,16 | 620,06 | 407,00 | 1.643,84 | 657,54 | 431,59 | 1.848,62 | 739,45 | 485,36 |
| 65 | 1.550,16 | 620,06 | 404,33 | 1.643,84 | 657,54 | 428,76 | 1.848,62 | 739,45 | 482,18 |
| 66 | 1.550,16 | 620,06 | 401,68 | 1.643,84 | 657,54 | 425,95 | 1.848,62 | 739,45 | 479,02 |
| 67 | 1.550,16 | 620,06 | 399,05 | 1.643,84 | 657,54 | 423,16 | 1.848,62 | 739,45 | 475,87 |
| 68 | 1.550,16 | 620,06 | 396,43 | 1.643,84 | 657,54 | 420,39 | 1.848,62 | 739,45 | 472,75 |
| 69 | 1.639,82 | 655,93 | 416,61 | 1.751,97 | 700,79 | 445,10 | 1.984,69 | 793,87 | 504,22 |
| 70 | 1.639,82 | 655,93 | 413,88 | 1.751,97 | 700,79 | 442,18 | 1.984,69 | 793,87 | 500,92 |
| 71 | 1.639,82 | 655,93 | 411,16 | 1.751,97 | 700,79 | 439,28 | 1.984,69 | 793,87 | 497,63 |
| 72 | 1.639,82 | 655,93 | 408,47 | 1.751,97 | 700,79 | 436,40 | 1.984,69 | 793,87 | 494,37 |
| 73 | 1.639,82 | 655,93 | 405,79 | 1.751,97 | 700,79 | 433,54 | 1.984,69 | 793,87 | 491,13 |
| 74 | 1.639,82 | 655,93 | 403,13 | 1.751,97 | 700,79 | 430,70 | 1.984,69 | 793,87 | 487,91 |
| 75 | 1.639,82 | 655,93 | 400,49 | 1.751,97 | 700,79 | 427,87 | 1.984,69 | 793,87 | 484,71 |
| 76 | 1.639,82 | 655,93 | 397,86 | 1.751,97 | 700,79 | 425,07 | 1.984,69 | 793,87 | 481,53 |
| 77 | 1.639,82 | 655,93 | 395,25 | 1.751,97 | 700,79 | 422,28 | 1.984,69 | 793,87 | 478,38 |
| 78 | 1.639,82 | 655,93 | 392,66 | 1.751,97 | 700,79 | 419,51 | 1.984,69 | 793,87 | 475,24 |
| 79 | 1.639,82 | 655,93 | 390,09 | 1.751,97 | 700,79 | 416,76 | 1.984,69 | 793,87 | 472,12 |
| 80 | 1.639,82 | 655,93 | 387,53 | 1.751,97 | 700,79 | 414,03 | 1.984,69 | 793,87 | 469,03 |
| 81 | 1.733,00 | 693,20 | 406,86 | 1.865,10 | 746,04 | 437,88 | 2.128,02 | 851,21 | 499,60 |
| 82 | 1.733,00 | 693,20 | 404,19 | 1.865,10 | 746,04 | 435,00 | 2.128,02 | 851,21 | 496,33 |
| 83 | 1.733,00 | 693,20 | 401,54 | 1.865,10 | 746,04 | 432,15 | 2.128,02 | 851,21 | 493,07 |
| 84 | 1.733,00 | 693,20 | 398,91 | 1.865,10 | 746,04 | 429,32 | 2.128,02 | 851,21 | 489,84 |
| 85 | 1.733,00 | 693,20 | 396,30 | 1.865,10 | 746,04 | 426,50 | 2.128,02 | 851,21 | 486,63 |
| 86 | 1.733,00 | 693,20 | 393,70 | 1.865,10 | 746,04 | 423,71 | 2.128,02 | 851,21 | 483,44 |
| 87 | 1.733,00 | 693,20 | 391,12 | 1.865,10 | 746,04 | 420,93 | 2.128,02 | 851,21 | 480,27 |
| 88 | 1.733,00 | 693,20 | 388,55 | 1.865,10 | 746,04 | 418,17 | 2.128,02 | 851,21 | 477,12 |
| 89 | 1.733,00 | 693,20 | 386,00 | 1.865,10 | 746,04 | 415,43 | 2.128,02 | 851,21 | 473,99 |
| 90 | 1.733,00 | 693,20 | 383,47 | 1.865,10 | 746,04 | 412,70 | 2.128,02 | 851,21 | 470,88 |
| 91 | 1.733,00 | 693,20 | 380,96 | 1.865,10 | 746,04 | 410,00 | 2.128,02 | 851,21 | 467,79 |
| 92 | 1.733,00 | 693,20 | 378,46 | 1.865,10 | 746,04 | 407,31 | 2.128,02 | 851,21 | 464,73 |



**FIDEICOMISO DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS - COLEGIO MENOR**

**Noviembre, 2018**

|                              |          |        |                  |                  |        |        |                  |        |        |
|------------------------------|----------|--------|------------------|------------------|--------|--------|------------------|--------|--------|
| 93                           | 1.829,81 | 731,92 | 396,98           | 1.983,44         | 793,38 | 430,31 | 2.278,95         | 911,58 | 494,42 |
| 94                           | 1.829,81 | 731,92 | 394,38           | 1.983,44         | 793,38 | 427,49 | 2.278,95         | 911,58 | 491,18 |
| 95                           | 1.829,81 | 731,92 | 391,79           | 1.983,44         | 793,38 | 424,69 | 2.278,95         | 911,58 | 487,96 |
| 96                           | 1.829,81 | 731,92 | 389,22           | 1.983,44         | 793,38 | 421,91 | 2.278,95         | 911,58 | 484,76 |
| <b>VALOR PRESENTE</b>        |          |        | <b>40.393,90</b> | <b>42.373,55</b> |        |        | <b>47.224,93</b> |        |        |
| <b>MONTO MÁXIMO (50% VP)</b> |          |        | <b>20.196,95</b> | <b>21.186,77</b> |        |        | <b>23.612,47</b> |        |        |

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

De igual manera, de acuerdo a la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros, Libro II, Mercado de Valores, Título II, Capítulo V, Sección I, Artículo 5, Parámetros y monto de la emisión de valores; Numeral 4.b.- No podrá exceder del 80% de la garantía real constituida, o de los activos libres de gravamen del originador. Para lo cual deberá aplicarse la siguiente metodología:

Al total de activos del originador deberá restarse lo siguiente: los activos diferidos o impuestos diferidos; los activos gravados; los activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren; el monto no redimido de obligaciones en circulación; el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el originador haya actuado como constituyente del fideicomiso; los derechos fiduciarios del originador provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros; cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo esté compuesto por bienes gravados; saldo de los valores de renta fija emitidos por el originador y negociados en el Mercado de Valores; y, las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el originador en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.<sup>11</sup>

Una vez efectuadas las deducciones antes descritas, se calculará sobre el saldo obtenido el 80%. La relación del 80% deberá mantenerse hasta la total redención de los valores provenientes de procesos de titularización, respecto del monto de los valores en circulación. El incumplimiento de esta disposición dará lugar a declarar de plazo vencido a la emisión.

Una vez determinado lo expuesto en el párrafo anterior, se pudo apreciar que la compañía, con fecha 30 de septiembre de 2018, presentó un monto de activos menos las deducciones que establece la normativa de USD 17,66 millones, siendo el 80,00% de los mismos la suma de USD 14,13 millones determinando que el valor de la Titularización (USD 5,00 millones) se encuentra dentro de los parámetros establecidos en la normativa.

Por otro lado, se pudo apreciar que el monto máximo de emisión de la compañía presentó una cobertura de 2,83 veces sobre el capital de la Titularización, dando de esta manera cumplimiento al literal b, numeral 4, Artículo 5, Sección I, Capítulo V, Título II del Libro II, Mercado de Valores, del Tomo IX de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.

**CUADRO 7: CÁLCULO DEL MONTO MÁXIMO DE EMISIÓN (USD)**

| <b>Descripción</b>                                                                                       | <b>sep-18</b>     |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|
| Total Activos                                                                                            | 48.550.101        |
| (-) Activos Diferidos o Impuestos diferidos (USD)                                                        |                   |
| (-) Activos Gravados (USD)                                                                               | 30.888.069        |
| (-) Activos en Litigio y monto de las impugnaciones tributarias (USD)                                    | -                 |
| (-) Monto no redimido de Obligaciones en circulación (USD)                                               | -                 |
| (-) Monto no redimido de Titularizaciones de Flujos de Fondos de bienes que se esperan que existan (USD) | -                 |
| (-) Derechos Fiduciarios (USD)                                                                           | -                 |
| (-) Inversiones en Acciones en compañías nacionales o extranjeras (USD)                                  | -                 |
| <b>Total Activos con Deducciones señaladas por la normativa (USD)</b>                                    | <b>17.662.032</b> |
| <b>Monto Máximo de la emisión = 80.00% de los Activos con Deducciones</b>                                | <b>14.129.625</b> |
| Capital Emisión Obligaciones a largo plazo                                                               | 5.000.000         |

<sup>11</sup> "La verificación realizada por la calificadoradora al certificado del monto máximo de la emisión, contempla única y exclusivamente un análisis de que la información que consta en dicho certificado esté dando cumplimiento a lo que la norma indica, lo cual significa que la calificadoradora no ha auditado la información que consta en el certificado y tampoco ha verificado la calidad y veracidad de la misma, lo cual es de entera y única responsabilidad del emisor."

|                                                                      |             |
|----------------------------------------------------------------------|-------------|
| <b>Total Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)</b>         | <b>3,53</b> |
| <b>80.00% de los Activos con Deducciones / Saldo Emisión (veces)</b> | <b>2,83</b> |

Fuente: Colegio Menor CMSFQ S.A. / Elaboración: Class International Rating

Adicionalmente, se debe mencionar que al 30 de septiembre de 2018, al analizar la posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del emisor, se evidencia que el monto de la titularización ocupa un tercer orden de prelación de pagos, por lo tanto, el total de activos menos las deducciones señaladas por la normativa, ofrece una cobertura de 0,37 veces<sup>12</sup> sobre los pasivos totales deducidos las obligaciones en circulación dentro del Mercado de Valores y otras obligaciones de la compañía.

Luego del análisis y estudio de los valores emitidos frente al monto máximo que podría emitir la compañía, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A. señala que el monto a emitirse por medio del Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR" está dando cumplimiento a lo establecido en los literales d del numeral 1 y el literal a del numeral 3 del Artículo 19, Sección II, del Capítulo II, del Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros.

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

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

El proceso de análisis requiere verificar aspectos cualitativos y cuantitativos de si el originador presenta información representativa y válida, sin que esto signifique que se realice un proceso adicional de auditoría a la misma, ni que la calificadora se responsabilice sobre la veracidad de ella. Se trata de determinar, a juicio de Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A. si los estados financieros, el Derecho de Cobro, los Flujos, y otros antecedentes complementarios, son suficientes para inferir razonablemente la situación financiera del patrimonio fideicomitado y, evaluar el riesgo asociado a los títulos de oferta pública emitidos a raíz del proceso de titularización. Todos estos aspectos han sido estudiados en el Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR", 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, los mecanismos de cobertura, así como la experiencia y calidad del originador y del administrador fiduciario, además de la estructura legal del fideicomiso. Estos aspectos han sido analizados en el Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR", los mismos que guardan razonablemente consistencia, y la 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 el Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR" 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.

<sup>12</sup>(Activos menos deducciones – obligaciones por emitir) / (Pasivos - obligaciones por emitir)

## Riesgo de la Economía

### Sector Real

De acuerdo con la actualización de las estimaciones de corto plazo realizadas por la ONU, se elevó a 3,2% el crecimiento mundial de la economía para 2018 y 2019, lo cual se sustentaría en la aceleración salarial, mejores condiciones de inversión y el efecto a corto plazo de un paquete de estímulo fiscal en los Estados Unidos. Sin embargo, en paralelo con la mejora del crecimiento mundial persiste un aumento en los riesgos para las perspectivas económicas, incluido un aumento en la probabilidad de conflicto comercial entre las principales economías, mayor incertidumbre sobre el ritmo de ajuste de la política monetaria, altos y crecientes niveles de deuda y mayores tensiones geopolíticas<sup>13</sup>.

Todavía persiste inestabilidad en grandes economías de Latinoamérica, como la constricción de las condiciones financieras y el ajuste necesario de las políticas en Argentina; los efectos de las huelgas y la incertidumbre política en Brasil; y las tensiones comerciales y la prolongada incertidumbre que rodea la renegociación del TLCAN y el programa de políticas del nuevo gobierno en México. Las publicaciones recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial (BM), Organización de las Naciones Unidas (ONU) y Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), indican que en 2018 las perspectivas de crecimiento económico para América Latina y el Caribe son positivas (salvo en el caso de Venezuela), aunque podrían verse comprometidas por algunos riesgos a la baja. Para el FMI, el crecimiento regional fue de 1,3% en 2017, y estima un ligero aumento de 1,2% en 2018 y 2,2% en 2019<sup>14</sup>.

Para la economía ecuatoriana, diversos organismos, tanto locales como internacionales, prevén un crecimiento económico moderado para el año 2018. Por ejemplo, de acuerdo a las previsiones de crecimiento publicadas por el Banco Central del Ecuador (BCE)<sup>15</sup>, el repunte económico del 2,0% en 2018 se daría gracias al aumento en la inversión agregada. Por su parte, los pronósticos de crecimiento del Banco Mundial se reducen a 1,5% en 2018 y 1,6% en 2019<sup>16</sup>. La Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) estima un crecimiento del 1,0% en 2018 y 0,9% en 2019<sup>17</sup>. De igual forma, el Fondo Monetario Internacional (FMI), rebajó las estimaciones de crecimiento del país a 1,1% en 2018 y 0,7% en 2019<sup>18</sup>. El centro de investigación Corporación de Estudios para el Desarrollo (Cordes), advierte que ese crecimiento no implica una verdadera recuperación de la economía porque se basa, principalmente, en un gasto público (financiado con nueva deuda) y no en una mayor inversión<sup>19</sup>.

Los principales indicadores macroeconómicos del Ecuador, determinados a noviembre de 2018 o los más próximos disponibles a la fecha, se presentan a continuación:

CUADRO 8: INDICADORES MACROECONÓMICOS ECUADOR

| Rubro                                                 | Valor     | Rubro                                           | Valor  |
|-------------------------------------------------------|-----------|-------------------------------------------------|--------|
| PIB real (millones USD 2007) II trimestre 2018        | 17.848,71 | Crecimiento anual PIB (t/t-4) II trimestre 2018 | 0,92%  |
| Deuda Externa Pública como % PIB (noviembre - 2018)   | 31,86%    | Inflación mensual (octubre - 2018)              | -0,05% |
| Balanza Comercial Total (millones USD) ene - sep 2018 | -8,28     | Inflación anual (octubre - 2018)                | 0,33%  |
| RI (millones USD al 23 de noviembre - 2018)           | 2.758,72  | Inflación acumulada (octubre - 2018)            | 0,42%  |
| Riesgo país (28 - noviembre - 2018)                   | 760,00    | Remesas (millones USD) II trimestre 2018        | 767,31 |
| Precio Barril Petróleo WTI (USD al 28 - nov - 2018)   | 50,29     | Tasa de Desempleo Urbano (III trimestre 2018)   | 5,20%  |

Fuente: Banco Central del Ecuador- Ministerio de Finanzas- Bloomberg-INEC / Elaboración: Class International Rating

**Producto Interno Bruto (PIB):** Como se mencionó anteriormente, las estimaciones de crecimiento del PIB del país realizadas por diversas entidades, en promedio fluctúan alrededor del 1,3%. De acuerdo con el último reporte de las Cuentas Nacionales Anuales publicado por el Banco Central del Ecuador, el PIB en términos reales en 2017 alcanzó USD 70.955,69 millones y reflejó un crecimiento del 2,4%; este dinamismo se explica

<sup>13</sup> [https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP\\_2018\\_Mid-year\\_Update.pdf](https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/WESP_2018_Mid-year_Update.pdf)

<sup>14</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

<sup>15</sup> El crecimiento estimado del 2% obedece a las estadísticas iniciales que publicó el Banco Central. Cabe señalar, que a la fecha el Banco Central no ha actualizado su previsión de crecimiento, pues advirtió que ante el envío de la Ley de Fomento Productivo a la Asamblea Nacional se proyectarían cambios en sus estimaciones iniciales.

<sup>16</sup> <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/30478/211373SP.pdf>

<sup>17</sup> <https://www.cepal.org/es/comunicados/actividad-economica-america-latina-caribe-se-expandira-13-2018-18-2019>

<sup>18</sup> <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/09/24/world-economic-outlook-october-2018>

<sup>19</sup> <http://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/1/la-economia-de-ecuador-crecera-el-2-en-2018>

principalmente por el aumento de la inversión agregada, el gasto de consumo final de hogares y gobierno y las exportaciones<sup>20</sup>. Al segundo trimestre de 2018, el PIB real alcanzó USD 17.848,71 millones y reflejó una variación anual de 0,9% y un crecimiento trimestral de 0,4%, donde el gasto de consumo de los hogares fue la variable que tuvo la mayor incidencia<sup>21</sup>.

Durante enero a septiembre 2018, las **importaciones** totales en valor FOB alcanzaron USD 16.275,24 millones, siendo superior en 18,05% en relación a las compras externas realizadas en su similar periodo de 2017 (llegó a USD 13.787,17 millones). Por grupo de productos, las importaciones en valor FOB fueron mayores en los grupos de: combustibles y lubricantes (36%), bienes de consumo (18%), bienes de capital (15,6%), materias primas (11,3%) y productos diversos (41,8%). La procedencia de los bienes radica principalmente de China, Estados Unidos, Brasil, Alemania, Rusia, Italia, Colombia, Perú y otros.

Por su parte, las **exportaciones totales** entre enero y septiembre de 2018 alcanzaron USD 16.266,96 millones, siendo superiores en 15,84% frente a los mismos meses del 2017 (que alcanzó USD 14.042,95 millones). Las exportaciones petroleras (en volumen) disminuyeron en -4,4%; no obstante, en valor FOB, las ventas externas de petróleo se incrementaron un 35,7%, dado que se registró un valor unitario promedio del barril exportado de petróleo y derivados que pasó de USD 42,6 durante enero-septiembre 2017 a USD 60,6 en 2018. Por otro lado, las exportaciones no petroleras registradas en enero-septiembre de 2018 crecieron en 4,93% frente al 2017, alcanzando USD 9.511,41 millones.

Se debe indicar que el sector comercial exportador se ha beneficiado gracias al proyecto de ley para renovar el Sistema Generalizado de Preferencias (SGP) para Ecuador, pactado el 13 de febrero de 2018 por la Cámara de Representantes de Estados Unidos<sup>22</sup>. Otro de los factores que benefició este sector fue el acuerdo comercial con Unión Europea (Asociación Europea de Libre Comercio (EFTA)), garantizando al Ecuador el ingreso de productos a más países europeos.

Por otro lado, desde inicios de 2017, Ecuador está obligado a reducir su producción petrolera debido al acuerdo pactado en la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), con el objetivo de estabilizar el precio del barril de crudo. No obstante, Ecuador firmó un decreto ejecutivo que permite la suscripción de contratos de participación con petroleras privadas, lo que impulsaría la explotación del crudo<sup>23</sup>. A septiembre 2018 del total de crudo producido, un 22,35% corresponde a producción de empresas privada. A través de la ronda petrolera "Intracampes", el Gobierno aspira captar 1.000 millones de dólares de inversión privada para 8 campos menores ubicados en la Amazonía del país<sup>24</sup>. En cuanto a la producción promedio diaria a septiembre de 2018, esta alcanzó los 518,5 miles de barriles, siendo un 1,97% inferior a la producción registrada en septiembre de 2017<sup>25</sup>.

Después de la caída del precio del petróleo West Texas Intermediate (WTI), que sirve de referencia para la cotización del crudo ecuatoriano, se muestra un comportamiento menos volátil en lo que va del 2018, pues en enero se registró un promedio de USD 63,70 por barril, mientras que en octubre de 2018 llegó a USD 70,75 por barril, no obstante cae a USD 57,02 en promedio hasta el 29 de noviembre 2018.

<sup>20</sup> <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1113-el-bce-actualiza-la-cifra-de-crecimiento-de-la-econom%C3%ADa-en-el-2017>

<sup>21</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>

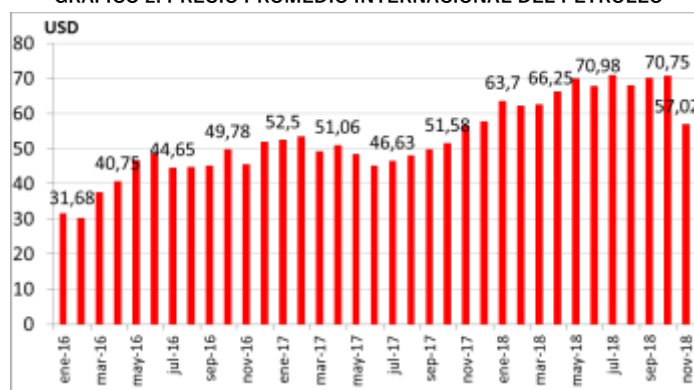
<sup>22</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/preferencias-eeuu-renovaran-mantendra-comercio.html>

<sup>23</sup> <https://alnavio.com/noticia/14386/economia/lenin-moreno-estimula-la-inversion-privada-para-elevar-la-produccion-de-petroleo.html>

<sup>24</sup> <https://www.lahora.com.ec/noticia/1102185313/contratos-de-8-campos-petroleros-garantizaran-50-de-beneficios-para-ecuador>

<sup>25</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/Hidrocarburos/indice.htm>

GRÁFICO 2: PRECIO PROMEDIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO



Fuente: Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA)<sup>26</sup> / Elaboración: Class International Rating

El total de **recaudación tributaria acumulado** sin contribuciones solidarias hasta octubre de 2018 sumó USD 12.038,34 millones, siendo un 8,29% superior a lo registrado entre enero-octubre 2017 (USD 11.116,62 millones). Entre los impuestos con mayor aporte destacan, el Impuesto al Valor Agregado (IVA de importaciones y de operaciones internas) con USD 5.558,70 millones, el Impuesto a la Renta (IR) con USD 3.975,39 millones, el Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) con USD 987,45 millones, y el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE de importaciones y de operaciones internas) con USD 833,34 millones<sup>27</sup>.

La **inflación** anual en octubre de 2018 fue de 0,33%, luego de registrarse doce meses consecutivos de inflación anual negativa hasta agosto 2018. Por otro lado, la inflación mensual se ubicó en -0,05%, lo que se debe, principalmente a la disminución en los precios de los segmentos de comunicaciones; muebles, artículos para el hogar y para la conservación ordinaria del hogar; y, prendas de vestir y calzado.

En referencia al **salario nominal promedio**, en octubre de 2018, alcanzó USD 450,26<sup>28</sup>; mientras que el **salario unificado nominal** fue fijado en USD 386,00; reflejando un incremento frente a los rubros del año 2017 (USD 437,44 y USD 375,00 respectivamente). En términos reales, el indicador del salario real, que mide la cantidad de bienes que se puede adquirir con el salario nominal promedio, se ubicó en 106,92 para este mes<sup>29</sup>. En cuanto al costo de la canasta básica familiar a octubre de 2018, ésta se ubicó en USD 714,31<sup>30</sup>, mientras el ingreso familiar mensual con 1,60 perceptores es de USD 720,53 sin incluir fondos de reserva, es decir, presenta una cobertura del 100,87% del costo de la canasta

En relación a los indicadores laborales a septiembre de 2018, se observó que el 71,1% de la población nacional se encuentra en edad de trabajar, de ésta el 68,1% se encuentra económicamente activa (8,27 millones de personas); para el mismo periodo se aprecia que el **empleo bruto nacional** se ubicó en 65,4% (66,0% a septiembre de 2017); la tasa de **desempleo** nacional alcanzó 4,0% (4,1% a septiembre de 2017); y el **empleo adecuado**, fue de 39,6%, inferior en 0,8% al registrado en septiembre de 2017 (40,4%)<sup>31</sup>. De manera técnica, las variaciones en las cifras laborales no son estadísticamente significativas, es decir, que los indicadores se mantienen estables en relación a agosto de 2017<sup>32</sup>. Para la institución Cordes, son importantes las señales económicas que envíe el Gobierno para que crezca la economía, pero ya no con base en el endeudamiento y el gasto público, sino que se tomen medidas para restar rigidez al mercado laboral<sup>33</sup>.

La **pobreza** a nivel nacional, medida por ingresos, se ubicó en 24,5% a junio de 2018; el resultado anterior presentó un incremento de 1,4% con respecto al mismo periodo del año previo. Por su parte, la pobreza extrema fue de 9,0% a junio de 2018, reflejando un incremento de 0,6% en relación a junio de 2017. La ciudad que mayor nivel de pobreza presentó fue Guayaquil (14,1%) y Quito la que presenta mayor pobreza extrema

<sup>26</sup> [https://www.eia.gov/dnav/pet/pet\\_pri\\_spt\\_s1\\_m.htm](https://www.eia.gov/dnav/pet/pet_pri_spt_s1_m.htm)

<sup>27</sup> <http://www.sri.gob.ec/web/guest/estadisticas-generales-de-recaudacion>

<sup>28</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/CifrasEconomicas/cie201810.pdf>

<sup>29</sup> Es el valor del salario nominal promedio dividido para el índice de precios al consumidor del mes de referencia. Está expresado como índice cuya base es 2014=100.

<sup>30</sup> [http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2018/Octubre-2018/Boletin\\_tecnico\\_10-2018-IPC.pdf](http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2018/Octubre-2018/Boletin_tecnico_10-2018-IPC.pdf)

<sup>31</sup> [http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Septiembre-2018/092018\\_Mercado%20Laboral.pdf](http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/2018/Septiembre-2018/092018_Mercado%20Laboral.pdf)

<sup>32</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/10/16/nota/7002953/ecuador-cifras-empleo-desempleo-empleo-adecuado-se-mantienen>

<sup>33</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/07/17/nota/6863150/mas-160000-pierden-empleo-pleno>



(4,6%), mientras que Cuenca es la que presenta menor tasa de pobreza (2,8%) y menor pobreza extrema (0,2%). La pobreza difiere en las zonas rurales, donde este indicador triplica al obtenido en las ciudades<sup>34</sup>. Según el INEC, la pobreza en el área rural alcanzó el 43,0% en junio del 2018. Cabe señalar que, para la medición de la pobreza, el INEC compara el ingreso per cápita familiar con la línea de pobreza y pobreza extrema, que en el mes de junio de 2018 se ubicaron en USD 84,72 y USD 47,74 mensuales por persona respectivamente<sup>35</sup>.

De acuerdo a la información publicada por el Banco Central del Ecuador, las **tasas de interés referenciales** no han presentado mayores cambios, es así que la tasa pasiva referencial mensual fue de 5,32% para noviembre de 2018, mientras que la tasa activa referencial mensual fue de 8,47%; existiendo un spread de tasas activas y pasivas de 3,15%<sup>36</sup>.

En lo que respecta a la evolución de la oferta **crédito** en el sistema financiero nacional, durante el tercer trimestre 2018, los bancos y mutualistas, fueron más restrictivos en el otorgamiento de los créditos productivo y microcréditos, dado que el saldo entre los bancos menos y más restrictivos, fue negativo. En cambio, los créditos de consumo fueron menos restrictivos y para vivienda el saldo fue nulo. Por su parte, las cooperativas fueron menos restrictivas en microcrédito y más restrictivas en consumo y vivienda<sup>37</sup>.

El flujo de **remesas** que ingresó al país el II trimestre de 2018 totalizó USD 767,31 millones, cifra superior en 7,31% con respecto al I trimestre de este año y mayor en 9,79% en relación al II trimestre del 2017. El incremento se atribuye de manera especial al crecimiento y dinamismo de la economía estadounidense y por la acentuación de su política migratoria, que presionó a los migrantes a remitir más recursos. Al II trimestre de 2018, el 90,74% del total de remesas recibidas provinieron de Estados Unidos (USD 438,24 millones), España (USD 196,90 millones), Italia (USD 39,08 millones) y México (USD 22,04 millones). Guayas, Azuay y Pichincha concentraron el 64,90% del total de remesas (USD 497,96 millones)<sup>38</sup>.

Los flujos de **inversión extranjera directa (IED)** para el segundo trimestre de 2018 fueron de USD 205,01 millones; monto superior en 8,58% al registrado en su similar periodo en el 2017 (que alcanzó USD 188,81 millones). La mayor parte de la IED se canalizó principalmente a ramas productivas como: explotación de minas y canteras, transporte, almacenamiento y comunicaciones, industria manufacturera y servicios prestados a empresas. Por país de origen, los flujos de IED provienen principalmente de México, España, Canadá, Chile, China, Uruguay, Estados Unidos, Francia, y otros<sup>39</sup>.

Al mes de octubre de 2018, de acuerdo con información presentada por el Ministerio de Finanzas, el saldo de la **deuda externa pública** fue de USD 35.192,7 millones, monto que incluye el saldo final más atrasos de intereses. Esta cifra fue un 12,79% superior con respecto a octubre de 2017 (USD 31.205,7 millones), mientras que el saldo de **deuda externa privada** hasta septiembre 2018 fue de USD 8.013,3 millones, que equivale al 7,32% del PIB<sup>40</sup>, conforme datos reportados por el Banco Central del Ecuador. Considerando la **relación deuda/PIB**, al mes de octubre de 2018, según datos del Ministerio de Finanzas del Ecuador, la deuda pública consolidada (externa e interna) se encontró en 44,8% del PIB<sup>41</sup>, superando el límite del 40% del PIB. De acuerdo con el Ministro de Finanzas, el país tiene cerca de USD 48.000 millones de deuda total entre externa e interna, y si se considera las otras obligaciones (venta anticipada de petróleo) se añadirían cerca de USD 10.000 millones adicionales, que bordearían el 57% del PIB<sup>42</sup>.

La acumulación de **reservas internacionales** en los últimos años ha sido variable, es así que para diciembre de 2016 se incrementaron a USD 4.259 y disminuyeron a USD 2.451 millones en 2017. Los principales ingresos de la Reserva Internacional son: recaudación de impuestos, exportaciones de petróleo y derivados, emisión de

<sup>34</sup> <http://www.elcomercio.com/actualidad/ecuatorianos-cifras-pobreza-inec-2018.html>

<sup>35</sup> [http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Junio-2018/Informe\\_pobreza\\_y\\_desigualdad-junio\\_2018.pdf](http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/POBREZA/2018/Junio-2018/Informe_pobreza_y_desigualdad-junio_2018.pdf)

<sup>36</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indexe.htm>

<sup>37</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/home1/economia/tasas/ET-ODC-IIIT-2018.pdf>

<sup>38</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/Remesas/ere201802.pdf>

<sup>39</sup> <https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/InversionExtranjera/Directa/indexe.htm>

<sup>40</sup> La relación en 2018 se establece con un PIB de USD 109.453,3 millones, según última previsión de cifras del BCE.

<sup>41</sup> <https://www.finanzas.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2018/11/Bolet%C3%ADn-Deuda-P%C3%BAblica-Octubre-2018.pdf>

<sup>42</sup> <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/ecuador-deuda-publica-martinez>



deuda interna, depósitos de los gobiernos locales, desembolsos de deuda externa y exportaciones privadas, entre otros. Al 23 de noviembre de 2018 el saldo de reservas internacionales alcanzó los USD 2.758,72 millones.

La calificación crediticia de Standard & Poor's para Ecuador se sitúa en B- con perspectiva estable. En la última revisión de este indicador se mantuvo esta calificación, donde se resalta que el Gobierno se ha embarcado en medidas de ajuste que buscan reducir gradualmente el déficit fiscal del país, pese a que persisten desafiantes perspectivas fiscales y restricciones en su acceso al financiamiento externo<sup>43</sup>.

Por otro lado, entre las medidas evaluadas en la Ley de Fomento Productivo, es el de incentivos tributarios; entre ellos, la exoneración por 15 años del impuesto a la renta a las nuevas inversiones en industrias básicas<sup>44</sup>. El déficit del presupuesto del Estado entre enero y septiembre de 2018 se redujo en USD 1.664 millones, es decir un 57% en relación al mismo periodo del 2017, lo cual significa que las necesidades de financiamiento del presupuesto general del Estado se reducen. De acuerdo con las cifras del Ministerio de Finanzas, se estima alcanzar un déficit global del 4,1% del PIB y un déficit primario del 1,2% para finales del 2018<sup>45</sup>. Además, entre las medidas del Plan de Prosperidad 2018-2021, se cuentan la reducción del subsidio de la gasolina súper y la optimización del subsidio industrial<sup>46</sup>.

## Riesgo del Negocio

### Descripción de la Compañía

Colegio Menor CMSFQ S.A. es un colegio privado bilingüe, que ofrece servicios de educación escolarizada desde guardería hasta décimo segundo grado (estudiantes desde 3 hasta 18 años). En 2013, el colegio decidió expandir sus operaciones a la ciudad de Guayaquil, específicamente en Samborondón.

El plazo social de la compañía vence en noviembre del año 2050. Su objeto social es brindar servicios de educación y enseñanza en todos los niveles permitidos por la Ley, podrá además administrar centros de enseñanza como colegios, escuelas, preescolares y guarderías. Conforme lo señalado, la compañía provee servicios de educación, los cuales son asumidos y pagados por los respectivos representantes de los estudiantes.

El Colegio Menor es uno de los colegios más importantes de Quito, cuyos graduados han ingresado a las universidades más prestigiosas de América del Norte, América del Sur y Europa.

### Propiedad, Administración y Gobierno Corporativo

El capital social de Colegio Menor CMSFQ S.A., al 30 de septiembre de 2018, fue de USD 2,36 millones, monto que está constituido por 2'361.000 acciones con un valor nominal de USD 1,00 cada una.

CUADRO 9: ACCIONISTAS

| Nombre                                    | Capital (USD)       | Participación  |
|-------------------------------------------|---------------------|----------------|
| RIBADENEIRA TERAN JUAN JOSÉ               | 418.094,00          | 17,71%         |
| RIBADENEIRA TERÁN MARÍA GABRIELA          | 418.094,00          | 17,71%         |
| GANGOTENA GONZÁLEZ SANTIAGO EMILIO        | 393.501,00          | 16,67%         |
| MONTÚFAR GANGOTENA SEBASTIÁN GABRIEL      | 229.544,00          | 9,72%          |
| MONTÚFAR GANGOTENA CARLOS CRISTÓBAL       | 229.541,00          | 9,72%          |
| MONTÚFAR GANGOTENA CRISTÓBAL              | 229.541,00          | 9,72%          |
| MONTÚFAR GANGOTENA GABRIEL                | 229.541,00          | 9,72%          |
| RIBADENEIRA FERNÁNDEZ SALVADOR JOSÉ MARÍA | 147.562,00          | 6,25%          |
| MONTÚFAR BARBA FREILE CARLOS              | 65.582,00           | 2,78%          |
| <b>Total</b>                              | <b>2.361.000,00</b> | <b>100,00%</b> |

Fuente: COLEGIO MENOR CMSFQ S.A. / Elaboración: Class International Rating

<sup>43</sup> [https://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505](https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2046505)

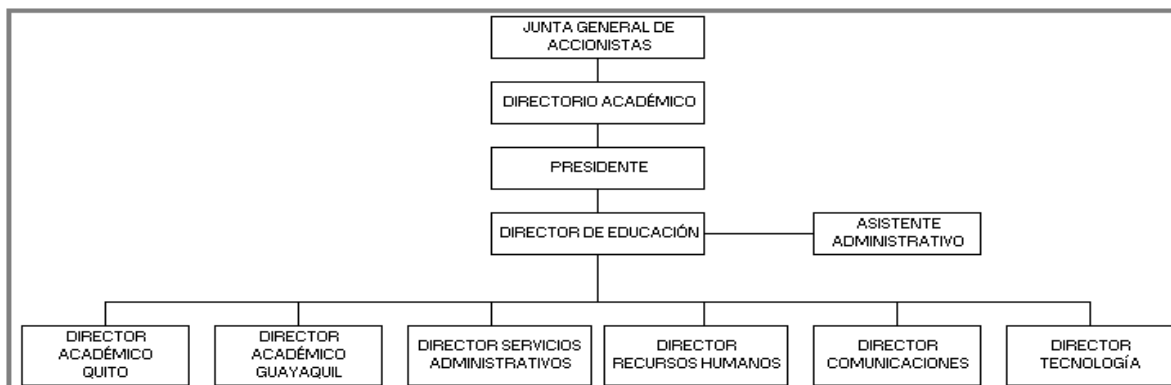
<sup>44</sup> <https://www.elcomercio.com/actualidad/leyeconomica-asamblea-aplicacion-ejecutivo-debate.html>

<sup>45</sup> <https://www.elcomercio.com/actualidad/deficit-fiscal-baja-enero-septiembre.html>

<sup>46</sup> <https://www.eluniverso.com/noticias/2018/09/13/nota/6950837/deficit-fiscal-9967-millones-hasta-agosto>

En cuanto a su administración y de acuerdo al organigrama, COLEGIO MENOR CMSFQ S.A. está encabezada por la Junta General de Accionistas, seguida por el Directorio Académico, el Presidente y el Director de Educación, más las diferentes áreas conforme se aprecia a continuación.

GRÁFICO 3: ORGANIGRAMA DE COLEGIO MENOR CMSFQ S.A.



Fuente: COLEGIO MENOR CMSFQ S.A. / Elaboración: Class International Rating

La trayectoria y el reconocimiento de COLEGIO MENOR CMSFQ S.A. en el campo en que desarrolla sus actividades, es el resultado, entre otras cosas, de la acertada administración, fruto de la experiencia de sus principales ejecutivos, los mismos que se presentan en el siguiente cuadro:

CUADRO 10: PRINCIPALES EJECUTIVOS

| Cargo                                                            | Nombre             |
|------------------------------------------------------------------|--------------------|
| GERENTE GENERAL                                                  | SEBASTIÁN MONTÚFAR |
| REPRESENTANTE LEGAL                                              |                    |
| RECTOR                                                           |                    |
| PRESIDENTE DE LA COMPAÑÍA                                        | JOSÉ RIBADENEIRA   |
| DIRECTOR GENERAL / RESPONSABLE DE ASUNTOS ACADÉMICOS DEL COLEGIO | MICHAEL SCHRAMM    |
| DIRECTORA ADMINISTRATIVA Y FINANCIERA                            | MARY ROMERO        |

Fuente: COLEGIO MENOR CMSFQ S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Gobierno Corporativo

La compañía no cuenta con un Gobierno Corporativo formalmente definido; sin embargo, cuenta con un Directorio Académico y una estructura organizacional establecida, que incluye sistemas de información y una adecuada planificación en su organización, los mismos que le permiten identificar tempranamente riesgos financieros y operativos, así como el determinar su magnitud, lo cual le brinda la capacidad de proponer, implementar, ejecutar y controlar medidas de mitigación.

## Empleados

Al 30 de septiembre de 2018, COLEGIO MENOR CMSFQ S.A. empleó 445 personas (434 a marzo de 2018), distribuidas en el área docente y administrativa (que incluye Servicios Generales). El 78,88% de colaboradores pertenecen al área académica.

Es relevante indicar que los empleados de la compañía no han conformado Sindicato o Comité de empresa alguno, que pudieran afectar sus operaciones normales.

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 Emisor, la calificación de su personal, sistemas de administración y planificación, además expresa que se observa consistencia en la conformación accionaria. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado

cumplimiento con lo estipulado en los literales e y f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

### **Empresas vinculadas o relacionadas**

El Colegio Menor no posee acciones en otras compañías y tampoco reportó vinculación de tipo administrativa.

### **Otros Aspectos Cualitativos de la Empresa**

#### **Clientes**

COLEGIO MENOR CMSFQ S.A. presta servicios de educación a través del Colegio Menor San Francisco de Quito y del Colegio Menor Santiago de Guayaquil. En la actividad educativa los clientes son los estudiantes, cuyos padres o representantes son los responsables del pago por los servicios recibidos.

Según lo reportado por los ejecutivos del colegio, la relación con los clientes (padres de familia y estudiantes de los colegios) es estable y de largo plazo. El porcentaje de deserción es menor al 1% durante los últimos 20 años.

Los valores por los servicios deben ser cancelados los primeros 5 días de cada mes, a través de los siguientes canales:

- Con tarjeta de crédito, diferido hasta 10 meses plazo, a través del botón de pagos disponible en internet.
- Depósito en ventanillas, a través del Cash Management de los bancos Pichincha y Produbanco a nivel nacional.
- Transferencia bancaria.
- En caso de retiro del estudiante durante el año escolar, el valor de pensiones, servicios educativos, transporte y seguro se devolverá en forma proporcional a los meses no asistidos.

La política de cobros de servicios recomienda al representante del estudiante, si en algún momento la familia está atravesando alguna dificultad financiera que impida o retrase los pagos, proponga un plan de pagos al Departamento Financiero. En caso de no cumplirse el calendario establecido para el pago de cualquier servicio, el colegio procederá de la siguiente manera:

- A los 30 días vencidos se notificará al padre por escrito.
- A los 60 días se llamará al padre a una reunión y se le pedirá que plantee un plan de pagos.
- Pasados los 90 días de mora, el colegio suspenderá los servicios complementarios y podrá cobrar intereses de mora a la tasa de interés vigente del Banco Central.
- Pasados los 180 días, el colegio podría negar la matrícula para el siguiente año escolar.

El análisis de cuentas por cobrar estudiantes, sin tomar en cuenta las provisiones para cuentas incobrables, revela que dentro de su cartera por vencer incluye la cartera vencida hasta 30 días, por ser considerada normal dentro de la práctica común.

La cartera por vencer representa una tendencia decreciente en su representación sobre la cartera total de la compañía, desde el 95,98% en 2014 hasta el 86,37% en 2017 y el 40,27% a septiembre de 2018. El traslado de la cartera por vencer a cartera vencida se concentró en la cartera vencida a más de 360 días, que a septiembre de 2018 representó el 25,87% de la cartera total. En la cartera vencida de 91 a 180 días se presentó una tendencia creciente desde 1,42% de la cartera total en 2014 hasta 5,46% en 2017 y 20,48% a septiembre de 2018. Lo anterior muestra un deterioro en la cartera, que la compañía debe atender a la brevedad posible, con la finalidad de evitar un mayor deterioro y un posible riesgo de incobrabilidad.

## Proveedores

Al ser una compañía prestadora de servicios de educación, COLEGIO MENOR CMSFQ S.A. no requiere un abastecimiento permanente por parte de proveedores externos, la empresa presta sus servicios con participación laboral.

Los proveedores más relevantes son de: Transporte, alimentación y seguros.

## Estrategias y Políticas de la Empresa

### Política de Precios

El valor de las pensiones que cobran el Colegio Menor San Francisco de Quito y el Colegio Menor Santiago de Guayaquil, está determinado por la Resolución correspondiente, que para tal efecto emite el Ministerio de Educación cada año lectivo.

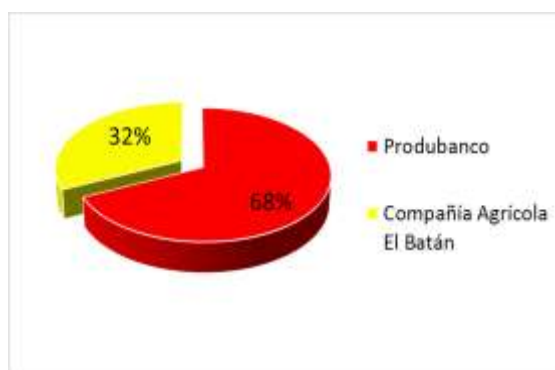
### Política de Financiamiento

COLEGIO MENOR CMSFQ S.A. históricamente (2014–2017) ha fondeado sus actividades principalmente con recursos de terceros, los pasivos de la compañía han oscilado alrededor de un promedio del 60,01% de los activos. Al cierre de diciembre de 2017 el financiamiento con pasivos se ubicó en el 57,01% de los activos, mientras que en septiembre de 2018 lo hicieron en un 70,36%.

La deuda financiera al cierre de 2017, financió el 27,85% de los activos, y en septiembre de 2018 subió a 29,44%. El incremento de la deuda financiera a septiembre de 2018 se debió al crecimiento de Obligaciones con instituciones financieras a largo plazo respecto a diciembre de 2017.

Desde el inicio del periodo analizado la empresa registra dentro de su deuda financiera, créditos otorgados por PRODUBANCO con el propósito de financiar la infraestructura de los colegios, tanto de Quito como de Guayaquil. También incluye el financiamiento de los terrenos donde se asienta el Colegio Menor Santiago de Guayaquil, otorgado por la Compañía Agrícola El Batán en diciembre de 2012, a un plazo de 10 años.

GRÁFICO 4: COMPOSICIÓN DEUDA FINANCIERA (SEPTIEMBRE 2018)



Fuente: COLEGIO MENOR CMSFQ S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Responsabilidad Social y Ambiental

Colegio Menor San Francisco de Quito tiene un calendario de actividades que incluye servicio comunitario, capacitación, aporte monetario y donación de muebles, equipos y libros. Se destacan el apoyo monetario entregado a la Red Escolar Autónoma Rural Interoceánica, para el pago de un docente auxiliar en la escuela José María Urbina desde 2014, y el proyecto de servicio a la comunidad de Cumbayá y Tumbaco, que contempla la ejecución de programas de capacitación a los docentes de los distintos centros de enseñanza públicos de la zona, con la participación de profesores del colegio y la colaboración de los docentes extranjeros

que forman parte del programa de intercambio cultural contemplado en el Convenio de Cooperación entre el Ministerio de Relaciones Exteriores y el Colegio Menor. Paralelamente, el colegio llevaría a cabo campañas de recolección y donación de material didáctico para los centros de enseñanza de Cumbayá y Tumbaco.

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

Colegio Menor CMSFQ S.A. es una sociedad anónima regida por las leyes ecuatorianas y cuyo ente de control es la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Asimismo, se encuentra sujeta a la regulación de otros organismos de control como el Servicio de Rentas Internas, la Corporación Aduanera Ecuatoriana, el Ministerio de Educación, el Ministerio de Relaciones Laborales, el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social, el Instituto Ecuatoriano de la Propiedad Intelectual e incluso la Defensoría del Pueblo, entre otras. Adicionalmente se debe indicar que el Colegio Menor está acreditado por AdvancED desde el año 2008.

## Riesgo Legal

Según información remitida por el asesor legal de COLEGIO MENOR CMSFQ S.A., no existen litigios ni contingentes que afecten las operaciones normales de la compañía.

## Liquidez de los títulos emitidos

Dado que aún no han existido colocaciones de los títulos del Fideicomiso Mercantil Irrevocable "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR" todavía no se cuenta con la información necesaria para evaluar la liquidez de los mismos.

El Colegio Menor CMSFQ S.A. emitió su primer proceso de titularización en el Mercado de Valores en el año 2018, el siguiente cuadro contiene el detalle de la emisión que se encuentra vigente.

CUADRO 11: EMISIONES REALIZADAS POR COLEGIO MENOR CMSFQ S.A. (SEPTIEMBRE 2018, USD)

| Instrumento           | Año Emisión | Resolución Aprobatoria          | Monto Autorizado | Monto Colocado | Saldo de Capital |
|-----------------------|-------------|---------------------------------|------------------|----------------|------------------|
| Titularización Flujos | 2018        | SCVS.IRQ.DRMV.SAR.2018.00004796 | 5.000.000,00     | 0,00           | 0,00             |

Fuente: COLEGIO MENOR CMSFQ S.A./ Elaboración: Class International Rating

## Presencia Bursátil

De acuerdo con lo dispuesto por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, se incluye para el análisis de la presencia bursátil, la referencia de las transacciones realizadas en las Bolsas de Valores, siendo la fórmula utilizada la siguiente:

Presencia Bursátil = Número de días Negociados Mes / Número de Ruedas Mes.

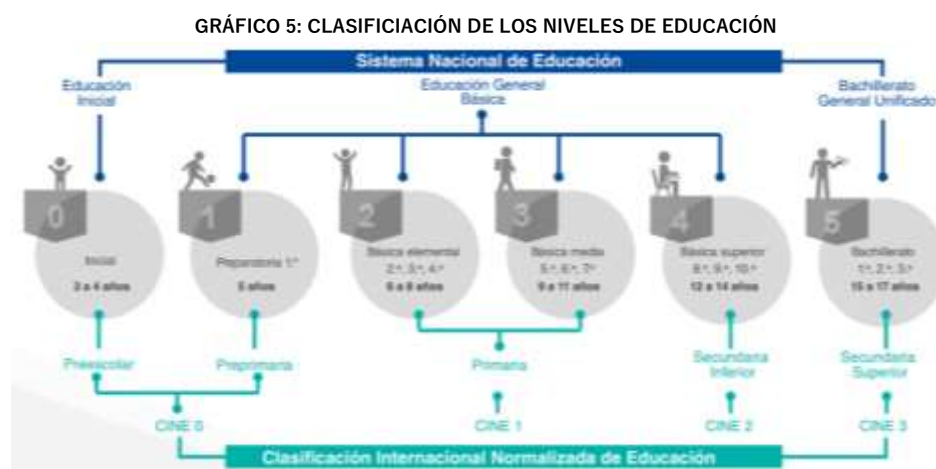
Según lo mencionado por la Bolsa de Valores, no han existido negociaciones en el mercado primario y secundario durante el periodo abril 2018 a septiembre 2018 para los valores de la titularización sujetos de calificación en el presente informe; por lo que no se puede calcular dicho indicador al corte mencionado.

Sobre la base de lo analizado y detallado, CLASS INTERNATIONAL RATING Calificadora de Riesgos S.A., observó y analizó la presencia bursátil. Por lo señalado, Class International Rating Calificadora de Riesgos S.A., ha dado cumplimiento con lo estipulado en el literal f del Artículo 19, Sección II, Capítulo II, Título XVI del Libro II, de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras de Valores y de Seguros.

## Situación del Sector

En Ecuador, La obligatoriedad de la educación en los niveles inicial, básico y bachillerato se establece en el artículo 28 de la Constitución. En la práctica estos niveles son denominados por el Sistema Nacional de Educación como Educación Inicial, Educación General Básica, EGB, y Bachillerato General Unificado, BGU, y

pueden equipararse con los niveles de la Clasificación Internacional Normalizada de Educación, CINE, a continuación un detalle de lo mencionado<sup>47</sup>:



Por otro lado, en el reporte anual del Ministerio de Educación<sup>48</sup> el número de matriculados tanto de nivel primario (niños de 6 a 11 años) y nivel secundario (adolescentes de 15 a 17 años) es de 2'668.176 aproximadamente, en donde la mayor proporción se encuentra en la zona urbana, en las ciudades de Guayaquil y Quito<sup>49</sup>.

Las instituciones educativas son la infraestructura básica en cada territorio que garantizan las condiciones objetivas necesarias para que se desarrolle el proceso de aprendizaje, además de ser espacios para la formación y el esparcimiento para toda la comunidad<sup>50</sup>.

Por otro lado sobre la calidad educativa en el Ecuador, las iniciales mediciones de la calidad educativa se realizaron en la década de los noventa. El modelo "Aprendo" fue un paso relevante, cuando se valoró a los estudiantes a través de una muestra representativa en Lenguaje y Matemática, los resultados fueron negativos, debido a causas estructurales: la falta de procesos de docentes, especialmente de políticas y estrategias que vinculan a los Institutos Pedagógicos (ex normales), las Facultades de Ciencias de la Educación.

En la primera década del siglo XXI aparecieron otros sistemas de evaluación de la calidad. Uno de ellos fue "SíProfe", que amplió su radio de acción a la evaluación de los profesores. Las inversiones en este periodo fueron importantes: se triplicó del presupuesto de educación 2008-2014, en relación con otros gobiernos. Pese a este logro, el Informe de Progreso Educativo 2010 elaborado por Grupo Faro, Fundación Ecuador y PREAL, destacó la prevalencia problema central de la educación ecuatoriana: la baja calidad en Lenguaje y Matemática. Pero también hay que mencionar las últimas mediciones realizadas por la UNESCO-Pruebas TERCE, Tercer Estudio Regional Educativo, que ubican al Ecuador en el puesto 7 entre 14 países consultados.

La mejora del desempeño escolar es evidente pero siguen afectando otros factores asociados a los aprendizajes: el nivel socioeconómico, el apoyo de las familias, la asistencia previa a la educación preescolar o inicial, la práctica docente, las múltiples formas de violencia y la pertenencia a pueblos indígenas o afro descendientes<sup>51</sup>.

El sector educativo ha cambiado en los últimos años y se encuentra en un proceso de reestructuración y planeación. Desde el año 2010 la planificación pública hacia el sector educativo tiene como objetivo implantar y mejorar la educación pública en el Ecuador; por lo cual varios proyectos a escala nacional se aprobaron y se

<sup>47</sup> [http://www.evaluacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2016/12/CIE\\_ResultadosEducativos-RetosExcelencia201611301.pdf](http://www.evaluacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2016/12/CIE_ResultadosEducativos-RetosExcelencia201611301.pdf)

<sup>48</sup> Fuente: Encuesta nacional de empleo, desempleo y subempleo (ENEMDU), Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC). Información más actualizada: diciembre de 2016.

<sup>49</sup> <https://educacion.gob.ec/indice-de-indicadores/>

<sup>50</sup> [http://www.evaluacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2016/12/CIE\\_ResultadosEducativos-RetosExcelencia201611301.pdf](http://www.evaluacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2016/12/CIE_ResultadosEducativos-RetosExcelencia201611301.pdf)

<sup>51</sup> <http://www.elcomercio.com/blogs/la-silla-vacia/calidad-educativa-enfoques-desafios-estructurales.html>



encuentran en proceso en la actualidad. Por otro lado es urgente insistir en algún punto: cómo integrar más la educación al desarrollo humano. El buen vivir establecido en la Constitución es todavía una intención. Urge una política, y sí es necesaria una ley que fortalezca la calidad de los aprendizajes; la incorporación a las pruebas PISA, que vinculan expresamente la evaluación (en ciencias, lenguaje y matemática) a la calidad; la decisión sobre las competencias mencionada arriba; y la gestión de la calidad, con la participación activa de las universidades.

En lo que respecta a la oferta educativa, aproximadamente el 78,9% de instituciones educativas son públicas, el 18,1% son privadas y el 3,1% son mixtas. Esto se vincula al hecho de que el mayor número de estudiantes del país se encuentra en establecimientos públicos.

El sector educativo tiene estrictas normas de entrada, que constituyen las barreras del sector, en especial para las instituciones privadas que requieren cumplir con diferentes normativas legales, burocráticas y de capital de inversión para empezar su funcionamiento.

Por otra parte, las instituciones educativas como barrera de salida, tienen que completar el ciclo educativo y cumplir con todos los requerimientos que la ley otorga a empleados, instituciones públicas y municipales.

### **Expectativas**

Junto con el Ministerio de Educación, la Secretaría de Educación Superior, Ciencia, Tecnología e Innovación (SENACYT) implementa el Sistema Nacional de Nivelación y Admisión (SNNA), en el cual los resultados académicos de los estudiantes examinan el nivel académico de cada institución, dentro de este ranking existen 809 instituciones privadas en la ciudad de Quito y dos de ellas forman parte de las listas top de ranking. Si bien existe menor número de instituciones educativas, las normas de calificación académica muestran una mejora en la participación estudiantil durante los últimos 7 años, y se proyecta un aumento participativo en los próximos años.

Así mismo, todavía queda mucho por hacer, pues una de las principales metas en la educación es aumentar sustancialmente la oferta de docentes calificados, así como incrementar la matrícula en educación primaria al 95% (al momento es de 93,9%), extender y mejorar la protección y educación integrales de la primera infancia, objetivos que se encuentran dentro de los objetivos del milenio, así como también del Plan Educación para todos.

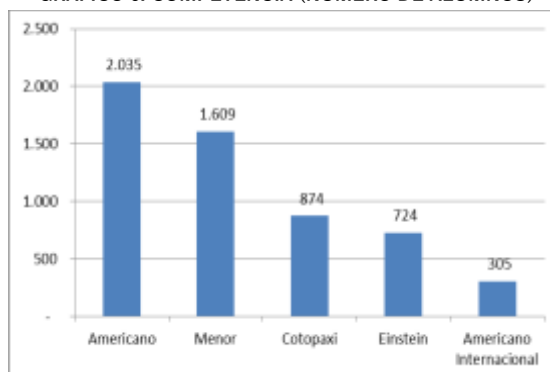
### **Posición Competitiva de la Empresa**

El Colegio Menor San Francisco de Quito y el Colegio Menor Santiago de Guayaquil, son de los colegios más prestigiosos del país. A lo largo de su historia, siempre han mantenido un alto nivel educativo, lo que va respaldado de su excelente personal docente. En el mercado de colegios, sus competidores directos son:

- Academia Cotopaxi.
- Colegio Americano.
- Colegio Alberto Einstein.
- Colegio Internacional de Guayaquil.

El siguiente gráfico, muestra el tamaño de cada Colegio por número de alumnos. El Colegio Americano se encuentra en el primer lugar, con un total aproximado de dos mil alumnos, dividido en Guardería, Pre-Kinder, Kinder, Educación Primaria y Educación Secundaria. A este le sigue Colegio Menor, con la misma división de grados de educación.

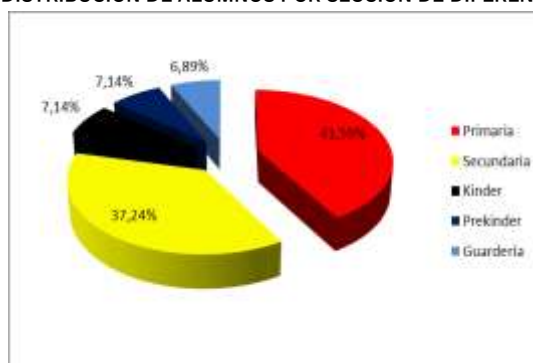
GRÁFICO 6: COMPETENCIA (NÚMERO DE ALUMNOS)



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

En el siguiente gráfico se puede apreciar la distribución del alumnado en los diferentes niveles educativos.

GRÁFICO 7: DISTRIBUCIÓN DE ALUMNOS POR SECCIÓN DE DIFERENTES CENTROS



Fuente: Estructuración Financiera / Elaboración: Class International Rating

Por otro lado, y por considerarse una herramienta que permite visualizar un cuadro de la situación actual de la compañía, es importante incluir a continuación un análisis FODA de Colegio Menor CMSFQ S.A., y así evidenciar los puntos más relevantes tanto positivos como negativos en cuanto a su efecto, así como factores endógenos y exógenos, de acuerdo a su origen.

CUADRO 12: FODA

| FORTALEZAS                                                                                                                                | DEBILIDADES                                                                                                           |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Participación activa y dinámica de la Comunidad Educativa.                                                                                | Existe resistencia de parte de los miembros de la comunidad frente a los cambios permanentes en el sistema educativo. |
| Comunicación permanente con los padres y madres de familia a través de redes de padres y medios electrónicos.                             |                                                                                                                       |
| Convivencia escolar pacífica, resolución de conflictos de acuerdo con regulaciones internas y externas.                                   | Falta de recursos para mejorar la infraestructura deportiva.                                                          |
| Materiales e implementos tecnológicos y pedagógicos para realizar las actividades escolares con éxito.                                    |                                                                                                                       |
| Acreditaciones internacionales que garantizan la calidad de la educación que se imparte en el Colegio Menor.                              | Capacidad instalada llena limita el ingreso de hermanos al colegio.                                                   |
| Bilingüismo en todas las secciones del colegio.                                                                                           |                                                                                                                       |
| Campus estratégicamente ubicados.                                                                                                         |                                                                                                                       |
| Docentes de primer nivel.                                                                                                                 |                                                                                                                       |
| Capacitación permanente a los docentes con la colaboración de la USFQ y otras universidades del exterior.                                 | AMENAZAS                                                                                                              |
| OPORTUNIDADES                                                                                                                             |                                                                                                                       |
| Por el éxito del colegio podemos replicar el modelo educativo a nivel regional y brindar la oportunidad a un mayor número de estudiantes. |                                                                                                                       |
| La calidad académica permite la continuidad de los estudios dentro y fuera del país.                                                      |                                                                                                                       |
| Competir con los colegios acreditados internacionalmente, tanto en el país como en el exterior, y                                         |                                                                                                                       |
|                                                                                                                                           | Inestabilidad Política.                                                                                               |
|                                                                                                                                           | Inestabilidad del sistema jurídico.                                                                                   |
|                                                                                                                                           | Tendencia a la educación a distancia.                                                                                 |
|                                                                                                                                           | Capacidad de pago de los padres de familia.                                                                           |

|                                                    |                                                                              |
|----------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|
| abrir oportunidades de becas para los estudiantes. | Disminución de la oferta de educadores capacitados nacionales y extranjeros. |
|----------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|

Fuente y Elaboración: Class International Rating

### **Riesgo operacional**

En lo referente a la operación de Colegio Menor CMSFQ S.A., existen principalmente riesgos inherentes al factor humano, presentes en toda actividad y determinantes en la eficiencia de las operaciones y del buen uso de los recursos, sean estos materiales, de infraestructura, financieros o informáticos.

Uno de los principales riesgos de la actividad educativa es la deserción del alumnado, no obstante, Colegio Menor CMSFQ S.A. minimiza este riesgo con el alto nivel de la calidad del servicio impartido.

Otro riesgo importante es la desactualización de los programas de estudio, que impediría brindar un servicio de educación de calidad, con la consecuente pérdida de alumnado y afectación a los flujos de la compañía. Colegio Menor CMSFQ S.A. evita este riesgo mediante las acreditaciones internacionales que garantizan la calidad de la educación que se imparte.

Otro factor importante en la gestión de la empresa, es el manejo de información, un factor sensible y de altas repercusiones si llegase a verse afectado. Para mitigar estos eventos, Colegio Menor CMSFQ S.A. cuenta con políticas para el uso de recursos tecnológicos, gestión y respaldo de información.

Por otro lado, con el propósito de cubrir el riesgo por factores externos que puedan afectar eventualmente a los bienes de la compañía, Colegio Menor CMSFQ S.A. mantiene vigentes algunas pólizas de seguro, en los ramos de multirisgo industrial, responsabilidad civil extracontractual, todo riesgo vehículos, fidelidad y, dinero y valores, con vigencias hasta agosto de 2019.

Colegio Menor San Francisco de Quito cuenta con el plan de emergencia, que considera los riesgos de sismos, erupciones volcánicas e incendios, característicos de la zona geográfica en que se encuentra ubicado, y ha sido aprobado por el Cuerpo de Bomberos de Quito.

### **Riesgo Financiero**

El análisis financiero efectuado a **COLEGIO MENOR CMSFQ S.A.**, se realizó en base a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales auditados bajo NIIF de los años 2014, 2015, 2016 y 2017 junto a los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados Integrales internos no auditados, sin notas a los estados financieros, cortados al 30 de septiembre de 2017 y 30 de septiembre de 2018.

### **Análisis de los Resultados de la Empresa**

Los ingresos del colegio presentaron una clara tendencia creciente, es así que pasaron de USD 14,39 millones en 2014 hasta USD 18,72 millones en 2017, puesto que a partir de 2013, con la entrada en operación del Colegio Menor Santiago de Guayaquil, se registraron interesantes incrementos anuales en los ingresos de la compañía. Los ingresos del colegio estuvieron conformados básicamente por pensiones y matrículas e ingresos por transporte.

En los cortes interanuales de igual forma se aprecia un comportamiento similar al evidenciado históricamente, pues luego de haber arrojado USD 12,84 millones en septiembre de 2017 pasó a USD 15,36 millones en septiembre de 2018, producto del incremento en los ingresos por matrículas.

Los costos de ventas presentan una tendencia decreciente desde el 76,68% de los ingresos en 2014 hasta el 74,91% en 2016, no obstante, al cierre de 2017 se registró un ligero incremento ubicándose en 76,75%, comportamiento que va atado a la directriz de sus ingresos. Estos costos estuvieron conformados

principalmente por remuneraciones y beneficios sociales, transporte estudiantes, mantenimiento de edificios y equipos, entre otros.

Para los periodos interanuales los costos de ventas tienen un cambio de tendencia, al pasar de 80,47% en septiembre de 2017 a 76,82% en septiembre de 2018, producto de mejores prácticas para abaratar costos frente al alza de las ventas.

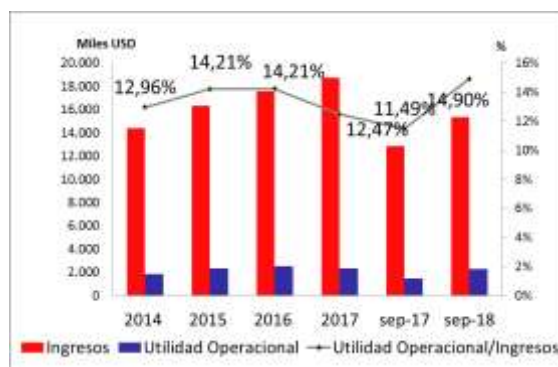
Como consecuencia, el margen bruto presentó una tendencia relativamente estable, pues luego de haberse ubicado en 23,32% de los ingresos en 2014 pasó a 23,25% en diciembre de 2017. Para septiembre de 2018 el margen bruto se ubicó en 23,18% de los ingresos, superior al registrado el año anterior en el mismo periodo (19,53% de los ingresos).

Los gastos operacionales también describieron un comportamiento relativamente estable en su representación sobre los ingresos, con pequeñas variaciones, es así que pasaron de 10,36% en 2014 al 10,78% en 2017, mismos que estuvieron conformados por remuneraciones y beneficios sociales, impuestos y contribuciones, entre otros.

Para septiembre de 2018 los gastos operacionales representaron el 8,28% de los ingresos, debe considerarse que en este corte los gastos operativos no registran un valor por participación de las utilidades a empleados.

Producto del comportamiento de sus costos y gastos, el colegio arrojó una utilidad operativa relativamente estable, puesto que pasó de significar el 12,96% de los ingresos en 2014 a 12,47% en 2017. Para septiembre de 2018 significó el 14,90% de los ingresos.

GRÁFICO 8: UTILIDAD OPERACIONAL E INGRESOS



Fuente: COLEGIO MENOR CMSFQ S.A. / Elaboración: Class International Rating

Después de descontar los gastos financieros, otros ingresos / egresos y los impuestos pertinentes, la compañía arrojó una utilidad neta fluctuante, que pasó de representar el 0,58% de los ingresos en 2014 a 6,91% en 2017.

Al 30 de septiembre de 2018, la utilidad antes de impuestos fue de 14,91%, siendo ligeramente superior con respecto a la registrada en septiembre de 2017, cuando la utilidad representó el 14,18% de los ingresos, debido al registro de mayores gastos financieros.

## Indicadores de Rentabilidad y Cobertura

La utilidad neta disminuida que obtuvo la empresa en 2014 determinó indicadores de rentabilidad inferiores a la unidad, en ese año. A partir de 2015 se aprecia una tendencia decreciente en la rentabilidad sobre el patrimonio, debido al fortalecimiento constante del patrimonio; la rentabilidad sobre activos presentó un comportamiento similar, salvo que en 2017 tuvo una recuperación debido a una ligera disminución en el total de activos.

Para septiembre de 2018, estos indicadores se recuperan levemente frente a lo arrojado en su similar de 2017, gracias al registro de un mejor resultado al final del periodo.

CUADRO 13, GRÁFICO 9: RENTABILIDAD SOBRE ACTIVO Y PATRIMONIO

| Ítem | 2014  | 2015   | 2016   | 2017   |
|------|-------|--------|--------|--------|
| ROA  | 0,35% | 5,11%  | 4,29%  | 4,60%  |
| ROE  | 0,94% | 12,42% | 11,12% | 10,69% |

| Ítem | sep-17 | sep-18 |
|------|--------|--------|
| ROA  | 4,62%  | 4,72%  |
| ROE  | 14,32% | 15,91% |



Fuente: COLEGIO MENOR CMSFQ S.A. / Elaboración: Class International Rating

El EBITDA (acumulado) presentó similar comportamiento que la utilidad operacional; pasando de significar un 19,79% de los ingresos en 2014 a un 18,96% en 2017, lo que evidencia la capacidad de generación de flujos por parte del colegio.

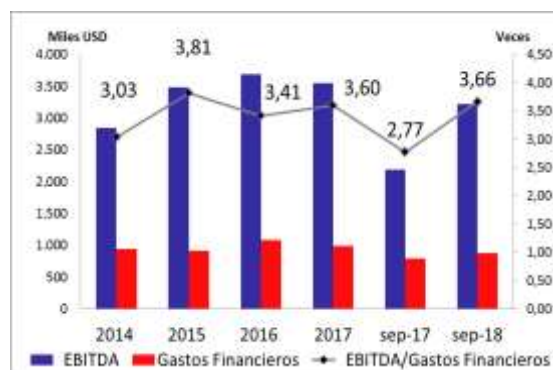
En los cortes interanuales se registró un aumento en su EBITDA (acumulado), pasando de representar un 17,00% de los ingresos en septiembre de 2017 a un 20,97% en septiembre de 2018, gracias al crecimiento de su margen operativo.

Por lo mencionado, el colegio presentó una cobertura positiva y holgada a lo largo de todo el periodo analizado, indicativo de que la generación de recursos propios es suficiente para que cumpla con sus compromisos.

CUADRO 14, GRÁFICO 10: EBITDA Y COBERTURA (miles USD)

| Ítem                                               | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  |
|----------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| EBITDA                                             | 2.847 | 3.482 | 3.688 | 3.549 |
| Gastos Financieros                                 | 939   | 913   | 1.080 | 986   |
| Cobertura EBITDA/<br>Gastos Financieros<br>(veces) | 3,03  | 3,81  | 3,41  | 3,60  |

| Ítem                                         | sep-17 | sep-18 |
|----------------------------------------------|--------|--------|
| EBITDA                                       | 2.184  | 3.221  |
| Gastos Financieros                           | 789    | 879    |
| Cobertura EBITDA/ Gastos Financieros (veces) | 2,77   | 3,66   |



Fuente: COLEGIO MENOR CMSFQ S.A. / Elaboración: Class International Rating

## Capital Adecuado Activos

Los activos totales de la compañía presentaron una tendencia general creciente a partir del año 2014, pues pasaron de USD 23,88 millones en ese año a USD 28,14 millones en 2017 y USD 48,55 millones a septiembre de 2018. El rubro determinante en los incrementos del activo desde 2015 fue propiedad planta y equipo (infraestructura física correspondiente al Colegio Menor Santiago de Guayaquil).

La estructura de los activos determina una mayor presencia de aquellos de tipo no corriente a lo largo de todo el periodo analizado, aunque con tendencia decreciente desde el 89,69% en 2014 hasta el 80,81% en 2016.

Posteriormente, el crecimiento de la infraestructura del colegio en Guayaquil determinó el repunte de los activos no corrientes en 2017, llegando a representar el 93,66% de los activos totales (a septiembre de 2018 representaron el 66,81%).

La infraestructura con la que cuentan los colegios desde 2015 representa la totalidad de los activos no corrientes, es así que el rubro más importante de los activos es Propiedad, planta y equipo. Es importante mencionar que a partir de 2013 la compañía viene realizando una importante inversión en la infraestructura del Colegio Menor Santiago de Guayaquil.

Dentro de los activos no corrientes la compañía registró derechos fiduciarios en 2012 y 2013<sup>52</sup>, desde 2014 aparece cancelada esta cuenta; y hasta 2014 registró impuestos diferidos (Otros activos), a partir de 2015 ya no se registró un saldo para esta cuenta.

Los activos corrientes de la compañía presentan una tendencia creciente desde USD 2,46 millones (10,31% del total de activos) en 2014 hasta USD 5,41 millones (19,19% del total de activos) en 2016. A diciembre de 2017 disminuyen a USD 1,78 millones (6,34% del total de activos) debido a la reducción en Efectivo y equivalentes y Cuentas por cobrar estudiantes, para luego repuntar al cierre de septiembre de 2018 hasta USD 16,11 millones (33,19% del total de activos) producto del aumento de otras cuentas por cobrar y de la recuperación de Efectivo y equivalentes.

Las cuentas más representativas de los activos corrientes son Efectivo y equivalentes y Cuentas por cobrar estudiantes, alternándose en primero y segundo lugar. En 2017 Cuentas por cobrar estudiantes representó el 3,13% de los activos y Efectivo y equivalentes el 1,17%, para septiembre de 2018 las posiciones se invirtieron y Efectivo y equivalentes representó el 6,29% y Cuentas por cobrar estudiantes el 1,31%, sin embargo el primer lugar en representación lo ocupó otras cuentas por cobrar (24,56%), fruto del aumento en las cuentas por cobrar con tarjeta de crédito.

## **Pasivos**

Colegio Menor CMSFQ S.A., registra una estructura de financiamiento en la que prevalece su pasivo, es así que al 31 de diciembre de 2017 el total de pasivos financió el 57,01% de los activos, mientras que a septiembre de 2018 lo hizo en un 70,36%, en donde sus cuentas más representativas fueron los préstamos de largo plazo con el 21,68% de los activos (27,92% a septiembre de 2018) y los ingresos diferidos (10,51% en 2017 y 28,66% a septiembre de 2018, considerando corrientes y no corrientes), correspondientes a las pensiones de los alumnos, canceladas de manera anticipada por sus representantes.

En su estructura, en 2014 los pasivos estuvieron compuestos principalmente por aquellos de tipo no corriente (44,27% de los activos), en este año la compañía contrató en mayor medida crédito bancario a largo plazo en virtud de los activos que estaba financiando, principalmente con las construcciones realizadas en el Colegio Menor Santiago de Guayaquil; a partir de entonces se presentó una tendencia decreciente en el financiamiento de activos con pasivo no corriente, hasta el 37,28% en 2017, mientras que los pasivos corrientes lo hicieron en un 19,72%.

A septiembre de 2018 los pasivos no corrientes llegaron a financiar el 36,37% de los activos, debido principalmente a la contratación de préstamos bancarios a largo plazo, recursos siempre destinados a financiar la infraestructura del colegio ubicado en Guayaquil. Por su parte los pasivos corrientes financiaron a los activos en un 33,39%.

La deuda financiera al cierre de 2017, financió el 27,85% de los activos, y en septiembre de 2018 subió a 29,44%, debido a los préstamos a largo plazo ya mencionados. Desde el inicio del periodo analizado la empresa registra dentro de su deuda financiera, créditos otorgados por PRODUBANCO con el propósito de financiar la infraestructura de los colegios, tanto de Quito como de Guayaquil. También incluye el financiamiento de los

<sup>52</sup> Derechos fiduciarios que mantenían los constituyentes del Fideicomiso Santa Inés, que a su vez consta como aporte del patrimonio autónomo del Fideicomiso Colegio Menor – Flujos. Compra que fue cancelada en su mayoría mediante compensación de la cuenta por cobrar accionistas.



terrenos donde se asienta el Colegio Menor Santiago de Guayaquil, otorgado por la Compañía Agrícola El Batán en diciembre de 2012, a un plazo de 10 años.

## Patrimonio

La compañía presenta un fuerte respaldo por parte de su patrimonio, puesto que para diciembre de 2017 alcanzó un valor de USD 12,10 millones, financiando el 42,99% del total de activos, mientras que al 30 de septiembre de 2018 ascendió a USD 14,39 millones, financiando el 29,64% del total de activos. Cabe mencionar que el incremento del patrimonio responde a un aumento de Utilidad neta del ejercicio en 2015 e incrementos de Resultados acumulados en el resto de periodos.

El patrimonio estuvo conformado principalmente por Resultados acumulados, pues a diciembre de 2017 este rubro financió el 27,42% del activo (12,90% a septiembre de 2018); le siguen Capital social y Resultados del ejercicio, éste último rubro financió el 4,60% de los activos en 2017 (4,72% a septiembre de 2018).

En los cortes interanuales se incluye Aportes a futura capitalización, el mismo que a septiembre de 2018 representó el 5,66% de los activos.

El capital social de la compañía se ha mantenido sin ninguna variación a lo largo del periodo analizado, con un valor de USD 2,36 millones y un financiamiento de activos con tendencia decreciente, desde el 9,89% en 2014 hasta el 8,39% en 2017 y el 4,86% en septiembre de 2018.

## Flexibilidad Financiera

CUADRO 15, GRÁFICO 11: NIVEL DE LIQUIDEZ (Miles USD)

| Ítem                       | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Activo Corriente           | 2.463 | 3.608 | 5.412 | 1.783 |
| Pasivo Corriente           | 4.418 | 4.470 | 6.848 | 5.551 |
| Razón Circulante (veces)   | 0,56  | 0,81  | 0,79  | 0,32  |
| Liquidez Inmediata (veces) | 0,56  | 0,81  | 0,79  | 0,32  |

| Ítem                       | sep-17 | sep-18 |
|----------------------------|--------|--------|
| Activo Corriente           | 13.471 | 16.113 |
| Pasivo Corriente           | 14.945 | 16.501 |
| Razón Circulante (veces)   | 0,90   | 0,98   |
| Liquidez Inmediata (veces) | 0,90   | 0,98   |



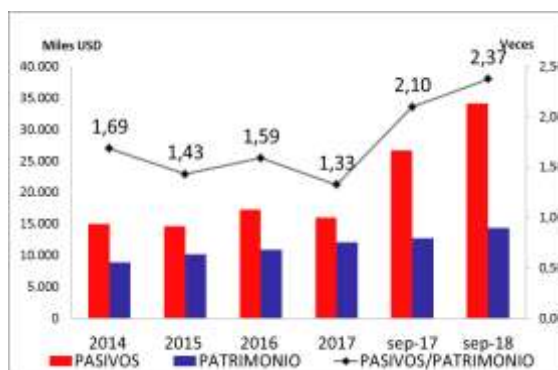
Fuente: COLEGIO MENOR CMSFQ S.A. / Elaboración: Class International Rating

Los indicadores de liquidez (razón circulante) de la empresa durante todo el periodo analizado se ubican por debajo de la unidad (incluido septiembre de 2018) lo que se deriva de la alta representación del rubro Ingresos diferidos, reportado en el pasivo corriente (el mismo que se genera por el cobro anticipado de pensiones, estos pasivos no son cancelados con recursos dinerarios sino con servicios).

## Indicadores de Endeudamiento, Solvencia y Solidez

El indicador que relaciona el pasivo total sobre el patrimonio revela una política de financiamiento que se apoya en el uso de fuentes externas, en tal virtud presentó una tendencia decreciente (matizada por una ligera subida en 2016 y septiembre de 2018) lo que obedece al crecimiento constante del patrimonio.

GRÁFICO 12: NIVEL DE APALANCAMIENTO



Fuente: COLEGIO MENOR CMSFQ S.A. / Elaboración: Class International Rating

La relación EBITDA (anualizado) sobre pasivos determinó que el plazo en el cual la compañía podría cancelar el total de sus obligaciones descienda de 5,26 años en 2014 a 4,52 años en 2017 y 7,45 años a septiembre de 2018, lo que evidencia una mayor velocidad de crecimiento de su deuda respecto a la generación de flujo propio.

Por su parte, el indicador Deuda Financiera/EBITDA (anualizado) refleja una tendencia decreciente desde 3,14 años en 2014 hasta 2,21 años en 2017, evidenciando que este sería el plazo en el cual la compañía podría cancelar el total de su deuda financiera. A septiembre de 2018, esta relación se ubicó en 3,12 años, tiempo que se encuentra dentro de los plazos a los que fue contratada la deuda financiera.

## Contingentes

COLEGIO MENOR CMSFQ S.A. no registra operaciones en el sistema financiero como codeudor o garante.

## Liquidez de los instrumentos

### Situación del Mercado Bursátil<sup>53</sup>

Hasta septiembre de 2018, el Mercado de Valores autorizó 47 Emisiones de Obligaciones de las cuales el 100% pertenecieron al sector mercantil, determinando que 16 emisiones fueron autorizadas en la ciudad de Quito y 31 en la ciudad de Guayaquil, registrando un monto total de USD 279,70 millones, valor que representó 47,19% del monto total de emisiones autorizadas. Por otra parte, las emisiones de Papel Comercial representaron el 40,66%, acciones el 0,85% y las titularizaciones el 11,30% del total aprobado hasta el 30 de septiembre de 2018. El monto total de obligaciones aprobadas en el mercado de valores alcanzó la suma de USD 592,82 millones hasta septiembre de 2018, determinando que la distribución por sector económico estuvo concentrado en el segmento de industrias manufactureras con el 52,53%, comercio al por mayor y al por menor reparación de vehículos automotores y motocicletas con el 31,67%.

Atentamente,

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

Econ. Andrés Granja  
**Analista**

<sup>53</sup> <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Estadisticas/ResumenEjecutivo>

ANEXO I: ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (Miles USD)

| Cuenta                              | 2014          | 2015          | 2016          | sep-17        | 2017          | sep-18        |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>ACTIVO</b>                       |               |               |               |               |               |               |
| Efectivo y equivalentes de efectivo | 840           | 1.811         | 3.179         | 656           | 328           | 3.053         |
| Cuentas por cobrar estudiantes      | 1.220         | 1.371         | 1.416         | 11.980        | 881           | 636           |
| Provisión cuentas incobrables       | (30)          | (38)          | (43)          | (43)          | (51)          | (51)          |
| Otros Activos Corrientes            | 432           | 465           | 860           | 878           | 625           | 12.474        |
| <b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>       | <b>2.463</b>  | <b>3.608</b>  | <b>5.412</b>  | <b>13.471</b> | <b>1.783</b>  | <b>16.113</b> |
| Propiedad, planta y equipo neto     | 21.385        | 21.192        | 22.792        | 25.921        | 26.360        | 32.437        |
| Otros Activos No Corrientes         | 28            | -             | -             | -             | -             | -             |
| <b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>    | <b>21.413</b> | <b>21.192</b> | <b>22.792</b> | <b>25.921</b> | <b>26.360</b> | <b>32.437</b> |
| <b>TOTAL ACTIVOS</b>                | <b>23.876</b> | <b>24.800</b> | <b>28.204</b> | <b>39.392</b> | <b>28.143</b> | <b>48.550</b> |
| <b>PASIVOS</b>                      |               |               |               |               |               |               |
| Préstamos (Obligaciones Bancarias)  | 887           | 974           | 1.405         | 389           | 1.737         | 739           |
| Proveedores                         | 604           | 283           | 1.958         | 281           | 787           | 1.745         |
| Ingresos diferidos                  | 1.976         | 2.291         | 2.419         | 13.520        | 1.895         | 13.123        |
| Otros Pasivos Corrientes            | 949           | 922           | 1.066         | 755           | 1.132         | 894           |
| <b>TOTAL PASIVOS CORRIENTE</b>      | <b>4.418</b>  | <b>4.470</b>  | <b>6.848</b>  | <b>14.945</b> | <b>5.551</b>  | <b>16.501</b> |
| Préstamos (Deuda bancaria LP)       | 6.410         | 5.446         | 5.942         | 5.942         | 4.388         | 8.971         |
| Otros Pasivos No Corrientes         | 4.161         | 4.686         | 4.527         | 5.797         | 6.105         | 8.689         |
| <b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTE</b>   | <b>10.571</b> | <b>10.132</b> | <b>10.468</b> | <b>11.739</b> | <b>10.493</b> | <b>17.660</b> |
| <b>Deuda Financiera</b>             | <b>8.950</b>  | <b>8.140</b>  | <b>8.156</b>  | <b>8.408</b>  | <b>7.839</b>  | <b>14.295</b> |
| Deuda Financiera C/P                | 887           | 974           | 1.405         | 389           | 1.737         | 739           |
| Deuda Financiera L/P                | 8.062         | 7.166         | 6.751         | 8.019         | 6.102         | 13.556        |
| <b>TOTAL PASIVOS</b>                | <b>14.988</b> | <b>14.602</b> | <b>17.316</b> | <b>26.685</b> | <b>16.043</b> | <b>34.161</b> |
| <b>PATRIMONIO</b>                   |               |               |               |               |               |               |
| Capital Social                      | 2.361         | 2.361         | 2.361         | 2.361         | 2.361         | 2.361         |
| Reservas                            | 351           | 478           | 599           | 599           | 728           | 728           |
| Aportes futura capitalización       | -             | -             | -             | 3.111         | -             | 2.750         |
| Utilidad neta del ejercicio         | 83            | 1.266         | 1.211         | 1.820         | 1.293         | 2.289         |
| Resultados acumulados               | 6.092         | 6.092         | 6.717         | 4.816         | 7.718         | 6.261         |
| <b>TOTAL PATRIMONIO</b>             | <b>8.888</b>  | <b>10.197</b> | <b>10.887</b> | <b>12.708</b> | <b>12.100</b> | <b>14.389</b> |

Fuente: Colegio Menor CMSFQ S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO II: ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES (Miles USD)

| ESTADO DE RESULTADOS                     | 2014          | 2015          | 2016          | sep-17        | 2017          | sep-18        |
|------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Ingresos por servicios</b>            | <b>14.387</b> | <b>16.338</b> | <b>17.572</b> | <b>12.841</b> | <b>18.721</b> | <b>15.358</b> |
| Costo de ventas                          | 11.032        | 12.419        | 13.164        | 10.333        | 14.369        | 11.797        |
| <b>MARGEN BRUTO</b>                      | <b>3.355</b>  | <b>3.919</b>  | <b>4.408</b>  | <b>2.508</b>  | <b>4.352</b>  | <b>3.561</b>  |
| TOTAL GASTOS                             | 1.491         | 1.597         | 1.910         | 1.033         | 2.018         | 1.272         |
| <b>UTILIDAD OPERACIONAL</b>              | <b>1.864</b>  | <b>2.321</b>  | <b>2.498</b>  | <b>1.475</b>  | <b>2.334</b>  | <b>2.289</b>  |
| Gastos Financieros                       | 939           | 913           | 1.080         | 789           | 986           | 879           |
| Otros ingresos / egresos netos           | 80            | 84            | 169           | 1.134         | 135           | 879           |
| <b>UTILIDAD ANTES DE PART. E IMPTOS.</b> | <b>1.006</b>  | <b>1.492</b>  | <b>1.586</b>  | <b>1.820</b>  | <b>1.483</b>  | <b>2.289</b>  |
| Impuesto a la Renta (menos)              | 923           | 226           | 376           | 0             | 190           | 0             |
| <b>UTILIDAD NETA DEL EJERCICIO</b>       | <b>83</b>     | <b>1.266</b>  | <b>1.211</b>  | <b>1.820</b>  | <b>1.293</b>  | <b>2.289</b>  |

Fuente: Colegio Menor CMSFQ S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO III: INDICADORES FINANCIEROS

| Razón Financiera                                     | 2014     | 2015    | 2016    | sep-17 | 2017    | sep-18 |
|------------------------------------------------------|----------|---------|---------|--------|---------|--------|
| Gastos Operacionales / Ingresos                      | 10,36%   | 9,78%   | 10,87%  | 8,05%  | 10,78%  | 8,28%  |
| Utilidad Operacional / Ingresos                      | 12,96%   | 14,21%  | 14,21%  | 11,49% | 12,47%  | 14,90% |
| Utilidad Neta del Ejercicio/ Ingresos                | 0,58%    | 7,75%   | 6,89%   | 14,18% | 6,91%   | 14,91% |
| Utilidad operacional / Utilidad Neta del Ejercicio   | 2237,44% | 183,30% | 206,35% | 81,02% | 180,49% | 99,99% |
| (Otros ingr/egr netos) / Utilidad Neta del Ejercicio | 96,23%   | 6,66%   | 13,95%  | 62,30% | 10,45%  | 38,42% |
| Gastos financieros / Utilidad Neta del Ejercicio     | 1126,46% | 72,12%  | 89,25%  | 43,32% | 76,24%  | 38,41% |
| <b>Rentabilidad</b>                                  |          |         |         |        |         |        |
| Rentabilidad sobre Patrimonio                        | 0,94%    | 12,42%  | 11,12%  | 14,32% | 10,69%  | 15,91% |
| Rentabilidad sobre Activos                           | 0,35%    | 5,11%   | 4,29%   | 4,62%  | 4,60%   | 4,72%  |
| <b>Liquidez</b>                                      |          |         |         |        |         |        |
| Razón Corriente                                      | 0,56     | 0,81    | 0,79    | 0,90   | 0,32    | 0,98   |
| Liquidez Inmediata                                   | 0,56     | 0,81    | 0,79    | 0,90   | 0,32    | 0,98   |
| Capital de Trabajo                                   | -1.955   | -862    | -1.436  | -1.474 | -3.768  | -389   |
| Capital de Trabajo / Activos Totales                 | -8,19%   | -3,48%  | -5,09%  | -3,74% | -13,39% | -0,80% |
| <b>Cobertura</b>                                     |          |         |         |        |         |        |
| EBITDA                                               | 2.847    | 3.482   | 3.688   | 2.184  | 3.549   | 3.221  |
| EBITDA anualizado                                    | 2.847    | 3.482   | 3.688   | 3.085  | 3.549   | 4.587  |
| Ingresos                                             | 14.387   | 16.338  | 17.572  | 12.841 | 18.721  | 15.358 |
| Gastos Financieros                                   | 939      | 913     | 1.080   | 789    | 986     | 879    |
| EBITDA / Ingresos                                    | 19,79%   | 21,31%  | 20,99%  | 17,00% | 18,96%  | 20,97% |
| EBITDA/Gastos Financieros                            | 3,03     | 3,81    | 3,41    | 2,77   | 3,60    | 3,66   |
| Utilidad Operativa / Deuda Financiera                | 0,21     | 0,29    | 0,31    | 0,18   | 0,30    | 0,16   |
| EBITDA (anualizado) / Gastos de Capital              | 0,84     | 5,01    | 1,47    | 0,80   | 0,79    | 0,66   |
| Gastos de Capital / Depreciación                     | 4,35     | 0,78    | 2,77    | 5,41   | 4,78    | 7,50   |
| <b>Solvencia</b>                                     |          |         |         |        |         |        |
| Pasivo Total / Patrimonio                            | 1,69     | 1,43    | 1,59    | 2,10   | 1,33    | 2,37   |
| Activo Total / Capital Social                        | 10,11    | 10,50   | 11,95   | 16,68  | 11,92   | 20,56  |
| Pasivo Total / Capital Social                        | 6,35     | 6,18    | 7,33    | 11,30  | 6,80    | 14,47  |
| Deuda Financiera / EBITDA (anualizado)               | 3,14     | 2,34    | 2,21    | 2,73   | 2,21    | 3,12   |
| Pasivo Total / EBITDA (anualizado)                   | 5,26     | 4,19    | 4,70    | 8,65   | 4,52    | 7,45   |
| Deuda Financiera / Pasivo                            | 59,71%   | 55,74%  | 47,10%  | 31,51% | 48,86%  | 41,84% |
| Deuda Financiera / Patrimonio                        | 100,70%  | 79,82%  | 74,91%  | 66,16% | 64,78%  | 99,34% |
| Pasivo Total / Activo Total                          | 62,78%   | 58,88%  | 61,40%  | 67,74% | 57,01%  | 70,36% |
| Capital Social / Activo Total                        | 9,89%    | 9,52%   | 8,37%   | 5,99%  | 8,39%   | 4,86%  |
| <b>Solidez</b>                                       |          |         |         |        |         |        |
| Patrimonio Total / Activo Total                      | 37,22%   | 41,12%  | 38,60%  | 32,26% | 42,99%  | 29,64% |
| <b>Eficiencia</b>                                    |          |         |         |        |         |        |
| Periodo de Cobros (días)                             | 30       | 30      | 29      | 254    | 16      | 10     |
| Duración de Existencias (días)                       | -        | -       | -       | -      | -       | -      |
| Plazo de Proveedores (días)                          | 20       | 8       | 54      | 7      | 20      | 40     |

Fuente: Colegio Menor CMSFQ S.A. / Elaboración: Class International Rating

ANEXO IV: ESTADO SITUACIÓN FINANCIERA FIDEICOMISO MERCANTIL IRREVOCABLE "TITULARIZACIÓN - COLEGIO MENOR"  
(USD)

| CUENTA                           | sep-18          |
|----------------------------------|-----------------|
| <b>ACTIVOS</b>                   | <b>8.318,70</b> |
| Efectivo y equivalentes          | 8.318,70        |
| <b>PASIVOS</b>                   | <b>1.838,83</b> |
| Otras obligaciones corrientes    | 1.838,83        |
| <b>PATRIMONIO NETO</b>           | <b>6.479,87</b> |
| Capital                          | 6.479,87        |
| <b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b> | <b>8.318,70</b> |

Fuente: Fideicomiso / Elaboración: Class International Rating