


VALORES VTC-PRIMERA-AZENDE

Calificación Inicial

PRIMERA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS-AZENDE
Calificación

| Serie | Calif. Inicial |
|-------|----------------|
| A | AA+ |
| B | AA+ |

Características de la Emisión

| CARACTERÍSTICAS TÍTULOS | | |
|-------------------------|------------|------------|
| | Serie A | Serie B |
| Monto a Emitir | USD 4 MM | USD 2 MM |
| Plazo total | 1800 días | 1080 días |
| Amortización Capital | Trimestral | Trimestral |
| Pago Interés | Trimestral | Trimestral |
| Tasa de interés | 8.50% | 7.75% |
| Base cálculo interés | 360 días | 360 días |

Punto de equilibrio: 1 valor

Contrapartes Relevantes**Originador:** Corporación Azende Cia. Ltda.**Fiduciaria:** Unifida S.A.**Estructurador Financiero:** Analytica Securities C.A.**Estructurador Legal:** Profilegal Cía. Ltda.**Contactos**Carlos Ordóñez, CFA
carlosordonez@bankwatchratings.com

(593)-2-254-8393 (593)-2-222-323

Sonia Rodas
Sonia.rodas@bankwatchratings.com

(593)-2-254-8393 (593)-2-222-323

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El comité de calificación de BankWatch Ratings ha decidido otorgar a las Series A y B que emitirá el Fideicomiso Mercantil Irrevocable “Primera Titularización de Flujos – Azende”, la calificación de AA+ que de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores, “**corresponde al patrimonio autónomo que tiene muy buena capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.**”

La calificación otorgada es una calificación local que indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano, por lo tanto no incorpora el Riesgo País ni los efectos que se generarían por cambios en la política monetaria y/o cambiaria.

En vista de que la generación de los flujos del fideicomiso para el pago a los inversionistas depende del Originador y su comportamiento, esta calificación se fundamenta en el análisis realizado por Bankwatch Ratings a Corporación Azende en relación a su capacidad de pago y desempeño como negocio en marcha, así como en la estabilidad y cobertura de las series a emitirse con los flujos a los que tendrá derecho el Fideicomiso.

El Comité de Calificación le otorgó al Originador una calificación de riesgo de crédito en un grado alto de inversión, menor a la calificación otorgada a la Titularización, y una calificación de “negocio en marcha” consistente con la calificación de la transacción. La prelación que otorga la estructura planteada a los inversionistas de esta titularización y la moderadamente baja proporción de esta emisión en el pasivo total del Originador (25.3%), le dan mayor fortaleza frente a las obligaciones generales del Originador, lo que se refleja en la calificación otorgada.

La calificación considera el hecho de que el mecanismo de recaudación de los flujos mitiga pero no elimina totalmente el riesgo de desvío de flujos, dado que el agente de recaudo es el propio Originador. La entrega del efectivo correspondiente al derecho de cobro recaudado dependerá del cumplimiento de Corporación Azende con esta obligación. Con respecto a la

FECHA COMITE: Noviembre 05, 2010

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



recepción de los pagos en cheques, estos serán girados por los compradores directamente a nombre del Fideicomiso, por lo que el riesgo de desviación de estos flujos se mitiga.

Se realizó el análisis de la cobertura de los dividendos trimestrales a pagarse con los flujos que ingresen al Fideicomiso. Aun considerando únicamente la recaudación en cheques, se estima que la cobertura sería consistente con la calificación otorgada.

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la validez legal y vigencia del patrimonio autónomo.

Análisis FODA del Originador

FORTALEZAS

- Eficiencia en la red de distribución masiva reconocida por importantes empresas de consumo.
- Cobertura de 65.000 puntos de venta con una frecuencia de 2 veces por semana.
- Sistema de información centralizado y operaciones conectadas en línea que permiten generar reportes diarios (estadísticas) con gran detalle, para uso interno y proveedores.
- Productos distribuidos de gran aceptación y penetración en el mercado.
- Contratos de exclusividad para la distribución con importantes marcas.

OPORTUNIDADES

- Vigencia de política de aranceles para licores importados.
- Incremento de nuevos proveedores que desean participar de la cadena de distribución de la empresa.
- Aumento de ventas con proveedores actuales ("share of wallet").
- Demanda permanente de productos de consumo masivo.

DEBILIDADES

- Concentración de proveedores en el negocio de distribución.
- Inversión en empresas relacionadas todavía no generan utilidad.
- No existen políticas definidas en relación a prestamos e inversión en empresas relacionadas

AMENAZAS

- Inestabilidad macro económica.
- Inversión en empresas relacionadas que no generan utilidad.
- No existen políticas definidas en relación a prestamos e inversión en empresas relacionadas

HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

Mediante Resolución No. SC-DIC-C-09-0765 8178 del 21 de diciembre del 2009, fue autorizada la fusión por absorción de la Compañía Distribuidora Jucremo JCC Cía. Ltda. con Destilería Zhumir Cía. Ltda.

Los estados financieros auditados del año 2009 así como los balances interinos del 2010, corresponden a la empresa fusionada Distribuidora de Productos JUCREMO JCC Cía. Ltda. y Destilería Zhumir Cía. Ltda. Los balances interinos del 2010 fueron presentados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

CORPORACIÓN AZENDE (Originador)

La metodología de calificación de titularizaciones de flujos futuros requiere que, puesto que los flujos futuros que pagarán las obligaciones del Fideicomiso dependen de la continuidad del Originador como negocio en marcha, se haga un análisis profundo respecto al mismo. Partiendo de ese análisis se realiza una valoración del riesgo de la Titularización, considerando además la fortaleza que le brinda la estructura frente a las obligaciones generales del Originador.

Se realizó el análisis de sus estados financieros auditados de Corporación Azende a diciembre-09, balances internos a septiembre-2010, e información adicional presentada correspondiente a las fechas de análisis.

El Comité de Calificación le otorgó al Originador una calificación de riesgo de crédito en un grado alto de inversión, menor a la calificación otorgada a la Titularización, y una calificación de "negocio en marcha" consistente con la calificación de la transacción. La prelación que otorga la estructura planteada a los inversionistas de esta titularización y la moderadamente baja proporción de esta emisión en el pasivo total del Originador (25.3%), le dan mayor fortaleza frente a las obligaciones generales del Originador, lo que se refleja en la calificación otorgada.

La calificación de continuidad del negocio considera el posicionamiento de las marcas que posee Corporación Azende, con énfasis en su línea Zhumir. El posicionamiento del producto en el mercado aporta para que en un escenario de estrés elevado, el valor de la empresa como negocio en marcha supere al valor de realización de sus activos fijos, generando incentivos para que los acreedores reestructuren la deuda aún luego de incumplir en algunas de sus obligaciones financieras.

La empresa mantiene la tendencia positiva esperada, luego de los cambios administrativos,



financieros y de la naturaleza del negocio que ocurrieron luego de la fusión, de Jucremo con Destilería Zhumir. Los niveles de endeudamiento y los niveles de cobertura con liquidez frente a las obligaciones de corto plazo y en general en todos los aspectos financieros se mantiene en una mejor posición luego de la fusión de las dos compañías.

Se considera una fortaleza el hecho de que la Compañía se desenvuelve en un segmento de mercado de consumo que en general tiene una baja exposición a efectos de crisis macroeconómicas, comparativamente con otros sectores. Una de las ventajas competitivas de la empresa es el alto posicionamiento de sus productos, y su cadena de distribución tiene ventajas diferenciales que le permiten adaptarse a las necesidades de los productos que distribuye.

Al igual que en el seguimiento anterior, la perspectiva de la calificación es positiva, ya que se espera que se muestre en el tiempo la sostenibilidad de los indicadores y al menos se mantenga la actual estructura de apalancamiento y la generación de flujos en relación a las obligaciones.

Con respecto a su administración, la plana gerencial es nombrada por la Junta General de socios. La Administración tiene experiencia y formación técnica en cada una de las áreas que maneja.

Corporación Azende se crea a partir de la fusión realizada en diciembre-09 de Destilería Zhumir y Jucremo JCC. La nueva compañía tiene como objeto principal según sus estatutos, la producción, compra venta, importación y exportación al por mayor y menor de productos alimenticios y bebidas alcohólicas y no alcohólicas de consumo humano, así como maquinaria y repuestos para la industria alimenticia, destilería, importación y exportación de productos agrícolas. Así como la distribución, comercialización, conservación, almacenamiento, venta al por mayor y menor de lubricantes y/o grasas, derivados de petróleo. Además con la última reforma de estatutos la Corporación ha dejado abierta la posibilidad de incursionar en negocios como el inmobiliario, distribución de productos relacionados a la salud, derivados de plásticos y plásticos.

Destilería Zhumir se fundó en el año 1966 en la ciudad de Cuenca, la cual comenzó produciendo licor destilado de caña de forma artesanal. La aceptación del producto le permitió empresa crezca hasta convertirse en una compañía con procesos totalmente industrializados.

La compañía Distribuidora de Productos JUCREMO JCC Cía. Ltda. (JUCREMO) se constituyó en Cuenca en 1999. Inició como un

distribuidor de los productos Zhumir, sin embargo el rápido crecimiento y conocimiento del mercado le permitió ganar un prestigio nacional con su cadena de distribución y así empresas nacionales y extranjeras optaron por distribuir sus productos a través de JUCREMO, en muchos casos con contratos de exclusividad.

▪ ANÁLISIS DE ACTIVO SUBYACENTE

La primera fuente de pago de las obligaciones asumidas por el Fideicomiso con los inversionistas serán los flujos recaudados por el derecho de cobro futuro que se genere por las ventas futuras de productos (excluidos lubricantes) en las rutas del Cantón Cuenca y Azogues. Por este motivo, el análisis se centra principalmente en las ventas históricas de Corporación Azende, y en su capacidad de generar en el futuro suficientes flujos para el pago de los valores que emitirá la presente titularización.

Evolución de las Ventas

Corporación Azende (AZ) se dedica a la distribución de productos tanto propios como de terceros. Su capacidad instalada le permite tener cobertura a nivel nacional de alrededor de 65,000 puntos de venta, a los que realiza visitas de una a dos veces por semana.

La distribución se encuentra repartida en más de 200 rutas a nivel nacional, categorizadas dentro de 19 macrorutas, según el sector geográfico y el tipo de producto (consumo o lubricantes). Adicionalmente, utilizan un canal independiente para la distribución a locales propios o relacionados.

La principal línea propia de AZ es Zhumir, que compete dentro del sector de bebidas alcohólicas, y representa aproximadamente el 30% de las ventas totales de la empresa. De acuerdo a AZ, la marca tendría una participación de 23% dentro del segmento de bebidas alcohólicas, y de 47% si se consideran solamente los licores de caña con precios económicos. A esta se suma la producción de Vivant, línea que compete dentro del segmento de bebidas no alcohólicas, y que representa alrededor de 9% de las ventas de AZ.

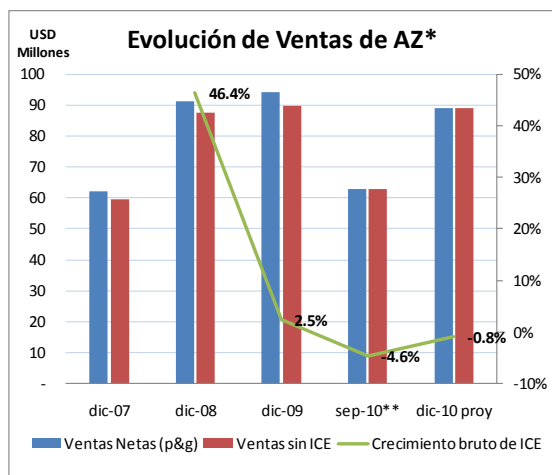
Con respecto a la distribución de productos de terceros, la empresa ha decidido enfocarse en contratos de distribución que le otorguen un margen de ventas atractivo y exclusividad a nivel nacional. De estos, el más importante es Gatorade, que representa un poco más del 30% de las ventas de AZ, producto que distribuye desde el año 2001 y que se respalda en un contrato con vencimiento en el año 2016.

Adicionalmente, la Empresa maneja la distribución a nivel nacional de los lubricantes Shell, con camiones y rutas propias de ese mercado. Esta línea representa en promedio un 18% de las ventas totales de AZ y de acuerdo a la administración en pocas semanas se firmaría la renovación de su contrato por tres años más.

Como se puede observar, existe concentración de las ventas de AZ en pocos productos de terceros. No obstante, este riesgo se encuentra mitigado por el tiempo de relación con los clientes más importantes, la existencia de contratos formales de distribución de mediano y largo plazo; la importancia de los productos propios en el total de ventas de AZ; y la capacidad de la Empresa de conseguir otros productos para distribuir, dada las fortalezas en cuanto a cobertura geográfica, eficiencia y generación de información estadística útil para la gestión comercial de sus clientes.

Uno de los efectos contables de la fusión de Destilería Zhumir y Jucremo en diciembre-09, consiste en que tanto el costo de ventas como las ventas de AZ dejan de incluir el impuesto a los Consumos Especiales (ICE), para ser registrados en una cuenta por pagar al Servicio de Rentas Internas. Por este motivo el crecimiento de las ventas brutas de ICE refleja mejor la tendencia de las ventas de la Corporación.

En el gráfico siguiente se puede apreciar el crecimiento histórico de las ventas (brutas de ICE) de AZ. Cabe indicar que el crecimiento atípico existente en el año 2008 se debió principalmente a la incorporación de la distribución de la línea Shell.



* Ventas brutas de ICE, sin IVA. Las ventas de los años 2007 a 2009 corresponden a las realizadas por la compañía Jucremo

** A partir de la fusión de Jucremo y Destilería Zhumir, el Impuesto a los Consumos Especiales (ICE) no forma parte de las ventas ni del costo de ventas.

Fuente: Corporación Azende

Elaboración: Bankwatch Ratings

Se puede apreciar que las ventas (brutas de ICE) de AZ crecen modestamente en el 2009, mientras que

en los primeros tres trimestres del 2010 se reducen en 4.6% respecto al mismo período del año anterior. La contracción de las ventas se explica por la cancelación de la distribución de varios productos de menor importancia, que no manejaban contratos de exclusividad y/o cuya rentabilidad no era atractiva para AZ. Para los próximos períodos la empresa espera conseguir un crecimiento de alrededor de 4%, lo que parece alcanzable.

Con respecto a la cobranza, la política de AZ establece plazos de pago que van entre 7 y 28 días, dependiendo principalmente del volumen de ventas y tipo de local. La morosidad es muy baja puesto que las ventas se encuentran repartidas en gran cantidad de clientes y a que los productos distribuidos tienen una alta rotación.

Gastos Proyectados del Fideicomiso

El nivel proyectado de gastos del Fideicomiso es inferior a los USD 10,000 mensuales, valor no material en relación con la emisión y el volumen proyectado de recaudación de los flujos generados por el derecho de cobro titularizado.

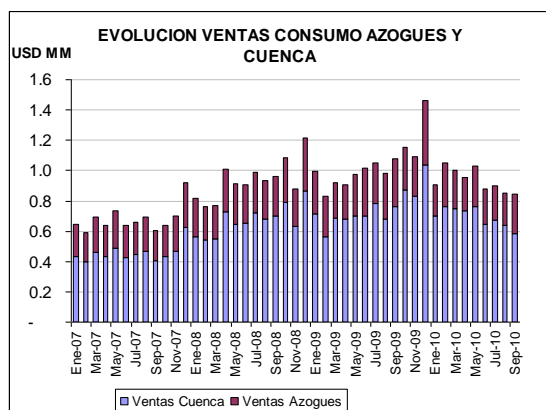
Análisis del Derecho de Cobro Titularizado

El derecho de cobro titularizado se genera cada vez que el Originador realiza una operación de venta de productos de consumo (excluidos lubricantes) a compradores de las rutas de distribución establecidas dentro de los cantones Cuenca y Azogues. Estos sectores geográficos son tradicionales para AZ (más de 20 años de atención en ambos casos) y se consideran parte del negocio central de la Empresa. En conjunto, las ventas a estas dos zonas representan aproximadamente el 18% de las ventas totales de la empresa.

La macroruta Cuenca incluye aproximadamente 30 rutas dentro del Cantón Cuenca, para distribuir a más de 8000 clientes entre mayoristas y minoristas, repartidos en 35 parroquias.

Por su parte, el Cantón Azogues es atendido a través de un codistribuidor, quien compra la mercadería a AZ y se encarga de la entrega y cobranza del producto vendido. No obstante, la fuerza de ventas de esta zona pertenece a AZ. La Empresa trabaja con este codistribuidor desde el año 2003 y mantiene garantías reales que cubren la mayor parte de su riesgo de crédito. Se considera que aún si esta relación comercial finalizara, AZ estaría en capacidad de continuar con la distribución a este cantón.

A continuación se puede observar la evolución de las ventas a través de las rutas del cantón Cuenca y Azogues (excluido lubricantes y brutas de ICE).



Nota: Ventas son brutas de ICE y no incluyen ventas de lubricantes ni ventas que realiza la AZ a través de sus propios locales.

Fuente: Corporación Azende

Elaboración: Bankwatch Ratings

Las ventas a estos dos cantones tienen un comportamiento similar al de las ventas totales, aunque con menor volatilidad. En el 2008 estas ventas se incrementaron en 37.75% debido tanto a un mayor volumen de ventas como a incrementos en el precio de la línea Zhumir. En el 2009 las mismas logran crecer en 10.8%, porcentaje mayor al crecimiento de las ventas totales en el mismo período. Por último, en los primeros nueve meses del año 2010 se aprecia una caída de 3.76% en las ventas brutas de ICE, lo que responde al enfoque en contratos de distribución con exclusividad a nivel nacional. En los siguientes años, se esperaría que la participación de estas rutas en las ventas totales de AZ se mantenga al menos en niveles similares.

Cobertura Proyectada de los Flujos Futuros

Para el cálculo de la cobertura trimestral que brindarían los flujos titularizados frente a los dividendos que deberá pagar el Fideicomiso, se optó por utilizar un escenario conservador, en el cual AZ vendería anualmente un valor inferior en 5% al de las ventas (brutas de ICE) del año 2009, a lo largo de la vida del Fideicomiso. Adicionalmente se ha considerado una morosidad de 1% del derecho de cobro.

Con este supuesto, y considerando la estacionalidad propia de sus ventas, la cobertura trimestral promedio sería de 9.4 y 6.6 veces para la serie A y B, respectivamente, lo cual se considera holgado. La cobertura se incrementa considerablemente luego del vencimiento total de la serie B en el trimestre 12.

Por otro lado, es importante indicar que aproximadamente el 50% de los flujos son recaudados por el Originador en efectivo, mientras que el 50% restante es pagado en cheque y será girado por los compradores a nombre del Fideicomiso. En el primer caso existe un riesgo de

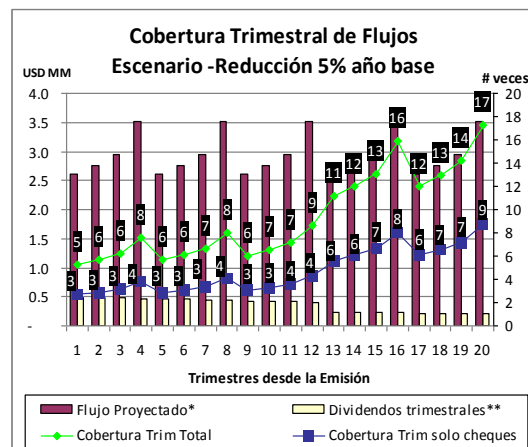
desvío de flujos antes de su ingreso al Fideicomiso, mientras que en el caso de los cheques, este riesgo estaría mitigado.

Para poder reconocer la prelación de los flujos que tiene el Fideicomiso consideramos necesario evaluar la cobertura que tendría la emisión solamente con la recaudación en cheques. En este caso, la cobertura trimestral promedio de las series A y B sería de 4.8 y 3.3 veces, respectivamente.

| ANÁLISIS DE COBERTURA TRIMESTRAL* | | |
|-----------------------------------|----------|----------|
| | Serie A | Serie B |
| Plazo | 51 meses | 36 meses |
| Cobertura mínima | 2.7 | 2.7 |
| Cobertura máxima | 8.7 | 4.4 |
| Cobertura Promedio | 4.8 | 3.3 |

* Incluye únicamente flujos a ser cobrados en cheque (50.6% del flujo total)

A continuación se puede visualizar la evolución de la cobertura trimestral bajo los supuestos explicados:



* Considera el flujo proyectado generado por ventas de rutas de los cantones Cuenca y Azogues, con reducción de 5% respecto al 2009. Se supone que el 50.6% de los pagos son en cheque.

** Supone la colocación total del monto autorizado de las series A y B.

Otro cálculo a mirar dentro de la metodología de la calificadora es la relación existente entre el menor flujo histórico anual analizado (año 2007) y el flujo anual más alto a pagar de las dos series en conjunto (primer año desde emisión). Ajustando el flujo por el efecto del ICE y considerando solamente la recepción en cheques, este cálculo arrojaría una cobertura anual de 2.15 veces.

Posteriormente se analizó un último escenario de estrés, considerando que parte de las ventas se encuentran concentradas en pocos productos de terceros. Suponiendo una caída de 40.1% en ventas, y únicamente considerando el flujo recaudado en cheque, el Fideicomiso aún podría cumplir con sus obligaciones, mostrando una cobertura de 1.6 veces.

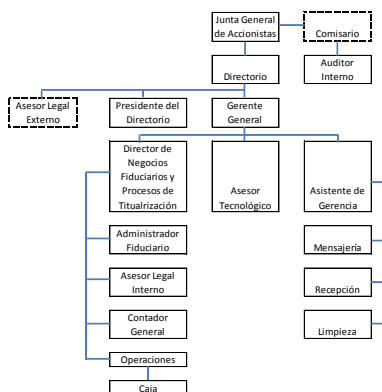
Por último, en el informe de estructuración financiera se indica la metodología y el resultado del cálculo del índice de desviación de los flujos proyectados, el cual se encuentra cubierto ampliamente por el exceso de flujos, de acuerdo a la norma legal vigente.

ANÁLISIS DE LA GARANTÍA GENERAL

A sep-10 los activos totales de la empresa ascendieron a USD 44.942M. De este valor, USD 16.223M fueron activos pignorados; los intangibles y/o diferidos sumaron USD 1.417M. Así los activos libres que sirven para garantía general de la emisión de obligaciones vigente y de la titularización analizada ascendieron a USD 30.902M. La emisión de obligaciones fue de USD 3.000M y el monto en circulación al 30 de septiembre es de USD 1751.5M, con lo cual existiría una cobertura de 17.65 veces sobre la emisión de obligaciones y la titularización de flujos futuros a emitirse.

| ACTIVOS | Activos Sep-2010 | Activos Pignorados | Activos Libres | Activos Diferidos o Intangibles | Activos Garantía General |
|--|------------------|--------------------|----------------|---------------------------------|---|
| Activos Líquidos | 897 | | 897 | | 897 |
| Cuentas por Cobrar | 11.134 | | 11.134 | | 11.134 |
| Inversiones Largo Plazo | 3.013 | | 3.013 | | 3.013 |
| Inventarios | 12.210 | 5.165 | 7.045 | | 7.045 |
| Impuestos Anticipados | 929 | | 929 | | 929 |
| Pagos Anticipados | 393 | | 393 | | 393 |
| Propiedades | 9.653 | 9.122 | 531 | | 531 |
| Otros Activos Fijos | 5.168 | 1.936 | 3.232 | | 3.232 |
| Construcciones en curso | 673 | | 673 | 673 | 0 |
| Activos Intangibles | 743 | | 743 | 743 | 0 |
| Otros Activos | 127 | | 127 | 0 | 127 |
| ACTIVO TOTAL | 44.942 | 16.223 | 28.719 | 1.417 | 30.902 |
| Monto de la Emisión Colocado | 3.000 | | | | |
| Monto Emisión en Circulación | 1.751 | | | | |
| Titularización Flujos Futuros por emitir | 6.000 | | | | |
| TOTAL OBLIGACIONES MERCADO | 7.751 | | | | |
| | | | | | Garantía General / Monto Emisión en Circulación |
| | | | | | 17,65 |
| | | | | | Garantía General / Monto Emisión en Circulación más Titularización por Emitir |
| | | | | | 3,99 |

Unifida S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos (Agente de Manejo)



Unifida S.A., La Administradora de Fondos y Fideicomisos, actuará como Agente de Manejo de la presente titularización.

Esta institución se constituyó mediante escritura pública otorgada ante el Notario Trigésimo Cuarto del Cantón Quito, el 17 de junio de 2008, y luego fue reformada en julio de 2008.

Si bien la Fiduciaria tiene pocos años en el mercado, los principales funcionarios de la institución tienen capacitación técnica y experiencia en el sistema financiero y otros sectores económicos. El gerente general tiene experiencia laboral en una empresa con canales de distribución importantes a nivel nacional.

Actualmente la Fiduciaria se encuentra administrando dos procesos de titularización, uno de los cuales es de flujos futuros.

Unifida S.A. administra la información fiduciaria en el sistema especializado Gestor Inc., con sus respectivos niveles de acceso y seguridad a los diferentes módulos del sistema. La información importante es respaldada a diario en medios ópticos y cintas magnéticas, y semanalmente son almacenadas en el casillero de seguridad de un Banco local.

En nuestro criterio, Unifida S.A. posee la capacidad técnica y administrativa necesaria para actuar como Fiduciaria del presente proceso de titularización.

CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN

El presente Fideicomiso podrá emitir Valores de Titularización de Contenido Crediticio (VTC), divididos en dos series de igual prelación.

La serie A tiene un monto autorizado de USD 4MM, y podrá emitirse a un plazo de 1800 días contados a partir de la fecha de emisión, con una tasa de interés anual y fija del 8.50%. Los valores de la serie A se denominarán "VTC – PRIMERA – AZENDE - serie A".

Por su parte, la serie B podrá ser emitida hasta por USD 2MM, a un plazo de 1080 días contados a partir de la fecha de emisión, con una tasa de interés anual y fija del 7.75%. Los valores de la serie B se denominarán "VTC-PRIMERA-AZENDE-serie B".

Ambas series tendrán amortización de capital y pago de intereses en períodos trimestrales vencidos contados a partir de la fecha de emisión.

Para efectos de cálculo de la tasa de interés se considerará una base de 360/360, que corresponde a años de trescientos sesenta días, de doce meses, con duración de treinta días cada mes.

Todos los valores tendrán una misma fecha de emisión que corresponda a la primera colocación



de cualquiera de los valores de cualquiera de las series.

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 determinó tal modificación.

▪ **ACTIVO SUBYACENTE**

El activo subyacente estará conformado principalmente por el Derecho de Cobro, el Depósito de Garantía y el Fondo Rotativo. Adicionalmente, los valores a emitirse gozan de la garantía subsidiaria del Originador.

A) Derecho de Cobro

El Originador aporta, cede y transfiere al Fideicomiso, el derecho a percibir la totalidad de los flujos correspondientes a las cuentas por cobrar, que deben ser pagadas por los clientes del Originador de las “rutas seleccionadas”, a favor del Originador, como consecuencia de las operaciones de venta de “productos” fabricados, comercializados y/o distribuidos por el Originador.

Los “productos” corresponden y corresponderán a alimentos y bebidas de cualquier tipo, tanto de fabricación propia, como de terceros, excluyéndose de manera expresa a lubricantes.

Las “rutas seleccionadas” son el conjunto compuesto por: (i) todas las rutas de distribución que el Originador ha establecido dentro del cantón Cuenca, provincia del Azuay, República del Ecuador (incluyendo las rutas de distribución actuales, así como también las rutas de distribución que puedan establecerse a futuro), y (ii) la ruta de distribución que el Originador ha establecido dentro del cantón Azogues, provincia del Cañar, República del Ecuador, a través de las cuales el Originador realiza y realizará operaciones de venta de productos fabricados, comercializados y/o distribuidos por el Originador, y que en virtud de tales operaciones se genera el derecho de cobro.

El derecho de cobro se genera automáticamente al momento mismo en que el Originador realiza una operación de venta de productos seleccionados a un comprador de la ruta seleccionada. En ese momento, y sin necesidad de formalidad adicional alguna, el derecho de cobro será única y exclusivamente del Fideicomiso. Se aclara de

manera expresa que el Originador será quien mantendrá todas las obligaciones comerciales ante los compradores.

Por otro lado, también se aclara de manera expresa que, en virtud de la presente titularización, el Originador asume una obligación “de hacer” que consiste en su obligación de fabricar, comercializar y/o distribuir productos seleccionados ante compradores de la ruta seleccionada, de tal manera que, como mínimo, se genere el derecho de cobro y los flujos que permitan pagar íntegra, cabal y oportunamente los pasivos con inversionistas y los pasivos con terceros distintos de los inversionistas.

A partir de la firma del contrato del Fideicomiso y dentro de los veinte (20) días hábiles posteriores a dicha fecha el Originador deberá: (i) informar, mediante simple carta, a los compradores de la “rutas seleccionadas” de la transferencia del derecho de cobro realizada por el Originador a favor del Fideicomiso; y, (ii) solicitar a los compradores de tales rutas que realicen la cancelación de las cuentas por cobrar utilizando los medios de pago consistentes en cheque o transferencia bancaria, mediante cheque girado a favor del Fideicomiso directamente o mediante transferencia bancaria dirigida a la cuenta del Fideicomiso directamente. Adicionalmente, el Originador se obliga a no formular solicitudes a estos compradores que, de alguna manera, modifiquen el esquema de cancelación de las cuentas por cobrar de manera distinta a lo antes señalado, mientras el Fideicomiso se encuentre vigente.

B) Depósito de Garantía

Este es un mecanismo de garantía cuyo propósito principal es cubrir desfases de liquidez en el corto plazo, debido a desviaciones temporales en el flujo titularizado.

Mientras no se coloquen valores entre inversionistas y con cargo a los flujos generados por el derecho de cobro y recibidos en la cuenta del Fideicomiso, la fiduciaria segregará y acumulará, al máximo posible, todos los flujos que sean necesarios a efectos de integrar inicialmente el depósito de garantía hasta alcanzar la suma de USD 351.000.

El depósito de garantía deberá cubrir, como mínimo, 1.50 veces el índice de desviación, calculado sobre el saldo de capital de los pasivos con inversionistas, en estricta proporción a los valores que hayan sido efectivamente colocados entre inversionistas, pero sin exceder del 100% del dividendo (capital e intereses) inmediato posterior de los valores efectivamente colocados entre inversionistas.



Con una periodicidad trimestral, luego de que se haya realizado el pago del correspondiente dividiendo trimestral de los valores a favor de los inversionistas, hasta dentro de los diez días calendario posteriores a la fecha de tal pago, en conjunto con el Originador, la fiduciaria practicará ajustes al depósito de garantía, de tal manera que éste no exceda de la relación antes anotada.

C) Fondo Rotativo

Los pasivos con terceros distintos de los inversionistas serán cancelados por el Fideicomiso con cargo a los recursos acumulados dentro del fondo rotativo, el cual comienza con la suma de USD 10,000, transferida y aportada por el Originador.

Cuando haya sido necesario utilizar los recursos del fondo rotativo, total o parcialmente, deberá reponérselo de acuerdo al orden de prelación indicado en el Fideicomiso. Si por cualquier causa no fuera posible reponerlo de esa manera, el Originador estará obligado a hacerlo dentro de los cinco días hábiles posteriores a la fecha en que la fiduciaria así lo haya solicitado mediante simple carta dirigida al Originador.

D) Garantía Subsidiaria

La garantía subsidiaria operará de la siguiente manera:

Si, llegado el día 65 contado desde el inicio de un período trimestral determinado, la fiduciaria observa que el monto aprovisionado dentro del Fideicomiso es inferior al 100% de la suma correspondiente al pago del dividendo de dicho período trimestral (amortización de capital y pago de intereses), entonces se activará la garantía subsidiaria otorgada por el Originador, la que consiste en su obligación de aportar y entregar al Fideicomiso, en dinero libre y disponible, los recursos suficientes y necesarios para completar la provisión del dividendo trimestral (capital más intereses) inmediato posterior de los pasivos con inversionistas. Esta obligación deberá cumplirla el Originador dentro de máximo tres días hábiles posteriores a la fecha en que la fiduciaria se lo comunique.

El Originador aclara de manera expresa que dicha garantía subsidiaria es revolvente por períodos trimestrales, en virtud de lo cual será exigible por el Fideicomiso, representado por la fiduciaria, de ser necesario, por cada trimestre, única y exclusivamente hasta por el 100% del monto del dividendo trimestral (capital más intereses) inmediato posterior de los pasivos con inversionistas.

▪ ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la validez legal y vigencia del patrimonio autónomo.

Recaudación de los Flujos

Corporación Azende Cía. Ltda. ha sido designada agente de recaudo y como tal tendrá las labores de recaudar el pago de las cuentas por cobrar titularizadas. El producto del recaudo deberá ser depositado en la cuenta del Fideicomiso máximo con un día hábil de posterioridad a su recepción.

Atendiendo lo dispuesto en el párrafo anterior, se aplicará lo siguiente: (i) cuando se trate de efectivo (billetes y monedas) pagado por los compradores, el agente de recaudo realizará el depósito bancario de dicho efectivo en la cuenta del Fideicomiso; (ii) cuando se trate de cheques girados por los compradores, tales cheques deberán estar girados directamente a la orden del Fideicomiso, y el agente de recaudo realizará el depósito bancario de tales cheques en la cuenta del Fideicomiso; y, (iii) cuando se trate de transferencias bancarias efectuadas por los compradores, el agente de recaudo gestionará que tales transferencias se realicen directamente hacia la cuenta del Fideicomiso.

Si, de manera excepcional, uno o varios de los compradores realiza el pago a favor del Originador en lugar de hacerlo, según lo solicitado, a favor del Fideicomiso directamente, el Originador: (i) ratificará expresamente y por escrito a tales COMPRADORES sobre la necesidad y obligación de que todos los pagos se hagan única y exclusivamente a favor del Fideicomiso, de manera directa; y, (ii) entregará a favor del Fideicomiso, mediante depósito en la cuenta del Fideicomiso, la totalidad de los recursos efectivizados que hayan sido pagados por tal o tales compradores hasta el día hábil inmediato posterior a la fecha de efectivización de tales recursos.

Se aclara expresamente que, además de la obtención de la autorización de oferta pública por parte de la Superintendencia de Compañías, mientras no se haya iniciado la recepción de los flujos en la cuenta del Fideicomiso en los términos señalados en los párrafos anteriores, no procederá la emisión de los valores de esta titularización.

En el caso de pagos efectuados por los compradores en efectivo (billetes y monedas), la logística del transporte de tales recursos en efectivo, desde los compradores hasta su depósito en la cuenta del Fideicomiso estará bajo la responsabilidad del agente de recaudo. Sin embargo, todos los costos y gastos derivados de



dicha logística de transporte serán de cuenta y cargo exclusivo del Originador. Así mismo, el Originador y el agente de recaudo asumirán toda responsabilidad física y legal por las sumas de dinero en efectivo recaudadas de los compradores y transportadas hasta su depósito en la cuenta del Fideicomiso (inclusive por casos de robo, hurto y/o recepción de dinero falsificado).

En caso de incumplimiento de las obligaciones asumidas por el agente de recaudo, el Comité de Vigilancia o la fiduciaria podrán resolver sobre el reemplazo del agente de recaudo.

Prelación de Pagos

Mientras no se emitan ni coloquen valores entre inversionistas, el Fideicomiso utilizará los flujos recibidos para (i) reponer el fondo rotativo, en caso de que hubiere disminuido; (ii) integrar el depósito de garantía hasta alcanzar la suma de USD 351,000; y restituir el remanente a favor del Originador.

Una vez emitidos los valores, con periodicidad semanal, en el último día hábil de cada semana, la fiduciaria destinará los flujos recibidos para aplicar el orden de prelación descrito a continuación:

- 1) Reponer el fondo rotativo, en caso de que, por cualquier motivo, haya disminuido de su monto base.
- 2) Reponer el depósito de garantía, en caso de que, por cualquier motivo, haya disminuido de la relación de cobertura establecida.
- 3) Una vez cumplido lo dispuesto en los numerales anteriores y hasta donde los flujos lo permitan, aprovisionar y acumular la suma correspondiente al pago del dividendo trimestral inmediato posterior (incluyendo lo necesario para amortización de capital y pago de intereses) de los pasivos con inversionistas, en estricta proporción a los valores que hayan sido efectivamente colocados.

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 de manera semanal con cargo a los flujos, de acuerdo al siguiente procedimiento:

- a) En cada período semanal, dentro de las primeras ocho semanas de un trimestre determinado, se aprovisionará, hasta completar, un octavo del monto equivalente a 1.20 veces el valor de un primer octavo del dividendo trimestral (capital más intereses) inmediato posterior de los pasivos con inversionistas, en estricta proporción a los valores que hayan sido efectivamente colocados.
- b) En los períodos semanales del noveno al duodécimo, dentro de un trimestre determinado,

contado desde la fecha de emisión de los valores, de haber sido insuficientes los flujos para completar la provisión indicada en el párrafo anterior se destinarán tales flujos para completarla.

c) En caso de que, en un día hábil determinado dentro de un período trimestral, la fiduciaria confirme por escrito que: (i) el fondo rotativo se encuentra en su monto base, por lo que no es necesario reponerlo; (ii) que el depósito de garantía se encuentra en su monto base, por lo que no es necesario reponerlo; y, (iii) que se ha aprovisionado el cien por ciento (100%) del dividendo trimestral (capital más intereses) inmediato posterior de los pasivos con inversionistas, por lo que no es necesario hacer reposiciones ni provisiones adicionales por estos conceptos, entonces la fiduciaria restituirá al Originador, hasta el día hábil siguiente, los flujos remanentes efectivizados que se vayan produciendo dentro de tal período trimestral.

Con cargo a los recursos aprovisionados y acumulados para el efecto, se pagarán los pasivos con inversionistas correspondientes a los valores de las dos series, indistintamente y sin prioridad o prelación alguna entre tales series.

Cuentas del Fideicomiso

El Fideicomiso debe abrir una cuenta a su nombre, donde 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.

El Originador selecciona inicialmente al Banco de la Producción S.A. Prohubanco como el banco en el cual la fiduciaria deberá abrir la cuenta del Fideicomiso.

Las inversiones permitidas se realizarán en instrumentos financieros emitidos por: (i) instituciones financieras de los Estados Unidos de América que cuenten con calificación de riesgo de al menos "A" otorgada por una calificadora de riesgos reconocida internacionalmente; o (ii) instituciones financieras del Ecuador que cuenten con calificación de riesgo de al menos "AA" otorgada por una calificadora de riesgos autorizada por la Superintendencia de Bancos y la Superintendencia de Compañías.

Al momento de seleccionar los instrumentos financieros en los cuales se va a invertir, deberá observarse, en el siguiente orden, los principios de liquidez, seguridad y rentabilidad.

El Originador, cumpliendo con los parámetros establecidos, tendrá derecho a seleccionar a las instituciones financieras e instrumentos financieros en los cuales se realizarán inversiones permitidas,



debiendo instruir expresamente y por escrito a la fiduciaria en tal sentido. En todo caso, la institución financiera en la que se realicen las inversiones permitidas no podrá ser vinculada, bajo ningún concepto, con el Originador.

Retención de flujos

Si, por tres meses consecutivos, los flujos generados por la recaudación del derecho de cobro ante los compradores de la ruta seleccionada no generan recursos mínimos mensuales iguales o superiores al valor del dividendo (capital más interés) trimestral inmediato posterior de todos los valores efectivamente colocados entre inversionistas, la fiduciaria retendrá la totalidad de los flujos generados por la recaudación del derecho de cobro ante los compradores de la ruta seleccionada, hasta que se verifique una de las dos situaciones señaladas a continuación, cualquiera de ellas ocurra primero: (i) que se acumule dentro del Fideicomiso una suma equivalente al saldo insoluto de capital de todos los valores efectivamente colocados entre inversionistas, en cuyo caso la fiduciaria podrá proceder con la declaratoria de redención anticipada correspondiente; o, (ii) que, por seis (6) meses consecutivos, la fiduciaria observe que los flujos generados por la recaudación del derecho de cobro ante los compradores de la ruta seleccionada corresponda a recursos mínimos mensuales que sean iguales o superiores a 1.20 veces el valor del dividendo (capital más interés) trimestral inmediato posterior de todos los valores efectivamente colocados entre inversionistas, en cuyo caso la fiduciaria procederá a restituir al Originador, en ese momento, el 50% de la suma acumulada dentro del Fideicomiso por tal concepto, y el 50% restante luego de transcurridos tres meses desde la fecha de la restitución de la primera parte de los recursos antes referida.

Adicionalmente, a partir del momento en que se produzca este último caso, es decir cuando sea procedente la restitución por parte del Fideicomiso a favor del Originador de los recursos así retenidos, los flujos mínimos mensuales que ingresen al Fideicomiso deberán ser iguales o superiores a 1.20 (uno punto veinte) veces el valor del dividendo (capital más interés) trimestral inmediato posterior de todos los valores efectivamente colocados entre inversionistas.

Redención Anticipada

Consiste en que, una vez producidas una o varias de las causales indicadas más adelante, la

Fiduciaria (i) retendrá dentro del Fideicomiso todos los flujos que reciba el Fideicomiso, incluyendo el exceso de flujo de fondos; (ii) no restituirá ningún dinero al Originador, incluyendo el exceso de flujo de fondos; (iii) procederá con la ejecución del depósito de garantía; y, (iv) 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 depósito de garantía, para abonar o cancelar anticipadamente los valores de la presente titularización.

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.

Constituyen causales para que la fiduciaria declare una redención anticipada, las siguientes:

- Si, por cualquier causa, el Fideicomiso se ve limitado en el ejercicio del derecho de cobro.
- Si la fiduciaria, en virtud de información puesta a disposición del público por la Superintendencia de Compañías, 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; y/o ha sido sometidos a un proceso de disolución y liquidación forzosa; y/o ha adoptado resoluciones de disolución y liquidación voluntaria, concurso preventivo, y/u otros similares.
- 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 días calendario posteriores a la fecha en que debió efectuarse el pago correspondiente de los valores.
- Si se produce la retención de flujos explicada anteriormente.
- 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.

Ecuador

Entorno Macroeconómico

Indicadores de la economía ecuatoriana:

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|-------------------------|--------|--------|--------|----------|
| PIB (Mill 2000) | 21.962 | 22.410 | 24.032 | 24.119 |
| Inc. % PIB (Mill. 2000) | 4,75 | 2,04 | 7,24 | 0,36 |
| Inflación | 2,87 | 3,32 | 8,83 | 4,31 |
| Deuda Públ. Ext. /PIB | 24,7 | 23,9 | 19,2 | 14,4 |
| Cta. Cte. /PIB | 3,9 | 3,6 | 2,3 | -3,1 |
| Resultado Global /PIB | 3,3 | 2,1 | -0,4 | -3 prov. |

| crecimiento PIB 2010 | enero-marzo |
|----------------------|-------------|
| | 0,33% |

| INFLACIÓN ANUAL | marzo de 2010 | julio de 2010 |
|-----------------|---------------|---------------|
| IPC | 3.4% | 3.4% |
| IPP | 5.2% | 6% |

A pesar de que tener cifras del segundo semestre del año, las perspectivas de crecimiento de la economía para el 2010 siguen siendo inciertas. Las estimaciones actuales oficiales se han reducido del 6% al 3.7%, lo cual parecería ser una proyección más realista pero todavía optimista en relación a las expectativas de la CEPAL y del FMI que calculan el crecimiento en un 2.5%. Nuestro criterio coincide con el de algunos analistas económicos que prevén un crecimiento de alrededor del 3%.

Las expectativas de un crecimiento más conservador de la economía ecuatoriana se fundamenta en varios factores:

1. La economía mundial en el segundo semestre del 2010 no se reactivará al mismo ritmo que en el primer semestre, limitando la demanda de nuestros productos y el aumento de las remesas; Las exportaciones tendrán que respaldarse en productos no tradicionales ya que la producción petrolera se espera que caiga unque en menor proporción que en el 2009. En este sentido, el nivel de competitividad de los productos ecuatorianos no tradicionales sigue siendo un desafío.
2. En el primer semestre del 2010, la producción petrolera cae en -4.2% en relación al mismo período del año anterior y la producción de combustible en -12,8% (obras de rehabilitación de la refinería de Esmeraldas). Si bien se ha logrado detener la caída del PIB petrolero, para lograr el crecimiento esperado por el gobierno, se requiere incrementar la producción petrolera

y de combustibles, no solo detener su caída, lo cual todavía es un tema incierto.

3. La estructura de inversión privada no ha logrado fortalecerse y el marco institucional sigue siendo débil, no se ha logrado generar las fuentes necesarias de empleo y el gasto de capital está por debajo de lo que requieren las expectativas oficiales;

Factores que pudieran influenciar positivamente al crecimiento económico de la economía son:

1. El precio del petróleo todavía se mantiene alto. Si baja a menos de USD65/b, sería un factor negativo.
2. El gobierno ha logrado obtener el financiamiento para la ejecución de al menos una parte de la inversión pública que llegará a ser el 80% de lo presupuestado (préstamos de China y Fondos del IESS).
3. El consumo de los hogares se seguirá beneficiando de las inyecciones de dinero a la economía a través de subsidios y del permanente crecimiento del gasto en la administración pública.

Según "Análisis Semanal", las industrias que resultarán beneficiadas del crecimiento en el 2010 serán las que alimenten el consumo interno, entre ellas : manufactura, servicios , agricultura. Según la misma fuente, el fomento al consumo interno resultará también en el crecimiento de las importaciones en un 9% luego de la contracción del -11% en 2009. La demanda interna crecerá en 6%, y el 30% de esta sería satisfecha por importaciones. Si se estima que las exportaciones crecerán en 3%, significa que la demanda interna crecerá el doble que la economía.

El reto para la economía ecuatoriana es soportar el incremento del gasto sin fuentes estructurales de generación. La estrategia de crecimiento económico a través de los fondos del IESS, de crédito externo (que es limitado) y de impuestos adicionales no constituyen fuentes estables ni necesariamente recurrentes para el futuro, por lo que tanto la CEPAL como el FMI y analistas económicos ecuatorianos estiman que el crecimiento económico del Ecuador se desacelerará desde el 2011.

Fuente: BCE y Ecuador Analysis

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros

Elaboración: BWR