

Ecuador  
 Décimo Seguimiento

## Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Nestlé Ecuador

### Calificación

Serie	Calif. Anterior	Calif. actual	Último cambio
B	AAA	AAA	---
C	AAA	AAA	---
D	AAA	AAA	---

#### DESCRIPCIÓN DE LA CALIFICACIÓN:

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

#### Principales participantes:

- Originador: Nestlé Ecuador S.A.
- Fiduciaria: ANEFI S.A.

**Punto de Equilibrio:** Un valor.

#### Contactos:

Carlos Ordóñez, CFA  
 (5932) 226 9767 ext. 105  
[cordonez@bwratings.com](mailto:cordonez@bwratings.com)

MBA Guissela Salgado  
 (5932) 226 9767 ext. 106  
[gsalgado@bwratings.com](mailto:gsalgado@bwratings.com)

Econ. Sonia Rodas  
 (5932) 226 9767 ext. 111  
[rodas@bwratings.com](mailto:rodas@bwratings.com)

### Fundamento de la calificación

*El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener en ‘AAA’ la calificación de las series B, C y D emitidas por el Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos de Nestlé Ecuador.*

**Calificación Local:** La calificación emitida pertenece a una escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano, y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria, que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito del originador.

**Fortaleza crediticia del Originador:** La calificación asignada se fundamenta tanto en el riesgo de crédito de Nestlé Ecuador (Originador, recaudador y garante subsidiario), como en los flujos que ingresan mensualmente al Fideicomiso. La fortaleza crediticia de Nestlé Ecuador se fundamenta en su alta capacidad de pago, proveniente de su operación local y del soporte de su Casa Matriz Nestlé S.A. (Suiza). Este soporte es probable por la importancia estratégica de Nestlé Ecuador, el vínculo reputacional por el uso de la marca, y la integración operativa y financiera existentes.

**Cobertura holgada de los flujos que ingresan al Fideicomiso:** El derecho de cobro titularizado es un porcentaje de las ventas de Nestlé Ecuador, por lo que su generación futura está directamente relacionada a la continuidad del negocio del Originador. La alta diversificación por línea de productos, posición de liderazgo y exportaciones coyunturales de excedentes a sus relacionadas, aportan positivamente para que Nestlé Ecuador mantenga una sólida capacidad de generación de ingresos y flujos operativos. Los flujos provenientes de la recaudación del derecho de cobro titularizado son holgados, frente a los dividendos por pagar a los inversionistas. Esto permitiría mantener el servicio de la deuda, aun en un escenario de estrés, donde las ventas se reduzcan en forma significativa.

**Flexibilidad financiera del Originador:** Un menor endeudamiento le otorga a Nestlé Ecuador flexibilidad financiera suficiente, para cubrir los riesgos propios del negocio. Nestlé Ecuador realiza la recaudación del derecho de cobro directamente y traspasa dichos fondos al Fideicomiso, por lo que el riesgo de la titularización está ligado a su calificación de riesgo.

**Opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo:** La cesión irrevocable de los derechos de cobro de Nestlé Ecuador al Fideicomiso, está definida en su escritura de constitución. Esta se hace efectiva en los porcentajes previstos en la estructura, cada vez que se producen cuentas por cobrar por ventas efectuadas, y mientras el Fideicomiso se encuentre vigente.

**Contrapartes evaluadas positivamente:** BWR considera que las principales contrapartes de la transacción se encuentran capacitadas, y mantienen una infraestructura adecuada para cumplir las funciones a ellas encomendadas.

## Presentación de Cuentas

Los estados financieros y la documentación analizada del Originador y la Fiduciaria, son propiedad de Nestlé Ecuador y ANEFI en su orden, y su contenido es responsabilidad de sus administradores. La realización del presente informe considera la documentación recibida del Originador y la Fiduciaria, que se detalla a continuación:

- Contrato de Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Nestlé Ecuador.
- Informe de estructuración financiera del proceso de titularización.
- Estados financieros del Fideicomiso Mercantil Segunda Titularización de Flujos Nestlé Ecuador del período 2011 a 2013, auditados por Deloitte & Touche, quien emite opinión limpia sobre su presentación razonable, los que están preparados bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF's).
- Estados financieros mensuales no auditados del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Nestlé Ecuador, a diciembre-2014.
- Información adicional relevante sobre la evolución de la titularización, el derecho de cobro titularizado y las distintas contrapartes de este proceso, con la misma fecha de corte.
- Estados Financieros de Nestlé Ecuador del período 2011 a 2013, auditados por KPMG, quien emite opinión limpia sobre su presentación razonable bajo NIIF's.
- Estados financieros no auditados de Nestlé Ecuador a diciembre-2014.
- Estados Financieros combinados de Nestlé con la relacionada Industrial Surindu S.A., del período comparativo 2011 a 2013, auditados por KPMG, con opinión limpia respecto a su razonable presentación bajo NIIFs.
- Estados financieros combinados de Nestlé Ecuador con Industrial Surindu y Ecuajugos por el periodo 2013, comparativo 2012, auditados por KPMG, con opinión limpia respecto a su razonable presentación bajo NIIFs.
- Estados financieros combinados directos de Nestlé Ecuador, Industrial Surindu S.A. y Ecuajugos por el año 2014.
- Estados financieros a diciembre-2013 de la Administradora de Fondos y Fideicomisos ANEFI S.A., en calidad de Fiduciaria, auditados por Deloitte & Touche, que contienen una opinión limpia sobre su presentación razonable bajo NIIF's.

El análisis de la capacidad de pago del Originador, considera las cifras individuales de Nestlé Ecuador, las combinadas con Industrial Surindu S.A. y Ecuajugos, y la documentación relacionada con su

negocio. Esto se fundamenta en la estrecha vinculación estratégica, comercial y financiera entre las empresas y su accionista corporativo, que es Nestlé S.A. (Suiza).

## Evolución de la Emisión

El siguiente cuadro revela las principales características de la Segunda Titularización de Flujos Nestlé Ecuador, que tuvo un valor autorizado inicial de USD 74 millones:

CARACTERÍSTICAS TÍTULOS			
	Serie B	Serie C	Serie D
Monto Emisión Autorizado (USD)	15,0 MM	35,0 MM	4,0 MM
Monto Colocado	15,0 MM	35,0 MM	4,0 MM
Saldo Insoluto	3,5 MM	19,0 MM	3,3 MM
Plazo (años)	5	7	7
Fecha de Emisión	12-nov-10	12-nov-10	12-nov-10
Fecha de Vencimiento	12-nov-15	12-nov-17	12-nov-17
Periodicidad pago interés	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Periodicidad pago capital	Trimestral	Trimestral	A 1080, 1800 y 2520 días*
Período de gracia capital	--	360 días	
tasa interés	7,75%	8,25%	8,75%
Base de cálculo intereses	360/360	360/360	360/360
Prelación	Preferentes		Subordinada
Autorización de la oferta pública	Resolución Q.I.M.V. 10.4491 de octubre 19		

\* Pago de capital de 18.75% en primeras dos fechas y de 62.5% en pago final

El contrato del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Nestlé Ecuador se constituyó en junio-2010, fue reformado en septiembre-2010, e inició la colocación de las cuatro series autorizadas el 12 de noviembre de 2010, la que se convirtió en la fecha de emisión. El Fideicomiso concluyó la colocación de las cuatro series en abril-2011, y el saldo insoluto a diciembre-2014 es de USD 25.8MM.

El Fideicomiso canceló la serie "A", que venció en noviembre-2013. A diciembre-2014 ha pagado 16 dividendos de la serie B; 13 dividendos y 3 cuotas de intereses de la serie C; un dividendo y 15 cuotas de intereses de la serie D. La serie C concluyó su periodo de gracia de capital en noviembre-2011, y la serie D amortiza capital en noviembre-2013, luego de cancelar en su totalidad la serie A.

La serie D es subordinada respecto de las demás series. La amortización del capital de la serie D coincide con las fechas de vencimiento final de cada una de las series A, B y C.

Para calcular los intereses a pagar a los inversionistas, y los plazos de los dividendos, se considera la forma 360/360, que corresponde a años de 360 días, de 12 meses, con duración de 30 días cada mes.

El repago del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos de Nestlé provendrá del derecho de cobro titularizado, el que se explica en los siguientes párrafos del presente informe. Esta titularización también cuenta con la garantía subsidiaria del Originador.



## Fondos Disponibles e Inversiones

El Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos de Nestlé Ecuador mantiene fondos disponibles por USD 135M, e inversiones temporales por USD 1.859M. La liquidez del Fideicomiso se destinará al pago del próximo dividendo e intereses trimestrales de las series en vigencia, que ascienden a USD 2.789M, cuyo vencimiento es en febrero-2015.

Las disponibilidades se depositan en una cuenta corriente en Produbanco, y las inversiones corresponden a cuatro pólizas de acumulación emitidas por el Banco de Guayaquil, cuyas fechas de vencimiento son anteriores a las del próximo dividendo y cuotas trimestrales de intereses de las tres series vigentes. Produbanco y Banco de Guayaquil mantienen una calificación global de riesgo de AAA- en escala local, la primera otorgada por BankWatch Ratings y la segunda por Pacific Credit Ratings.

## Análisis de la Titularización

### Estructura Legal y prelación sobre los flujos titularizados.

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo.

La cesión irrevocable del derecho de cobro al Fideicomiso, la define su escritura de constitución, donde establece que se producirá el momento mismo en que el Originador realice la venta local de productos a favor de sus clientes. Cuando dicha venta se produzca, y sin necesidad de cumplir requisito alguno, acto o formalidad adicional, el dominio sobre el derecho de cobro será única y exclusivamente del Fideicomiso, y por ende será el único que tendrá derecho a percibir los flujos provenientes de su recaudación.

El derecho de cobro del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Nestlé Ecuador es de 50%, desde la fecha de emisión hasta noviembre-2013, cuando se cancela la serie A. De diciembre-2013 a noviembre-2015 baja al 35% de las cuentas por cobrar que la Empresa genera por ventas locales. De diciembre-2015 a noviembre-17 bajará a 25%, luego de cancelar la serie B.

El derecho de cobro titularizado excluye las ventas a los clientes comprometidos en la primera titularización de flujos, que Nestlé Ecuador canceló en noviembre-2013, así como las ventas originadas en la exportación de productos.

El recaudador del derecho de cobro titularizado es el Originador, por lo cual el riesgo de esta titularización se encuentra ligado directamente a

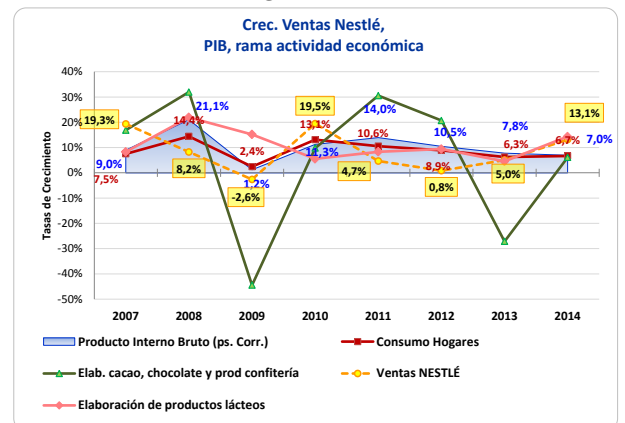
la calificación de riesgo de Nestlé Ecuador. En adición, el Originador es garante subsidiario de la titularización, y deberá responder por las obligaciones del Fideicomiso, en caso de que los flujos recaudados no sean suficientes para el pago de los pasivos con los inversionistas.

El saldo insoluto agregado de la titularización de flujos vigente de Nestlé Ecuador S.A., representa 15.75% del pasivo de Nestlé Ecuador a diciembre-2014. Si se considera el pasivo combinado de la empresa con Industrial Surindu y Ecuajugos sería 13.3%.

Las principales características de la estructura se encuentran resumidas en el informe de la calificación inicial de la presente titularización, disponible en [www.bankwatchratings.com](http://www.bankwatchratings.com).

## ■ ENTORNO MACROECONÓMICO Y RIESGO DE LA INDUSTRIA

**Gráfico 1**



Fuente: BCE, Consolidado Nestlé Ecuador S.A. e Industrial Surindu S.A. y Ecuajugos S.A.  
Elaboración: BWR

Nestlé Ecuador produce y comercializa varios productos alimenticios siendo los principales los relacionados a productos lácteos, galletería, jugos, chocolate y otros alimentos culinarios.

La producción nacional de estos segmentos de productos mejoró desde el 2010 hasta el 2014 (crece en 8.4% promedio anual), por el aumento del número de compañías manufactureras locales e inversiones productivas de empresas existentes, en respuesta a medidas gubernamentales de protección a la producción nacional, lo cual ha llevado a una competencia importante dentro del segmento.

En el último año muestra un desempeño positivo las dos ramas de productos especialmente productos lácteos que creció sobre el PIB y el consumo de los hogares, debido al desarrollo del sector y a la variedad de productos que han logrado penetrar en el mercado.



Las ventas de Nestlé están directamente relacionadas con la tendencia del consumo de hogares, debido a la diversificación de sus productos y las estrategias comerciales, que buscan la innovación de productos y el fortalecimiento de la presencia de sus marcas tradicionales.

Las perspectivas para el fin del 2015 indican que el crecimiento del PIB disminuirá alrededor de 3.5% y 4.1% en la tasa a precios reales, por lo que las perspectivas de crecimiento de las ventas de Nestlé de 6% en términos nominales son factibles con esas tendencias y con el crecimiento esperado del consumo de los hogares, alrededor del 3.3% en términos reales, adicionalmente el 14% de las ventas de la empresa son exportaciones, lo que ayuda a mitigar el menor ritmo de crecimiento interno.

En los subsectores señalados, el manejo de los precios es crítico, debido a que la oferta incorpora alimentos no básicos, cuya demanda tiene una alta elasticidad al precio. Por este motivo, Nestlé tiene como estrategia buscar mayor eficiencia en las diferentes etapas de la producción y comercialización.

La variedad e innovación de productos y presentaciones, así como la diversificación de mercados objetivos, son factores fundamentales para mitigar el riesgo de competencia y de sensibilidad al costo, por la variación del precio de las materias primas.

La perspectiva en el corto plazo de los precios de algunas materias primas que usa Nestlé como son azúcar, cacao y harina, es estable. El precio de la leche es controlada por el gobierno y tuvo un ajuste durante el año, que no se repetiría en el corto plazo.

Entre los mecanismos que el sector utiliza para mitigar el riesgo de abastecimiento de materias primas y los efectos de sus precios en el desempeño de su gestión están entre otros, mantener relaciones estables con proveedores locales e internacionales, lo que les permite proveerse de insumos en las condiciones más favorables, dependiendo de las circunstancias en un momento dado. Adicionalmente utilizan instrumentos financieros para reducir la volatilidad de los precios.

### Riesgo de Crédito del Negocio del Originador

La calificación de esta titularización se encuentra vinculada directamente al riesgo de crédito del Originador, porque los flujos futuros que pagarán las obligaciones del Fideicomiso dependen de la

continuidad de las ventas locales de Nestlé Ecuador, quien es el recaudador del derecho de cobro titularizado. El riesgo de crédito de Nestlé Ecuador es consistente con la calificación de la presente titularización.

Nestlé Ecuador S.A. es 100% propiedad de Nestlé S.A. (Suiza), una de las compañías más grandes en el mundo, dedicada a la producción de alimentos con valor agregado, quien mantiene una calificación de riesgo "AA+" en escala internacional, otorgada por Fitch Ratings.

BWR considera que el soporte de la Casa Matriz es altamente probable en caso de ser necesario, por la importancia estratégica de Nestlé Ecuador, el vínculo reputacional por el uso de su marca, y la integración operativa y financiera existentes.

La diversificación por líneas de productos, su posición de liderazgo, y la exportación de cacao y excedentes a relacionadas, aportan positivamente para que Nestlé Ecuador mantenga su capacidad de generación de ingresos y flujos operativos.

En los tres últimos años, el mejoramiento del flujo de fondos operativos y la política de optimización de capital de trabajo, principalmente por la recuperación de cuentas por cobrar, han permitido tener un flujo de caja operativo capaz de cubrir el 60% del pago de dividendos y las inversiones en activos fijos. Nestlé muestra un flujo de caja libre positivo que, apoyado con la recuperación de cuentas por cobrar a relacionadas, permitió reducir la deuda financiera.

Los niveles históricos de endeudamiento se explican por la estrategia de inversiones para sostener el crecimiento del negocio, y su política de pago de dividendos. Un menor endeudamiento, tanto en monto como en relación al EBITDA, le otorgan a la empresa flexibilidad financiera suficiente para cubrir los riesgos propios del negocio.

En los próximos dos años, la empresa generaría un CFO suficiente para cubrir holgadamente su inversión en CAPEX planificada; no obstante, el pago de dividendos que demanda su política, haría que la empresa termine con flujos de caja libre negativos y por tanto requiera refinanciar su deuda y aumentar el endeudamiento.

Conforme se continúe amortizando la titularización de flujos vigente, se espera que la participación de la deuda de corto plazo se siga incrementando, y aumente la necesidad de la empresa de refinanciar el pasivo financiero corriente, situación mitigada por el acceso a crédito bancario, su flexibilidad financiera y el soporte de su casa matriz. Históricamente Nestlé



ha demostrado su capacidad de refinanciar la deuda en el sistema financiero.

La administración de Nestlé Ecuador S.A. está conducida por profesionales con trayectoria técnica y comercial, que han implementado estrategias de negocio con resultados positivos. La Empresa cuenta con el apoyo, y se maneja bajo las políticas y objetivos de su Casa Matriz.

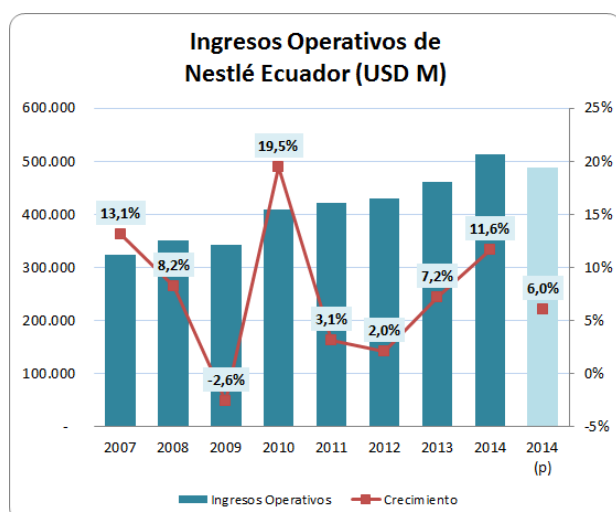
### Riesgo de Continuidad del Derecho de cobro titularizado

La generación de los flujos que requiere el Fideicomiso, dependerá en el futuro tanto de la continuidad del negocio del Originador, como del derecho de cobro titularizado. El primero se abordó en el apartado anterior y el segundo se analiza a continuación.

El derecho de cobro titularizado consiste en un porcentaje de la facturación local de Nestlé Ecuador a clientes. Con base al posicionamiento de la marca a nivel nacional e internacional, y la tendencia creciente de las ventas locales de sus productos a favor de los clientes, es altamente probable que el derecho de cobro se siga generando, mientras el Originador se mantenga como empresa en marcha.

Por otra parte, al ser Nestlé Ecuador el recaudador del derecho de cobro titularizado, el cumplimiento de la obligación de traspaso de dichos flujos está directamente vinculado a la capacidad y voluntad de pago del Originador, reflejada en la calificación de riesgo de la titularización.

### Ventas y Flujos Históricos



Fuente: P&G individual provisional de Nestlé Ecuador.  
Elaboración: BWR.

Nestlé opera en el Ecuador más de 60 años, como empresa productora y comercializadora de una amplia gama de productos, identificados con la

marca Nestlé, por lo que se destaca como líder de mercado en la mayoría de los segmentos en los que participa. La producción se clasifica en las siguientes líneas de negocio: lácteos, café, bebidas, cereales para desayuno, productos culinarios, nutrición infantil, confitería y alimento para mascotas.

Las ventas de la Empresa se realizan en su mayoría en el mercado local. Todos los años se realizan exportaciones de cacao, que se complementan con ventas coyunturales al exterior a subsidiarias de Nestlé en otros países, y cuyos montos varían de acuerdo a la coyuntura internacional. La empresa mantiene como objetivo presentar anualmente un crecimiento de al menos el 6%, aunque en el 2014 el porcentaje llegó a 11.6%; y considerando la posición combinada con las empresas relacionadas Industrial Surindu y Ecuajugos, este porcentaje llegaría a 13.1%.

Históricamente los ingresos operativos de Nestlé Ecuador han crecido en porcentajes variables, dependiendo de la coyuntura. En todos los períodos anuales analizados el crecimiento en ventas ha sido positivo, con excepción del 2009, cuando se dio una caída coyuntural de las ventas, debido a un entorno local e internacional menos favorable, que fue contrarrestado el 2010, con la gestión de publicidad, innovación, renovación de marcas, mejoramiento en producción local, e inversiones adicionales de capital.

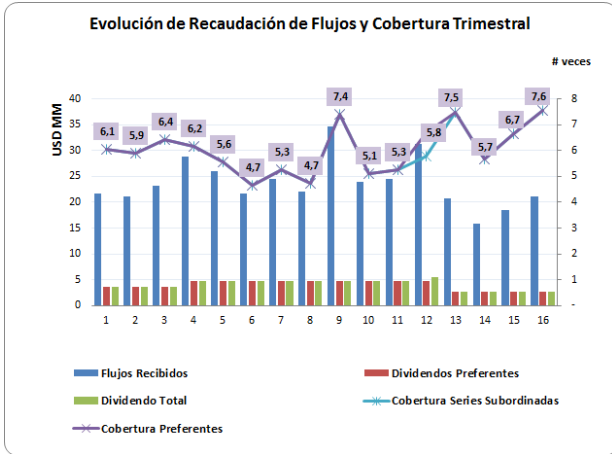
El 2013 Nestlé consigue un crecimiento mayor a las expectativas, aprovechando la red mejorada de distribución, y una mayor gestión de ventas, y promoción de su marca. En el 2014 los ingresos operativos de Nestlé tienen un crecimiento anual de 11.6%, que marcan una tendencia creciente en los tres últimos años, superando el nivel presupuestado anual, y cumpliendo las expectativas de crecimiento en las ventas locales.

Las cuentas por cobrar comerciales en Nestlé tienen un periodo de crédito promedio entre 30 a 45 días. La cartera que administra es de buena calidad, gracias a la relación que mantiene con sus clientes y a sus políticas de crédito, que según el caso, requieren de garantías que mejoren la voluntad de pago.

### Derecho de cobro titularizado y cobertura de la emisión

La primera fuente de pago de las obligaciones del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Nestlé Ecuador con los inversionistas, es el derecho de cobro titularizado. Este corresponde a un porcentaje de las ventas locales a los clientes del Originador; excluyendo el derecho de cobro generado en las exportaciones, y el relativo a los

clientes “seleccionados y adicionales”, que se transferían al Fideicomiso Primera Titularización de Flujos de Nestlé Ecuador, que estuvo vigente hasta noviembre-2013.



Fuente: ANEFI S.A.  
Elaboración: BWR

El gráfico anterior muestra la evolución de la cobertura de los dividendos trimestrales, que se pagan con los flujos que ingresan al Fideicomiso, originados en la recaudación del derecho de cobro titularizado. La cobertura trimestral de los dividendos totales de las series preferentes y de la subordinada del último año, presenta tendencia creciente, siendo el promedio de los últimos cuatro trimestres de 6.9 veces.

La cobertura trimestral se encuentra en niveles holgados, respecto a la volatilidad histórica de las ventas del Originador. El comportamiento de la cobertura trimestral se encuentra influenciado por la terminación de los períodos de gracia de la serie C en el cuarto trimestre, así como del pago de la serie A y del primer dividendo de la serie subordinada D en el 12 trimestre, acorde a la tabla de amortización. La fluctuación de la cobertura también proviene de la estacionalidad de la facturación de Nestlé Ecuador.

Luego de la cancelación total de la serie A, a partir del trimestre 13, el servicio de la deuda se reduce de forma importante, y el porcentaje de derecho de cobro titularizado disminuye de 50% a 35%. El efecto neto de estos hechos genera un ligero incremento de los niveles de cobertura en los próximos trimestres. Cabe agregar que en noviembre-2013 también se cancela el Fideicomiso Primera Titularización de Flujos de Nestlé.

El mismo mes realiza la primera amortización de la serie D, cuyo pago de capital siguiente será en noviembre-2015, luego de la cancelación de la clase B. De acuerdo al informe del estructurador financiero, la subordinación de la serie D permite

cubrir el índice de desviación de flujos de 13.17%, y cumplir la legislación aplicable a este proceso.

Si se considera el derecho de cobro de los últimos 12 meses, equivalente al 35% de las ventas mensuales locales sin considerar los clientes que estuvieron comprometidos en la primera titularización de flujos (USD 79.2MM), y las provisiones mensuales requeridas para el pago de los próximos cuatro trimestres (USD 11.6MM), el exceso de flujos cubriría en 6.5 veces el índice de desviación, cumpliendo ampliamente con el requerimiento legal de 1.5 veces.

### Gastos del Fideicomiso

Los gastos operacionales del Fideicomiso se pagan con cargo a un fondo rotativo de USD 10.000. Este fondo se debe reponer con los flujos recibidos, de acuerdo al orden de prelación. A diciembre-2014, los gastos proyectados no son significativos respecto al volumen de flujos que ingresarán a la titularización.

En caso que los flujos no fueren suficientes para cubrir los gastos del Fideicomiso, el Originador debe reponer el Fondo Rotativo dentro de dos días hábiles posteriores a la solicitud escrita de la Fiduciaria. Los gastos operativos no son materiales respecto al monto originado, ni a la cuantía de los flujos generados y esperados.

### Posición relativa de la garantía frente a otras obligaciones del Originador, en el caso de quiebra o liquidación

Nestlé Ecuador S.A.	
Fecha de corte	dic-2014
Activo Líquido (USD M)	31.926
Activo ajustado (USD M)	152.427
Activo Total (USD M)	204.222

Prelación	Descripción	Pasivo + conting. tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobert. Activos Líquidos (veces)	Cobert. Activos Gtia General (veces)
1ra.	Pasivos tributarios*, empleados y aportes al IESS.	33.357	33.357	0,957	4,570
2da.	Deudas con garantía específica de balance (prendaria/hipotecaria)	0	33.357	0,957	4,570
3ra.	Deuda sin garantía específica de balance	130.199	163.556	0,195	0,932
	<b>Total</b>	<b>163.556</b>	<b>163.556</b>	<b>0,195</b>	<b>0,932</b>

\* Incluye contingencias tributarias

El cuadro anterior detalla los pasivos que tendrían prelación en un escenario de liquidación, respecto de las deudas de Nestlé Ecuador, con datos a diciembre-2014.

Para el cálculo de los activos susceptibles de convertirse en garantía general, se restó del activo total, los saldos de los activos diferidos, contingentes, activos en litigio, inversiones en acciones que no cotizan en Bolsa de Valores, acorde a la certificación de Nestlé. BWR también dedujo activos intangibles, arriendos anticipados, y cuentas por cobrar a empresas relacionadas y



accionistas. Nestlé Ecuador reportó que no tiene activos pignorados a diciembre-2014.

En un escenario de liquidación de Nestlé Ecuador, los inversionistas de este proceso de titularización de flujos se encontrarían en el mismo nivel de prelación que los demás pasivos sin garantía específica de la Empresa.

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del Originador, como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe. En consecuencia, el análisis de la capacidad de liquidación de los activos no es relevante para la presente calificación.

### ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A. (Fiduciaria)

La empresa ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos actúa como agente de manejo de la presente titularización de flujos. La Fiduciaria se constituyó bajo la denominación social de Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A. con escritura pública otorgada el 4 de marzo de 1994, ante la Notaría Décimo Octava del cantón Quito, inscrita en el Registro Mercantil de Quito el 29 de marzo de 1994, con un plazo de duración de 50 años.

La Empresa está autorizada para operar como administradora de fondos y fideicomisos por parte de la Superintendencia de Compañías, mediante Resolución No. 94.1.8.AF.005 del 01 de julio de 1994. Con Resolución SCQ.IMV.02.006 de 18 de octubre de 2002, la Superintendencia de Compañías le autoriza para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización.

En julio-2012, Produbanco cumple disposiciones de la Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado, y vende la Administradora de Fondos y Fideicomisos, que debía salir del Grupo Financiero. Los actuales accionistas son un grupo presidido por el economista José Samaniego Ponce, ex Gerente General de Produfondos, Estudio Jurídico Gonzalo Córdova Abg., ingeniero Xavier Velasco Pimentel, ingeniero Carlos Solano de la Sala, y doctor Farith Simon Campaña.

La Superintendencia de Compañías aprobó el cambio de denominación comercial de la

Fiduciaria por ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos, el 24 de junio de 2013. Este acto se inscribe en el Registro Mercantil de Quito, en agosto-2013. El cambio de denominación e imagen, incluye la definición del objeto social, relativo a la administración de fideicomisos, encargos fiduciarios y procesos de titularización.

La calidad de la administración fiduciaria no se modifica, en consideración que ANEFI mantiene al personal técnico y con experiencia. En cuanto a su infraestructura tecnológica, sigue usando el sistema Gestor, especializado en la administración de fideicomisos, fondos de inversión, fondos de pensiones, titularización, y activos de cartera bajo una estructura parametrizable.

Consideramos que ANEFI posee la capacidad técnica y experiencia para desempeñar en forma adecuada la función de Administradora del presente Fideicomiso. La Empresa ha gestionado varias titularizaciones de flujos, lo que le otorga la experiencia requerida en este tipo de transacciones.

### Posicionamiento del Valor en el Mercado, Presencia Bursátil, Liquidez de los Valores

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil. En todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

Nestlé Ecuador incursionó en el mercado de valores local desde el año 2008, cuyos títulos han tenido alta demanda en su colocación primaria. A diciembre-2014 los siguientes son los valores emitidos u originados, que se encuentra en circulación:

OPERACIÓN	Valor USD miles	Resolución SIC	Fecha Resolución	Fecha vencimiento	Calificadora de Riesgo	Calificación
Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos	25.752	Q.IMV.10.449	19-oct-10	12-oct-17	BWR	AAA
Papel Comercial	50.000	SCV.IRQ.DRM V.2014.3323	11-sep-14	19-nov-15	BWR	AAA

Fuente: Bolsa de Valores de Quito y Nestlé Ecuador

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor, al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaliza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros no son responsabilidad de BWR. En última instancia, el emisor es el responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas, por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros, que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificadora emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se fundamenta en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS, y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en el proceso, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos, en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión, ni un sustituto de la información requerida para el proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón, a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. . ©® BankWatch Ratings 2014.