



RESUMEN DE ACTUALIZACIÓN DE CALIFICACIÓN DE RIESGO
TITULARIZACIÓN SINDICADA FLUJOS - CADENA PRODUCTIVA INTEGRADA
Monto Total US\$20,000,000.00

El Comité de Calificación en sesión ordinaria del 27 de diciembre de 2012, basado en los informes preparados por los técnicos de la empresa sobre el análisis efectuado a la información proporcionada por la Fiduciaria y los Originadores, entre éstas los estados financieros del Fideicomiso desde mayo a octubre de 2012; las rendiciones de cuentas trimestrales preparadas por el Agente de Manejo a junio y septiembre de 2012, informes del Supervisor de flujo desde abril a septiembre de 2012, reportes de las ventas y recaudaciones de cada Originador, y demás información sobre el Fideicomiso de Titularización hasta octubre de 2012; ha resuelto mantener a la "Titularización Sindicada Flujos - Cadena Productiva Integrada", cuyo Originadores fueron Industrias Lácteas Toni S.A., Plásticos Ecuatorianos S.A., Heladosa S.A. y Geyoca C.A. (absorbida luego por Dipor S.A.), por un monto de hasta US\$20,000,000 en la Categoría de Riesgo "AAA".

Calificación Final del Instrumento

AAA-

Corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen excelente capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general. El signo menos (-) advierte la posibilidad de que la categoría asignada podría descender a su inmediata inferior.

Antecedentes

Mediante fecha 29 de diciembre de 2009 se suscribió la escritura pública de constitución del Fideicomiso Mercantil Irrevocable de Administración de Flujos denominado "Titularización Sindicada Flujos - Cadena Productiva Integrada" y mediante Resolución del 25 de febrero de 2010, la Intendencia del Mercado de Valores aprobó el proceso de titularización y oferta pública de los títulos valores y su inscripción en el Registro de Mercado de Valores. El Fideicomiso Mercantil Irrevocable denominado "Titularización Sindicada Flujos - Cadena Productiva Integrada" fue suscrito entre los Originadores, Industrias Lácteas Toni S.A. ("Originador A"), debidamente representada por su Gerente General y como tal Representante Legal, el Ing. Luis F. Ceballos O., con la autorización conferida por la Junta General de Accionistas de dicha empresa reunida en Octubre 06 de 2009; Plásticos Ecuatorianos S.A. ("Originador B") debidamente representada por su Gerente General y como tal Representante Legal, el Ing. Alex R. Frías Z., con la autorización conferida por la Junta General de Accionistas de dicha empresa reunida en Septiembre 09 de 2009; Heladosa S.A. ("Originador C") debidamente representada por su Gerente General y como tal Representante Legal, el Ing. Jorge E. Medina I., con la autorización conferida por la Junta General de Accionistas de dicha empresa reunida en Septiembre 23 de 2009; y Geyoca C.A. ("Originador D") debidamente representada por su Gerente General y como tal Representante Legal, la Ing. Daysi E. Cárdenas G., con la autorización conferida por la Junta General de Accionistas de dicha empresa reunida en Octubre 07 de 2009; y la Administradora de Fondos y Fideicomisos BG (AFFBG), debidamente representada por su Gerente General.

Respecto a la compañía Distribuidora Geyoca C.A., ésta se disolvió conforme consta en escritura pública de Disolución sin Liquidación de Distribuidora Ditoni Quito S.A., Temeida S.A., Distribuidora Geyoca C.A., General de Distribuciones Gendisca C.A. y Keystone Distribution Ecuador S.A. y Fusión de todas ellas con Distribuidora Importadora Dipor S.A., que las absorbe, aumento de capital de la compañía absorbente y reforma integral de los Estatutos de Distribuidora Importadora Dipor S.A., otorgada ante el Notario Trigésimo Octavo del Cantón Guayaquil, Dr. Humberto Moya Flores, el 1 de agosto de 2010 e inscrita en el Registro Mercantil del Cantón Guayaquil, el 13 de diciembre de 2010, en vista de lo cual, la compañía Distribuidora Importadora Dipor S.A. absorbe los derechos y obligaciones de la compañía Geyoca C.A.

El Fideicomiso objeto de actualización consiste en un patrimonio autónomo dotado de personalidad jurídica, separado e independiente de aquel o aquellos de los Originadores, de la Fiduciaria o de terceros en general, así como de todos los que correspondan a otros negocios fiduciarios administrados por la Fiduciaria. El patrimonio autónomo se integra con los derechos de cobro¹, aportados proporcionalmente por cada Originador acorde a lo estipulado en el contrato de Fideicomiso, de los flujos correspondientes a las cuentas por cobrar que se generen, desde la fecha de apertura de la cuenta² del Fideicomiso y mientras se encuentre vigente el mismo, las cuales deben ser pagadas por los compradores seleccionados a favor de cada Originador, como consecuencia de las operaciones de venta de productos. Dado que el derecho de cobro referido en la cláusula 4ta. del Fideicomiso constituye un "bien que se espera que exista", en el contrato de fideicomiso se establece de manera expresa que, para facilitar el proceso de aprobación del mismo por parte del Fideicomiso, en el momento mismo en que el derecho se genere y por ende, exista, el dominio sobre el derecho de cobro automáticamente, de pleno derecho y sin necesidad de formalidad adicional alguna será del Fideicomiso única y exclusivamente, desde la fecha de apertura de la cuenta del Fideicomiso y mientras se encuentre vigente el Fideicomiso.

En el Fideicomiso también se aclara de manera expresa que cada Originador mantendrá todas las obligaciones comerciales ante los compradores seleccionados y así mismo, asume una obligación "de hacer" que consiste en su obligación de fabricar y comercializar productos ante Compradores Seleccionados, de tal manera que, como mínimo, se genere el derecho de cobro y los flujos ante Compradores Seleccionados que permitan pagar íntegra, cabal y oportunamente los Pasivos con Inversionistas y los Pasivos con Terceros Distintos a los Inversionistas.

El Fideicomiso, el derecho de cobro, los flujos, así como los activos, bienes y derechos 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

¹ Se entenderá como "DERECHO DE COBRO", a aquel derecho de percibir en las proporciones que se mencionan en el Fideicomiso Titularizador, para cada Originador y de ser necesario, en las proporciones estipuladas en la sección "Mecanismos de Garantía" relacionados con el "Incremento de flujos"; los flujos correspondientes a las cuentas por cobrar que se generan a favor de cada uno de los Originadores ante sus respectivos Compradores Seleccionados como consecuencia de las operaciones de venta de productos, desde la fecha de apertura de la cuenta del Fideicomiso y mientras se encuentre vigente el mismo, antes de aquellos los derechos le corresponden al respectivo Originador.

² La cuenta del Fideicomiso para recaudar los recursos que cada Originador debe aportar fue abierta el 5 de febrero del 2010, razón por la cual a partir de dicho mes hay registro de la información sobre las transferencias a la misma.

secuestros dictados en razón de deudas u obligaciones de los Originadores, de la Fiduciaria, de los beneficiarios o de terceros en general, y estará destinado única y exclusivamente al cumplimiento del objeto del Fideicomiso.

En el contrato de Fideicomiso, se establece que la Fiduciaria deberá informar y rendir cuentas de la siguiente forma: (1) A los Inversionistas se difundirá *semestralmente* un resumen informativo, el cual contendrá por lo menos: la siguiente información respecto del semestre inmediato anterior: (i) una relación del derecho de cobro, de los flujos, del saldo de los pasivos con inversionistas, del saldo de los pasivos con terceros distintos de los inversionistas; (ii) una relación de la situación de los mecanismos de garantía; y, (iii) cualquier otra información que se considere relevante para los inversionistas. Toda información que, según disposiciones legales, reglamentarias, del Fideicomiso, del Prospecto o del Reglamento de Gestión, deba dirigirse a los Inversionistas a través de la prensa, se lo hará mediante publicaciones efectuadas en un diario de circulación a nivel nacional. Estos informes semestrales se entregarán también a la Calificadora de Riesgo, Superintendencia de Compañías y a las Bolsas de Valores, para su difusión al mercado. (2) Al Originador se elaborarán *trimestralmente* en los términos y condiciones exigidos por la Ley de Mercado de Valores y las resoluciones del Consejo Nacional de Valores. *De acuerdo a los documentos remitidos por la Administradora, la misma ha elaborado trimestralmente los documentos mencionados.*

Adicionalmente, el Contrato de Fideicomiso establece que, la Fiduciaria por disposición conjunta de los Originadores, puede mantener los recursos depositados o invertidos a nombre del Fideicomiso en instrumentos financieros o de inversión de: (i) un banco operativo del exterior que cuente con calificación internacional de riesgo de al menos "A" otorgada por una calificadora de riesgos reconocida internacionalmente; o (ii) un banco operativo establecido o domiciliado en el Ecuador, que cuente con calificación de riesgo Ecuatoriana de al menos "AA+" otorgada por una calificadora de riesgos autorizada por la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia de Compañías; o, (iii) fondos de inversión: (iii.a) de los Estados Unidos de América que cuenten con calificación de riesgo de al menos "A" otorgada por una calificadora de riesgos reconocida internacionalmente; o (ii.b) del Ecuador que cuenten con calificación de riesgo de al menos "AA" otorgada por una calificadora de riesgos autorizada por la Superintendencia de Compañías, refiriéndose a los fondos que existan en el Fideicomiso y que no deban destinarse para otros fines según los términos y condiciones estipulados en el Fideicomiso. *Al 31 de octubre de 2012, el Fideicomiso registró un saldo de US\$1.27 millones en su cuenta Activos Financieros correspondientes a pólizas de acumulación emitidas por Banco de Guayaquil, entidad cuya calificación de riesgo vigente es "AAA", cumpliendo así con los parámetros mencionados en el Fideicomiso.*

También está estipulado en el contrato de Fideicomiso que la Fiduciaria debe contar con el Supervisor de Recaudo, el mismo que deberá contemplar, como mínimo, el control, evaluación y supervisión *mensual* de: a) la calidad y eficiencia de la labor de recaudo de los Flujos cumplida por cada Agente de Recaudo; y b) la consistencia y coherencia entre los volúmenes de las operaciones de venta de productos realizadas por los respectivos Originadores versus los volúmenes de los flujos recaudados por los correspondientes agentes de recaudo. La firma que realice dichas funciones, en caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas, podrá ser reemplazada, lo cual puede ser resuelto por el Comité de Vigilancia o la Fiduciaria. *La Administradora comunicó que en el Acta del 24 de agosto del 2011 del Comité de Vigilancia se aprobó la sustitución del Supervisor de Flujo (inicialmente la firma contratada fue Hansem Holm Cía. Ltda.), por lo cual a partir del mes de agosto de 2011 la firma encargada de las funciones de Supervisor de Recaudo es Deloitte & Touche. A la fecha de revisión la Administradora proporcionó los informes relacionados a las actividades del Supervisor de Recaudo desde abril a septiembre de 2012, evidenciándose un retraso en la entrega de los mismos (desde el corte hasta su fecha de emisión) considerando que la periodicidad indicada en el contrato de fideicomiso es "mensual". Los informes mencionados evidencian ciertas observaciones que sin ser significativas (pues comprometen montos ínfimos que no tienen una incidencia en la situación financiera del Fideicomiso), ocurren de forma periódica, incluyendo observaciones operativas en las recaudaciones de Heladosa S.A. y Dipor S.A., y novedades en los montos transferidos por Dipor S.A. Ante lo mencionado, es importante que las partes involucradas aseguren un adecuado cumplimiento en relación a las obligaciones contraídas por medio del contrato de fideicomiso y eviten la existencia de situaciones que permitan la ocurrencia de errores recurrentes de índole operativa.*

Entre las causales de redención anticipada establecidas en el contrato de Fideicomiso, están las siguientes: 1) si, por cualquier causa, el Fideicomiso se ve limitado en el ejercicio del derecho de cobro; 2) si la Fiduciaria, en virtud de información puesta a disposición del público por la Superintendencia de Compañías, conoce que cualquiera de los Originadores: no han cumplido con el pago de sus emisiones de valores colocadas en el mercado de valores, de ser el caso; y/o han sido sometidos a un proceso de disolución y liquidación forzosa, y/u otros similares; y/o han adoptado resoluciones de disolución y liquidación voluntaria, concurso preventivo, y/u otros similares; 3) 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 30 días calendario posteriores a la fecha en que debió efectuarse el pago correspondiente de los valores; 4) si el Fideicomiso es dejado sin efecto por sentencia ejecutoriada de última instancia, por las causas previstas en el Art. 123 de la Ley de Mercado de Valores y 5) Si no se alcanzaran cualquiera de los niveles de los tres gatilladores que activan el mecanismo denominado "Retención de flujos", que es analizado más adelante. En caso de que alguna de las causales se active, la Fiduciaria: (a) retendrá dentro del fideicomiso todos los flujos que reciba el fideicomiso, incluyendo el exceso de flujo de fondos; (b) no restituirá ningún dinero a los originadores, incluyendo el exceso de flujo de fondos; (c) procederá con la ejecución del fondo de reserva; y, (d) destinará la totalidad de los flujos 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 titularización. *De acuerdo al análisis evidenciado en la última rendición de cuentas (septiembre de 2012) provista por la Fiduciaria, no se ha producido ninguna de las causales mencionadas que activen la ejecución de la redención anticipada.*

Descripción del Activo a Titularizar de acuerdo al Contrato de Fideicomiso:

La transferencia de dominio de los bienes al Fideicomiso se realizará de acuerdo a lo establecido en la cláusula 4ta. del contrato de Fideicomiso y amparado en la Ley de Mercado de Valores, el Originador A, B, C y D transfieren y aportan al Fideicomiso, sin reserva ni limitación alguna la suma de US\$10,000, US\$5,000, US\$2,000 y US\$3,000 en su orden, recursos con los que se conformará el Fondo Rotativo; 2) el Originador A aporta, cede y transfiere al Fideicomiso, el 50% del derecho de cobro, de los flujos correspondientes a las cuentas por cobrar que se generen, desde la fecha de apertura de la cuenta del Fideicomiso y mientras se encuentre vigente el mismo, las cuales deben ser pagadas por los compradores seleccionados a favor del Originador A, como consecuencia de las operaciones de venta de productos. En el Anexo 2 dichos Compradores Seleccionados del Originador A son todos los clientes, actuales y futuros, que se encuentren dentro de la *Zona Geográfica de Quito*



(incluyendo a Corporación La Favorita); hasta diciembre de 2010 el cliente seleccionado era Distribuidora Ditoni Quito S. A. mientras que desde enero del 2011 hasta el último informe del supervisor de recaudación (septiembre de 2012) el cliente seleccionado corresponde a Dipor S.A. (que absorbió a la anterior distribuidora). El Originador B aporta, cede y transfiere al Fideicomiso, el 30% del derecho de cobro, de los flujos correspondientes a las cuentas por cobrar que se generen, desde la fecha de apertura de la cuenta del Fideicomiso y mientras se encuentre vigente el mismo, las cuales deben ser pagadas por los compradores seleccionados a favor del Originador B, como consecuencia de las operaciones de venta de productos. En el Anexo 2 dichos Compradores Seleccionados del Originador B son todos los clientes, actuales y futuros, de productos de consumo, también denominados productos descartables, que se encuentren dentro de la Zona Geográfica del Ecuador; en la práctica los clientes seleccionados son los clientes denominados "distribuidores": Gendisca, Distribuidora Importadora Dipor S.A. (Quito, Cuenca, Loja, Ambato y Manta) y Distribuidora Ditoni S.A. (Quevedo y Santo Domingo), que de acuerdo al último informe del supervisor de recaudación fueron absorbidos por Dipor S.A. El Originador C aporta, cede y transfiere al Fideicomiso, el 100% del derecho de cobro, de los flujos correspondientes a las cuentas por cobrar que se generen, desde la fecha de apertura de la cuenta del Fideicomiso y mientras se encuentre vigente el mismo, las cuales deben ser pagadas por los compradores seleccionados a favor del Originador C, como consecuencia de las operaciones de venta de productos. En el Anexo 2 dichos Compradores Seleccionados del Originador C son todos los clientes, actuales y futuros, que se encuentren dentro de la Zona Geográfica de Quito, Cuenca y Loja; los clientes seleccionados son Manuel Pesantes de Cuenca, Importadora Dipor y Javier Calle (Ice Products de Loja). El Originador D aporta, cede y transfiere al Fideicomiso, el 100% del derecho de cobro, de los flujos correspondientes a las cuentas por cobrar que se generen, desde la fecha de apertura de la cuenta del Fideicomiso y mientras se encuentre vigente el mismo, las cuales deben ser pagadas por los compradores seleccionados a favor del Originador D, como consecuencia de las operaciones de venta de productos. En el Anexo 2 dichos Compradores Seleccionados del Originador D son todos los clientes, actuales y futuros, que se encuentren dentro de la Zona Geográfica de Guayaquil-Centro; de acuerdo al último informe del supervisor de recaudaciones desde enero del 2011, el actual comprador seleccionado es Distribuidora Importadora Dipor S.A. que incluye las rutas 6, 13, 16, 18, 27, 29, 51, 61, 62 y 67, con sus respectivos límites por ruta.

De acuerdo a la información provista por la Fiduciaria, el Fideicomiso registra el aporte de US\$20,000 bajo la cuenta del patrimonio denominada "Aporte Patrimonial", constituido por el aporte individual de cada Originador de acuerdo a lo indicado en el contrato de fideicomiso. De la información proporcionada por la Fiduciaria, las recaudaciones de los "clientes seleccionados" transferidas por los 4 Originadores al Fideicomiso en el periodo mayo a octubre de 2012 sumaron un total de US\$18.39 millones con un promedio mensual en dicho periodo de US\$3.06 millones; en términos de cada Originador, el promedio mensual del Originador A es US\$1.59 millones, del Originador B es de US\$390.08 miles; del Originador C es de US\$726.35 miles y del Originador D es de US\$353.8 miles.

Objeto del Fideicomiso

El Fideicomiso tiene por objeto: 1) Que luego de aplicar las deducciones estipuladas en el contrato de Fideicomiso, entregue a los Originadores, en las proporciones estipuladas en el contrato de Fideicomiso, los recursos pagados por los Inversionistas como precio de los Valores adquiridos. Con tales recursos, los Originadores lograrán una fuente alterna de financiamiento para capital de trabajo, desarrollo de proyectos de inversión y reestructuración de pasivos, con un costo financiero y plazos razonables, así como también lograrán el aprovechamiento de economías de escala, al acudir a una figura de sindicación. En lo referente a la reestructuración de pasivos, los Originadores destinarán para tales efectos, un aproximado del 25% del monto de los valores efectivamente colocados entre Inversionistas, y lo irán aplicando para tal objetivo a lo largo de los 15 meses contados a partir de la fecha de emisión. Por estas razones, ni los Originadores ni la Fiduciaria consideran necesario la existencia de un punto de equilibrio de colocación o colocación mínima de valores. No obstante, a efectos de atender la exigencia normativa de la determinación de un punto de equilibrio, se lo fijó en la suma equivalente al monto mínimo de un valor, cualquiera éste sea. 2) Respetando y siguiendo el orden de prelación, que se paguen los pasivos con inversionistas con cargo a los flujos generados por el derecho de cobro; y, de ser éstos insuficientes, con cargo a la ejecución de los Mecanismos de garantía. Acorde a la información proporcionada para la actualización con corte de septiembre de 2010 por cada Originador, cada uno certificó haber realizado diferentes inversiones (desarrollos de proyectos de capital) y reestructuración de deudas; de tal manera que se cumplió con el objeto de la titularización.

Características de la Emisión de Valores

El monto colocado de la presente titularización fue de US\$20 millones, con fecha de inicio del 11 y 18 de marzo de 2010 para las series A y B, respectivamente. El Agente Pagador es Banco de Guayaquil S.A. y el Agente Recaudador son las propias entidades Originadoras. Al mes de octubre de 2012 el saldo de capital de los valores sumaba US\$10.5 millones. Los valores emitidos, presentaron las siguientes características:

SERIE	"A"	"B"
Denominación	VTC-SINDICADA-CPI-SERIE A	VTC-SINDICADA-CPI-SERIE B
Monto aprobado	US\$10,000,000.00	US\$10,000,000.00
Saldo de Capital (a octubre/2012)	US\$4,615,3845.55	US\$ 5,882,352.97
Plazo original	1,440 días	1,800 días
Periodo de gracia (capital e intereses)	270 días contados a partir de la fecha de emisión de los valores	
Tasa de interés	Tasa Pasiva Referencia (TPR) más 2.50%	
Amortización capital e intereses	Trimestral	
Mecanismos de Garantía	i) Fondo de Reserva; ii) Exceso de Flujo de Fondos; iii) Línea de Liquidez; iv) Incremento de Flujos y v) Retención Acelerada de Flujos.	

Si bien la amortización de capital y pago de intereses de los valores se hará por trimestres vencidos, la provisión y acumulación de recursos para estos efectos se hará con cargo a los Flujos, conforme las fases establecidas en la cláusula 7.19.3.1., la cual estipula periodos semanales dentro de un trimestre contado desde la fecha de emisión de los valores, se provisionará, hasta completar, un octava del dividendo trimestral (capital más intereses) inmediato posterior de los pasivos con inversionistas, en estricta proporción a los valores que hayan sido efectivamente colocados. A la fecha de revisión y de acuerdo a los balances del Fideicomiso y rendiciones de cuentas anteriores, la Administradora está realizando las provisiones para ambas series, las cuales se evidencian en las inversiones en pólizas de acumulación.



El Fideicomiso estipula el recargo por mora a favor de los respectivos inversionistas, en caso de que llegadas las fechas de pago (amortización de capital y pago de intereses) de los valores, los recursos existentes dentro del Fideicomiso, incluyendo los recursos obtenidos producto de la ejecución de los mecanismos de garantía, resulten insuficientes y correrá únicamente hasta la fecha en que se efectúe el pago. La tasa de mora será la que resulte de agregar un recargo del 10% a la tasa de interés. *De acuerdo a la Administradora hasta el momento se encuentran al día en los pagos y no se ha dado la situación mencionada.*

La cláusula 7.18.5 del contrato de Fideicomiso, establece que la Fiduciaria está habilitada para entregar a los respectivos Originadores, el remanente de los recursos que hayan sido pagados por los Inversionistas por la compra de Valores, luego de haber aplicado las deducciones señaladas en los numerales del 7.18.1 al 7.18.4, de acuerdo a la siguiente distribución: i) Originador A le corresponderá el 50% del remanente; ii) al Originador B le corresponde el 25% del remanente; iii) al Originador C le corresponderá el 10% del remanente; y iv) al Originador D le corresponderá el 15% del remanente; de cada colocación se restituirá a los Originadores dentro de los 3 días hábiles inmediatos posteriores a esa fecha.

Mecanismos de Garantía

Los mecanismos de garantía de la presente titularización, establecidos en la cláusula 10° del contrato de fideicomiso, se describen y evalúan a continuación:

Fondo de Reserva: Tiene por objeto respaldar a los inversionistas, a prorrata de su inversión, cuando el Fideicomiso deba pagar los pasivos con inversionistas y resulten insuficientes los recursos provisionados y acumulados y, de ser el caso, los recursos colocados con posterioridad. El presente mecanismo consiste en recursos líquidos o liquidables que serán de propiedad del Fideicomiso.

De acuerdo al ítem 10.1.4 del contrato de Fideicomiso, una vez que haya vencido la autorización de oferta pública otorgada por la Superintendencia de Compañías, el presente mecanismo operará de la siguiente manera:

- El Fondo de Reserva estará integrado, en estricta proporción a los Valores efectivamente colocados entre Inversionistas.
- Con una periodicidad trimestral, dentro de los 10 primeros días calendario del respectivo trimestre inmediato posterior, en conjunto con los Originadores, la Fiduciaria practicará ajustes al Fondo de Reserva, de tal manera que éste ascienda al 200% del monto del dividendo trimestral inmediato posterior de todos los Pasivos con Inversionistas (todos los Valores de todas las Series, incluyendo capital e intereses), pero sin exceder del 25% del saldo insoluto de todos los Pasivos con Inversionistas, conforme consta de la Tabla de Cantidades del Fondo De Reserva contenido en el Informe de Estructuración Financiera.
- Si como resultado de los ajustes practicados de conformidad con lo estipulado en los literales anteriores, existen excedentes en el Fondo de Reserva: (i) si se trata de una garantía bancaria, los Originadores, en las respectivas proporciones, tendrán derecho a reducir el valor de tal garantía bancaria por el monto del excedente; y/o, (ii) si se trata de dinero, los Originadores, en las respectivas proporciones, tendrán derecho a una restitución por el monto del excedente, siempre que existan los recursos dinerarios dentro del Fideicomiso para así hacerlo, y que no estén destinados para otros fines, según los términos y condiciones del Fideicomiso y de la Titularización.

El Fondo de Reserva operará durante la vigencia de los Valores de la siguiente manera, de acuerdo a los ítems 10.1.1 al 10.1.3:

- El Fondo de Reserva consiste en recursos líquidos o liquidables que serán de propiedad del Fideicomiso por una suma equivalente al 200% del dividendo trimestral inmediato posterior de los Valores efectivamente colocados entre Inversionistas. Una vez efectuada la emisión y colocación de la totalidad de los Valores, o vencido el plazo máximo de oferta pública de la presente Titularización, los Originadores tendrán derecho para reemplazar el dinero correspondiente al Fondo de Reserva a cambio de una o varias garantías bancarias. En caso de que los ORIGINADORES opten por entregar una o varias garantías bancarias, dichos Originadores contratarán y proveerán, por su exclusiva cuenta y riesgo, a favor del Fideicomiso de una o varias garantías bancarias incondicionales, irrevocables, de cobro inmediato, emitidas por un banco operativo del Ecuador que cuente con calificación de riesgo de al menos "AA" otorgada por una calificadora de riesgos autorizada por la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia de Compañías.

Si, llegado el 80° día contado desde el inicio de un período trimestral determinado, la Fiduciaria observa que el monto provisionado dentro del Fideicomiso, de conformidad con lo estipulado en el numeral 7.19.3) del Fideicomiso, es inferior al 100% de la suma correspondiente al pago del dividendo de dicho período trimestral (amortización de capital y pago de intereses), la Fiduciaria ejecutará el Fondo de Reserva, total o parcialmente, según lo estime necesario, y destinará los recursos así obtenidos, para pagar, al máximo posible, los Pasivos con Inversionistas correspondientes a los Valores de las dos Series, indistintamente y sin prioridad o prelación alguna entre tales Series. Si el Fideicomiso debe entregar recursos por cualquier concepto a los Originadores y se encuentra pendiente la reposición del Fondo de Reserva, la Fiduciaria practicará la retención correspondiente, a efectos de reponer dicho Fondo de Reserva. En caso de ser necesaria la ejecución del Fondo de Reserva, la Fiduciaria solicitará la ejecución de la garantía bancaria al banco emisor de la misma.

- Para efectos de la reposición del Fondo de Reserva, en el caso de la garantía bancaria, la Fiduciaria no obtendrá una nueva garantía bancaria, sino por el contrario, con cargo al Excedente de Flujo de Fondos, se acumulará dentro del Fideicomiso, el dinero libre y disponible, necesario y suficiente, para alcanzar el monto base señalado en el segundo párrafo del numeral 10.1.1) de la cláusula décima del Fideicomiso.

Acorde al último informe de rendición de cuentas emitido por la Fiduciaria al 30 de septiembre de 2012, el Fondo de Reserva se encontraba constituido por 4 Garantías Bancarias (otorgadas a petición de los Originadores A, B, C y D) por US\$2.96 millones, con lo cual se alcanza la cobertura del 200% sobre el valor del siguiente dividendo a pagar (por US\$1.55 millones a pagarse en diciembre de 2012 y que incluye capital e intereses) según se establece en el contrato de fideicomiso.

Exceso de Flujo de Fondos: De acuerdo a la cláusula 10.2 del contrato de Fideicomiso, este mecanismo consiste en que los flujos que se proyecta que sean generados por las Cuentas por cobrar que sean superiores a los montos requeridos por el Fideicomiso para pagar los pasivos con inversionistas y los pasivos con terceros distintos de los inversionistas, todo ello de conformidad con la información constante en el Informe de

estructuración financiera. De acuerdo a lo expuesto y analizando la información desde mayo a octubre de 2012, se obtuvo que el Fideicomiso ha recaudado US\$18.39 millones que han permitido cancelar los dividendos trimestrales incluidos en dicho período, así como los gastos del fideicomiso y generar excedentes que han sido devueltos a los Originadores por un total de US\$14.9 millones, que significaron un promedio mensual de US\$2.5 millones.

Línea de Liquidez: De acuerdo a la cláusula 10.3 del contrato de Fideicomiso, este mecanismo consiste en que en caso de que cualquiera de las segregaciones señaladas no pudieran practicarse, total o parcialmente, por insuficiencia del saldo efectivizado y remanente registrado en la Subcuenta de un Originador determinado ("Originador Deficitario"), la Fiduciaria ejecutará el presente mecanismo de garantía, en virtud de la cual, los recursos faltantes se tomarán con cargo al saldo efectivizado y remanente registrado en la Subcuenta de aquel Originador que disponga del mayor saldo efectivizado registrado en la subcuenta ("Originador Excedentario"). En la rendición de cuentas a septiembre de 2012 elaborada por la Administradora se indica que no ha sido necesario aplicar este mecanismo.

Incremento de los Flujos: El contrato de fideicomiso se establece que las partes acuerdan que habrá lugar al presente mecanismo en los siguientes casos:

1. En caso de que en algún mes la cobertura del flujo mensual consolidado recibido por el Fideicomiso, sea menor a 0.75 veces el monto del próximo dividendo trimestral (capital e intereses) de los Valores efectivamente colocados entre Inversionistas.
2. Cuando la relación consolidada de los 4 Originadores correspondiente a Pasivo de corto plazo del Fideicomiso (desembolsos a realizarse en los próximos doce meses) dividida sobre el Flujo Operativo Depurado (Utilidad Operacional + Depreciación + Amortización) al mismo corte que el pasivo es mayor a 0.75 y menor a 1.25. Este indicador se medirá en forma mensual y entrará en vigencia a partir del mes de Enero del 2011.
3. En caso de que la relación de cada uno de los originadores correspondiente a pasivo de corto plazo del fideicomiso relativo a cada originador (desembolsos proporcionales a realizarse en los próximos doce meses) dividida sobre el Flujo Operativo Depurado de cada originador (Utilidad Operacional + Depreciación + Amortización) al mismo corte que el pasivo es mayor a 0.75 y menor a 1.25. Este indicador se medirá en forma mensual y entrará en vigencia a partir del mes de Enero del 2011.
4. En caso de que un evento externo afecte en forma negativa a los Originadores, que reduzca sus ventas en un 30% o más, por tres meses consecutivos.

Con periodicidad mensual, cada Originador preparará y entregará al Supervisor del Recaudo y a la Fiduciaria, la información necesaria, a efectos de que la Fiduciaria, a su vez, entregue a la Calificadora de Riesgos, un reporte mensual que permita determinar si los Flujos que han ingresado al Fideicomiso, se encuentran por encima o por debajo de las relaciones descritas. En caso de presentarse cualquiera de las situaciones antes señaladas, la Fiduciaria procederá a aplicar las siguientes medidas extraordinarias, las que deberán ser obligatoriamente acatadas y cumplidas por los Originadores: a) El Derecho de Cobro cedido y transferido a favor del Fideicomiso por parte del Originador A se incrementará al 70.00% de los Flujos correspondientes a las Cuentas por Cobrar, ante los Compradores Seleccionados correspondientes a la Zona Geográfica de Quito; b) El Derecho de Cobro cedido y transferido a favor del Fideicomiso por parte del Originador B se incrementará al 50.00% de los Flujos correspondientes a las Cuentas por Cobrar que se generen, ante los Compradores Seleccionados correspondientes a la Zona Geográfica del Ecuador; c) El Derecho de Cobro cedido y transferido a favor del Fideicomiso por parte del Originador C se incorporará el 100.00% de los Flujos correspondientes a las cuentas por cobrar que se generen ante los Compradores Seleccionados de las Zonas Geográficas de Santo Domingo, Quevedo y Manabí; d) El derecho de cobro cedido y transferido a favor del Fideicomiso por parte del Originador D se incorporará el 100.00% de los Flujos correspondientes a las cuentas por cobrar que se generen ante los Compradores Seleccionados de la Zona Geográfica de Guayaquil - Foránea. En todos los casos, esta medida se mantendrá mientras no se supere por 3 meses consecutivos la situación que motivó esta medida extraordinaria y que el Supervisor del Recaudo entregue a la Fiduciaria y ésta, a su vez, a la Calificadora de Riesgos, un reporte mensual que permita determinar:

- Que la cobertura del flujo mensual recibido por el Fideicomiso es igual o superior a 0.75 veces el monto del próximo dividendo trimestral (capital e intereses) de los valores efectivamente colocados entre Inversionistas.
- Que la relación consolidada de los 4 Originadores correspondiente a Pasivo de corto plazo del Fideicomiso (desembolsos a realizarse en los próximos doce meses) dividida sobre el Flujo Operativo Depurado (Utilidad Operacional + Depreciación + Amortización) al mismo corte que el pasivo es menor a 0.75.
- Que la relación de cada uno de los Originadores correspondiente a Pasivo de corto plazo del Fideicomiso relativo a cada Originador (desembolsos proporcionales a realizarse en los próximos doce meses) dividida sobre el Flujo Operativo Depurado de cada Originador (Utilidad Operacional + Depreciación + Amortización) al mismo corte que el pasivo es menor a 0.75.

En dicha circunstancia, todos los recursos que así ingresen al Fideicomiso no se restituirán a los respectivos Originadores, sino por el contrario se quedarán retenidos y se acumularán dentro de una Cuenta Especial que el Fideicomiso abrirá en un banco, aplicando los mismos términos y condiciones estipulados en el Fideicomiso, y serán destinados para respaldar el pago de los pasivos con inversionistas, de conformidad con las Tablas de Amortización de las respectivas series. Al haberse verificado estas situaciones, la Fiduciaria: (a) dejará de aplicar la retención de los Flujos, (b) dispondrá que no ingrese la recaudación adicional establecida en el presente numeral, y (c) restituirá a los respectivos Originadores, los recursos así acumulados dentro del Fideicomiso, en la Cuenta Especial señalada en los párrafos anteriores, durante el período de aplicación del procedimiento extraordinario, en el monto que no haya sido utilizado por el Fideicomiso para pagar los Pasivos con Inversionistas.

De acuerdo al informe de rendición de cuentas a septiembre de 2012, la Fiduciaria indica que los índices se han mantenido dentro de los rangos establecidos contractualmente conforma a la información recibida por parte de los Originadores a julio de 2012, sin embargo señala también no haber recibido información de los Originadores Toni y Dipor por los meses de agosto y septiembre de 2012. Es crítico que todos los Originadores proporcionen de forma oportuna la información a la que se han comprometido contractualmente, a fin de mantener un adecuado control del proceso de titularización.

Retención de Flujos: La Fiduciaria retendrá el 100% de los flujos que ingresen al fideicomiso, correspondientes al flujo ordinario y al incremento de flujos de esta titularización, en los siguientes casos:



1. Cuando la relación consolidada de los 4 Originadores correspondiente a Pasivo de corto plazo del fideicomiso (desembolsos a realizarse en los próximos doce meses) dividida sobre el Flujo Operativo Depurado (Utilidad Operacional + Depreciación + Amortización) al mismo corte que el pasivo es mayor a 1.25. Este indicador se medirá en forma mensual y entrará en vigencia a partir del mes de Enero del 2011.
2. En caso de que la relación de cada uno de los Originadores correspondiente a Pasivo de corto plazo del Fideicomiso relativo a cada Originador (desembolsos proporcionales a realizarse en los próximos doce meses) dividida sobre el Flujo Operativo Depurado de cada Originador (Utilidad Operacional + Depreciación + Amortización) al mismo corte que el pasivo es mayor a 1.25. Este indicador se medirá en forma mensual y entrará en vigencia a partir del mes de Enero del 2011.
3. En caso de que un evento externo afecte en forma negativa a los Originadores, que reduzca sus ventas en un 50% o más, por tres meses consecutivos.

En caso de que se produzcan cualquiera de las causales antes señaladas, la Fiduciaria: (i) no restituirá el Exceso de Flujos de Fondos a los Originadores hasta cuando los Flujos retenidos alcancen un monto correspondiente al 100% del saldo pendiente de pago de capital e intereses de los Valores efectivamente colocados entre Inversionistas; y, (ii) de haberse acumulado recursos de esa manera y hasta por ese monto, llamará a una Redención Anticipada.

Conforme a lo indicado en el informe de rendición de cuentas a septiembre de 2012, la Fiduciaria reporta que los índices se han mantenido dentro de los rangos establecidos contractualmente conforma a la información recibida por parte de los Originadores a julio de 2012, sin embargo señala también no haber recibido información de los Originadores Toni y Dipor por los meses de agosto y septiembre de 2012. Es crítico que todos los Originadores proporcionen de forma oportuna la información a la que se han comprometido contractualmente, a fin de mantener un adecuado control del proceso de titularización.

Evaluación de los Originadores y del Agente de Manejo

El Originador "A", Industrias Lácteas Toni S.A. fue constituido de conformidad con la legislación de la República del Ecuador en la ciudad de Guayaquil, se dedica a la concentración, fermentación, cultivo de leche, yogurt, elaboración de yogurt, mantequilla, gelatinas, flan, helados y demás productos comestibles, actividad que se mantiene hasta la actualidad y por las cuales el Originador genera cuentas por cobrar que le permiten proyectar una generación futura de flujo de fondos. En el año 2011 la entidad generó ventas netas por US\$137.4 millones, que evidenció un crecimiento de 16% en relación al ejercicio 2010, mientras los costos de ventas representaron 71.2% de los ingresos netos del año mientras los gastos operacionales representaron 18% de los ingresos netos del periodo. Es importante mencionar que las cifras de los estados financieros al 2010 fueron evaluadas bajo NEC y el año de transición a las NIIF corresponde al 2011. Al mes de octubre de 2012 la empresa acumuló ventas netas por US\$123 millones y generó una utilidad de US\$12.2 millones, siendo yogurt, seguido de leche sabores y luego gelatina, los productos que más contribuyeron en términos de margen bruto. De la clasificación de los ingresos del Originador por canal de ventas se observa una importante concentración de ventas a su compañía relacionada Dipor. El Originador cuenta con programas de Desarrollo Sostenible, Ecoeficiencia, ISO 14001, ISO 9001, Programas de Producción más limpia (incluyendo controles en los consumo de agua, combustible, emisión de carga contaminante, consumo de energía, reciclaje, entre otros), educación ambiental, Programas de reciclaje, etc.

El Originador "B", Plásticos Ecuatorianos S.A. fue constituido de conformidad con la legislación de la República del Ecuador, en octubre de 1967 en la ciudad de Guayaquil. Se dedica a la fabricación y comercialización de envases plásticos, por las cuales el Originador genera cuentas por cobrar que le permiten proyectar una generación futura de flujo de fondos. De acuerdo a las líneas de negocio, la entidad comercializa por un lado, artículos descartables de los cuales una parte se comercializa bajo la marca registrada "Alegria"; y por el otro lado, los industriales, donde los principales compradores son industrias dedicadas a los aceites comestibles, lubricantes, agua, pinturas, alimentos, químicos y agroquímicos. Dentro de las políticas de la entidad están las de calidad, las cuales se orientan a buscar permanentemente el liderazgo en la fabricación y venta de envases plásticos, por medio de procesos basados en la norma ISO 9001:2008; además de la incorporación de nuevas tecnologías y el desarrollo del personal. De acuerdo a las cifras proporcionadas por el emisor, las ventas durante los primeros diez meses del año 2012 sumaron US\$34.3 millones con costos de ventas de US\$21.9 millones para alcanzar una utilidad antes de impuestos de US\$5.2 millones. Cabe indicar que 38% de las ventas mencionadas se realizaron con la empresa relacionada Ind. Lácteas Toni S.A. y 35% con otras distribuidoras relacionadas.

El Originador "C", Heladosa S.A. fue constituido de conformidad con la legislación de la República del Ecuador, en la ciudad de Guayaquil cuyo objeto es la industrialización de productos agroindustriales, en la elaboración de helados de crema y demás productos relacionados y derivados con la heladería y pastelería, por las cuales el Originador genera cuentas por cobrar que le permiten proyectar una generación futura de flujo de fondos. De acuerdo a las cifras proporcionadas por el emisor, las ventas netas acumuladas entre enero y octubre de 2012 fueron de US\$18.3 millones con un costo de ventas de US\$10.6 millones y gastos operacionales de US\$6.2 millones que significaron una utilidad de US\$1.5 millones y una recuperación de las pérdidas parciales mostradas al inicio del año por el significativo monto de gastos de mercadeo incurridos en el periodo. La compañía comercializa su marca "Topsy" y cuenta con varios canales de distribución que le permiten llegar a lugares no cubiertos por la competencia, lo cual es parte de su estrategia comercial.

El Originador "D", Distribuidora Importadora Dipor S.A. (que reemplazó a Geyoca C.A.) fue constituido de conformidad con la legislación del Ecuador, en la ciudad de Guayaquil cuyo objeto es la distribución de productos de consumo masivo, principalmente productos alimenticios, artículos plásticos, entre otros; las flujos de la entidad provienen de la distribución a nivel nacional hacia tiendas de abarrotes (44% de las ventas), supermercados (29%), panaderías (8%) y la diferencia es cubiertas por otros tipos de canales con menor participación relativa; independientemente de lo mencionado, las rutas aportadas al fideicomiso son en la ciudad de Guayaquil y ciudades cercanas, denominadas foráneas entre las que figuran, Daule, Nobol, Santa Lucia, Palestina, Vinces, Balzar, Palenque, Salitre, Samborondón, Petrillo, Tarifa y Laurel. Estas plazas y las demás a nivel nacional son cubiertas con sus 17 agencias a nivel nacional.

El Agente de Manejo, la Administradora de Fondos y Fideicomisos BG (AFFBG), inició sus operaciones el 30 de mayo de 1994, acumulando una amplia experiencia en el negocio y formando parte activa del Grupo Financiero Banco de Guayaquil. En el mes de febrero de 2012, la Administradora comunicó al mercado el siguiente hecho relevante: "De conformidad con lo previsto en el Artículo 25 de la Ley de Mercado de Valores en concordancia con el Artículo 4, Capítulo II "Hechos Materiales o Relevantes", Título I de la Codificación de Resoluciones expedidas

por el Consejo Nacional de Valores, cúmpleme informar a usted que la Administradora de Fondos de Inversión y Fideicomisos BG S.A. ha cambiado su denominación social por ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN Y FIDEICOMISOS FUTURA, FUTURFID S.A.; y, ha reformado su Estatuto Social, actos societarios que se instrumentaron mediante la escritura pública autorizada el 10 de enero de 2012 por el abogado Roger Arosemena Benites, Notario Trigésimo Quinto del cantón Guayaquil; los mismos que fueron aprobados por la Superintendencia de Compañías mediante Resolución No. SC.IMV.DJM.V.DAYR.G.12.0000296, emitida el 19 de enero de 2012, e inscrita en el Registro Mercantil de Guayaquil el día 14 de febrero de 2012." Al mes de agosto de 2011 la entidad había sido clasificada en Categoría de Riesgo EA1, destacando que la política de administración de riesgo se basa en claras directrices debidamente socializadas y reconocidas dentro de la organización, y acordes con la aplicación de las buenas prácticas de negocio requeridas por el mercado. La empresa cuenta con un suficiente grado de formalización de la estructura para la toma de decisiones en el área de inversiones. La forma de definir y controlar los riesgos que se está dispuesto a asumir tanto en cada activo individual como a nivel de cartera de inversiones es aceptable y conducente a decisiones saludables. El seguimiento del portafolio de activos y de las inversiones en forma individual tiene un enfoque para soportar una adecuada administración de los riesgos. La Administradora ha establecido políticas, procesos y procedimientos formales para su gestión operativa interna y de negocios, lo que aporta positivamente para un adecuado control interno, administración de procesos y gestión de riesgos.

A su vez, el informe auditado al 2011 de la Administradora -estados financieros reportados bajo NIIF acorde con lo establecido por el ente de control-, menciona entre otras cosas, que la Fiduciaria contó con activos por US\$3.45 millones que significó un crecimiento anual de 2.5%; pasivos totales por US\$327 mil (principalmente compuesto por pasivos de corto plazo como cuentas por pagar) mostrando una variación de -8.6% en relación al año 2010 y patrimonio por US\$3.13 millones (básicamente compuesto por capital social) que representó un incremento anual de 3.8%. Paralelamente, registró ingresos por US\$4.9 millones provenientes de honorarios por administración de fondos de inversión y fideicomisos, que significó un crecimiento de 6.3% respecto al año 2010; así como egresos por US\$4.8 millones (principalmente por gastos de administración), lo que supuso un aumento anual de 10.5%, generando así al cierre del año 2011 una utilidad neta de US\$114 miles frente a US\$234 miles del 2010. Luego del cambio de nombre y de accionistas efectuado en el presente año, al mes de noviembre de 2012, los activos de la entidad disminuyeron a US\$1.1 millones, con pasivos por US\$168 miles y un patrimonio de US\$757 miles, así como ingresos acumulados en los primeros diez meses del año por US\$1.61 millones frente a gastos por US\$1.44 millones. La Fiduciaria registraba a noviembre de 2012 un portafolio de 97 fideicomisos por un monto total de US\$136.66 millones, distribuidos entre fideicomisos de administración (54), inmobiliarios (4), de garantía (10), titularización (18), y patronales (1), además de encargos fiduciarios (10).

Criterio de la Calificadora sobre la Legalidad de la Transferencia de Dominio

La Calificadora, para la calificación inicial, consideró que el proceso de titularización evaluado guarda concordancia con lo establecido por la normativa legal vigente en el Ecuador, por lo que no presentó indicios de ilegalidad y ningún tipo de impedimento en la forma de transferencia de dominio de los activos al patrimonio de propósito exclusivo. Una vez que se ha verificado la información al 31 de octubre de 2012 contenida en la documentación suministrada por la Fiduciaria y los Originadores, con respecto a los términos establecidos en el contrato de la titularización, se mantiene este criterio. No obstante, se deja expresa constancia que la responsabilidad de la Calificadora con respecto a la legalidad del proceso de titularización está limitada acorde lo establece el artículo 144 de la Ley de Mercado de Valores, que menciona: "La transferencia de dominio de activos desde el originador hacia el patrimonio de propósito exclusivo podrá efectuarse a título oneroso o a título de fideicomiso mercantil, según los términos y condiciones de cada proceso de titularización. Cuando la transferencia recaiga sobre bienes inmuebles, se cumplirá con las solemnidades previstas en las leyes correspondientes. A menos que el proceso de titularización se haya estructurado en fraude de terceros, lo cual deberá ser declarado por juez competente en sentencia ejecutoriada, no podrá declararse total o parcialmente, la nulidad, simulación o ineficacia de la transferencia de dominio de activos, cuando ello devenga en imposibilidad o dificultad de generar el flujo futuro proyectado y, por ende derive en perjuicio para los inversionistas, sin perjuicio de las acciones penales o civiles a que hubiere lugar. Ni el originador, ni el agente de manejo podrán solicitar la rescisión de la transferencia de inmueble por lesión enorme".

Metodología Utilizada para el Cálculo del Índice de Desviación

De acuerdo a lo establecido en la Codificación de las Resoluciones expedidas por el Consejo Nacional de Valores se establece que para titularizaciones de Flujos Futuros se determine el índice de desviación de los flujos a titularizar. El mecanismo de garantía deberá cubrir al menos 1.5 veces el índice de desviación. El análisis del índice de desviación, calculado por el Estructurador Financiero, consideró la información histórica de 46 meses de las recaudaciones provenientes de los Derechos de Cobro de los compradores seleccionados, el cual utilizó la volatilidad trimestral móvil, considerando lo siguiente: a) de Industrias Lácteas Toni S.A. el 50% de las recaudaciones por las ventas en la Zona de Distribución "Quito" realizadas a través de la distribuidora "Ditoni Quito S.A."; b) de Plásticos Ecuatorianos S.A. el 30% de las recaudaciones por las ventas a nivel nacional de artículos de consumo actualmente a través de "Distribuidores"; c) de Distribuidora Importadora Dipor S.A. anteriormente Distribuidora Geyoca C.A., el 100% de las Recaudaciones por las ventas realizadas a través de la Zona de Distribución "Centro de Guayaquil" y de Helados S.A. las recaudaciones por las ventas realizadas en las Zonas de Distribución "Quito, Cuenca y Loja" a través de los Distribuidores "Dipor", "Manuel Pesantez" y "Javier Calle", en forma mensual desde Enero 2006 a Octubre 2009. De las consideraciones mencionadas, el índice de desviación general fue de 5.48%. No obstante, manteniendo su criterio conservador, la Calificadora de Riesgo evaluó la desviación estándar trimestral de las recaudaciones trimestrales de esos mismos 46 meses provenientes de los compradores seleccionados de los 4 Originadores en los porcentajes titularizados, donde se obtuvo como resultado una desviación trimestral de US\$1,825,168 equivalente en términos porcentuales al 52.15% de la recaudación promedio trimestral.

Flujos Futuros Proyectados

Las recaudaciones conjuntas de los Originadores (de los compradores seleccionados en el porcentaje titularizado) mostraron una significativa tasa de crecimiento en los 46 meses considerados para el análisis inicial (Enero 2006 a Octubre 2009) del 16.70%; no obstante, manteniendo el nivel conservador, la Calificadora consideró como base para sus proyecciones de un escenario sensibilizado un crecimiento anual para el 2009 del 14% y posteriormente una tasa de crecimiento del 2% en las recaudaciones de los Flujos Futuros a partir del 2010. Bajo este supuesto, en el periodo mayo a octubre de 2012 se proyectó una recaudación de los compradores seleccionados de US\$11.28 millones, sin embargo, de acuerdo a la información proporcionada por la Administradora, las recaudaciones realizadas por los 4 Originadores en las proporciones correspondientes de los rubros comprometidos mostraron en ese mismo lapso un total de US\$18.39 millones, es decir se recaudó un 63% más de lo estimado.

Posteriormente, considerando lo mencionado, se evaluó la cobertura de los flujos de los compradores seleccionados y de los compradores que se agregaran de ser el caso, por activación del mecanismo "incremento de flujos" (en los casos en que según el escenario sensibilizado debería procederse a su retención) con respecto a los valores a pagar trimestralmente a los inversionistas, obteniéndose que los flujos esperados siguen cubriendo con suficiente holgura el saldo de la emisión de valores producto de la presente titularización.

Cobertura de los Mecanismos de Garantía

Bajo el escenario sensibilizado, para el análisis inicial se evaluaron dos mecanismos de garantía y su respectivo nivel de cobertura con respecto a la desviación trimestral estimada por la Calificadora, obteniéndose que: i) El exceso de flujo de fondos provea una cobertura de 2.35 veces de acuerdo a su promedio trimestral; y ii) El Fondo de Reserva provea una cobertura de 1.84 veces el índice de desviación. Dada la holgura de los flujos efectivamente aportados al Fideicomiso, la holgura de las coberturas estimadas inicialmente se mantiene.

Clasificación de la Capacidad de los Originadores para la Generación de Flujos

Para la clasificación de los Originadores, se evaluó la situación financiera histórica de cada empresa, basada en el análisis de la información contenida en los estados financieros a diciembre de cada período desde el 2003 hasta el 2011, más el corte interno a octubre de 2012, y los pasivos con costo tanto bancarios y no bancarios con una tasa de interés vigente ponderada por transacción. Del análisis de los elementos cuantitativos, no se han encontrado elementos adicionales de riesgo, por lo que, basados en los puntos anteriormente señalados más los procedimientos metodológicos propios de la Calificadora, se considera que la capacidad de cada Originador para la generación de los flujos a titularizar que permitan el pago de capital e intereses, en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se verá afectada en forma significativa ante posibles cambios en los diferentes Originadores, en el sector al que pertenecen y en la economía en general, se calificó como "Adecuada". Cabe anotar que las pérdidas parciales presentadas por el Originador C al inicio del año 2012 (y que obedecían a un significativo aumento de sus gastos de mercadeo) fueron superadas, según se evidenció en la evolución financiera del resto del año.

Análisis Financiero de la Operación

Del análisis de la capacidad de generación de flujos, se observa que los Originadores en conjunto muestran una Adecuada capacidad de generación de flujos futuros y que el activo generador de los flujos titularizados tiene excelente capacidad para cubrir con las obligaciones contempladas en el contrato de fideicomiso. No obstante, con el objeto de evaluar la capacidad del Fideicomiso en el escenario en que los Originadores hayan suspendido su funcionamiento por cualquier impedimento legal o económico exógeno, se han considerado los siguientes factores: i) El activo generador de los flujos futuros corresponderá a la recaudación proveniente de los compradores seleccionados; ii) El Fondo de Reserva corresponde al 200% del próximo dividendo a pagar; iii) La Recaudación Preventiva, corresponde a la retención de los flujos provenientes de los compradores seleccionados y al mecanismo "incremento de flujos", en los primeros 5 meses de cada año de vigencia de los valores emitidos; y iv) La Recaudación en crisis, corresponde a una recaudación muy decreciente en los siguientes 3 meses de producida la retención preventiva de los flujos provenientes de la recaudación de los compradores seleccionados y al mecanismo de garantía "incremento de flujos".

De lo anterior, se concluye que: i) En un escenario normal sensibilizado, los flujos generados por el activo titularizado cubrirían con suficiente holgura a la emisión de valores producto de la presente titularización, aún con una tasa de crecimiento inferior a la mostrada históricamente; y ii) En un escenario con recaudación preventiva y en crisis, se retendrían los excedentes en el Fideicomiso de los Flujos de los compradores seleccionados y los flujos provenientes del incremento de flujos cuando ocurran las causales especificadas y se procedería a la ejecución de los otros mecanismos de garantía. Bajo este escenario, la evaluación realizada por la Calificadora, da como resultado que los mecanismos de garantía en conjunto con las causales de retención de flujos del presente proceso de titularización de flujos futuros, darían una amplia cobertura al índice de desviación de los flujos titularizados, lo que correspondería a la categoría básica de riesgo "AAA-".

Calificación Preliminar de la Titularización

La calificación preliminar es producto de corregir la categoría básica en función de la evaluación de los factores cualitativos analizados entre los que se encuentran el contrato de Fideicomiso, capacidad de los Originadores para la generación de flujos, capacidad del administrador del Fideicomiso, características del patrimonio autónomo, cumplimiento de instrucciones fiduciarias, etc. De acuerdo a lo señalado en puntos anteriores, el Fideicomiso "Titularización Sindicada Flujos - Cadena Productiva Integrada" originado por Industrias Lácteas Toni S.A., Plásticos Ecuatorianos S.A., Heladosa S.A. y Distribuidora Importadora Dipor S.A., es un patrimonio autónomo que está conformado por todos los recursos y derechos aportados por los Originadores en las proporciones previamente expuestas y, los que aporte en el futuro; por los activos, pasivos y contingentes que se incorporen al Fideicomiso por efecto de la ejecución del contrato de fideicomiso. Constituyen Activos del Fideicomiso, además de todos los bienes y derechos aportados por los Originadores, los rendimientos que se generen como producto de los dineros que permanezcan en el Fideicomiso, y los beneficios económicos y/o utilidades que pueda generar el Fideicomiso Mercantil por el manejo de los bienes que realice la Fiduciaria.

El proceso de titularización como se ha expuesto previamente, no presenta hasta la fecha de la presente actualización evidencia de riesgo legal, particularmente en lo que hace referencia a la estructuración del contrato de fideicomiso y a la legalidad de la transferencia de dominio; los Originadores son compañías con experiencia local e importante posicionamiento en el medio; y la firma administradora del fideicomiso está dirigida por profesionales del medio de destacada experiencia y trayectoria nacional. Más allá de ciertas observaciones de índole operativo de dos Originadores y a circunstancias de mercadeo propias de productos en crecimiento que afectaron a uno de ellos en el primer trimestre del presente año, se considera que en conjunto la capacidad de pago del Fideicomiso no se ha visto alterada dada la holgura que presentan los flujos, y conforme a la metodología de calificación aplicada, se sigue manteniendo la calificación de los Factores Cualitativos en NIVEL-2, si bien se monitoreará mensualmente el cumplimiento de los informes del Supervisor. El nivel de riesgo cualitativo es utilizado para corregir la categoría básica asignada previamente, donde el nivel 1 implica el incremento de una categoría, el nivel 2 el mantenimiento de la categoría y los niveles siguientes una reducción de la misma en proporción a la ubicación encontrada. Por lo tanto, en el presente caso la categoría básica se mantiene, por lo que la calificación preliminar corresponde a "AAA-".

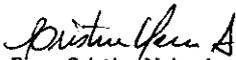


Calificación Final de Riesgo

Tomando en conjunto los argumentos expuestos en este resumen, el Comité de Calificación, sobre la base de la aplicación de los procedimientos de calificación registrados por la firma, se pronunció por mantener a la "TITULARIZACIÓN SINDICADA FLUJOS - CADENA PRODUCTIVA INTEGRADA" originada por Industrias Lácteas Toni S.A., Plásticos Ecuatorianos S.A., Heladosa S.A. y Distribuidora Importadora Dipor S.A. por un monto de hasta US\$20,000,000.00, en Categoría de Riesgo "AAA-".

Dando cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 190 de la Ley de Mercado de Valores, a nombre de Sociedad Calificadora de Riesgo Latinoamericana S.A. y en mi condición de representante legal de la empresa, declaro bajo juramento que ni la calificadora de riesgo, ni sus administradores, miembros del comité de calificación, empleados a nivel profesional, ni los accionistas se encuentran incurso en ninguna de las causales previstas en los literales del mencionado artículo. Cabe destacar que la Calificación de Riesgo otorgada por la Calificadora a la "TITULARIZACIÓN SINDICADA FLUJOS - CADENA PRODUCTIVA INTEGRADA" originada por Industrias Lácteas Toni S.A., Plásticos Ecuatorianos S.A., Heladosa S.A. y Distribuidora Importadora Dipor S.A., no implica recomendación para comprar, vender o mantener valores emitidos por la institución, ni implica una garantía de pago de los mismos, ni estabilidad de sus precios, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. En ningún caso la calificación de riesgo considera la solvencia del originador o del agente de manejo o de cualquier tercero.

Atentamente,


Econ. Cristina Neira A.
Presidente
Diciembre/2012