

Ecuador
Calificación Inicial**SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE
FLUJOS - NESTLÉ ECUADOR****Calificación**

Serie	Calif. Inicial
A	AAA
B	AAA
C	AAA
D	AAA

Características de la Emisión

	CARACTERÍSTICAS TÍTULOS			
	Serie A	Serie B	Serie C	Serie D
Monto Emisión Autoriz.(USD)	20 MM	15 MM	35 MM	4 MM
plazo (años)	3	5	7	7
Periodicidad pago interés	Trimestral	Trimestral	Trimestral	Trimestral
Periodicidad pago capital	Trimestral	Trimestral	Trimestral	A los 1080 días* A los 1800 días* A los 2520 días**
Período de gracia capital (días)	--	--	360 días	--
tasa interés	7.25%	7.75%	8.25%	8.75%
Base de cálculo intereses	360/360	360/360	360/360	360/360
Prelación	Preferentes			Subordinada

* Pago de capital USD 750,000.

** Pago de capital USD 2,500,000

Contrapartes Relevantes**Originador:** Nestlé Ecuador S.A.**Agente de Recaudo:** Nestlé Ecuador S.A.**Fiduciaria:** Produfondos S.A.**Agente Pagador:** Produfondos S.A.**Estructurador Financiero:** Investum S.A.**Estructurador Legal:** Profilegal Cía. Ltda.**Punto de Equilibrio:** Un valor**Contactos**Patricia Pinto de Baus
593-2 2222-323
ppinto@bankwatchratings.comMaría Sol Merino
mariasol.merino@bankwatchratings.com
593-2 2222-323Carlos Ordóñez, CFA
carlosordonez@bankwatchratings.com
593-2-2548-393**RAZONAMIENTO DE LA
CALIFICACIÓN**

El comité de calificación de BankWatch Ratings ha decidido otorgar a las Series A, B, C y D, que emitirá el Fideicomiso “Segunda Titularización de Flujos Nestlé Ecuador”, la calificación de AAA que, de acuerdo con la Ley de Mercado de Valores, “corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión”.

La 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.

La calificación asignada a las series se fundamenta tanto en el riesgo de crédito de Nestlé Ecuador, garante subsidiario de la presente titularización, como en el volumen de flujos que se proyecta ingresarían al Fideicomiso en función del derecho de cobro titularizado, los cuales generan una cobertura promedio de alrededor de cinco veces el servicio de la deuda.

La calificación de riesgo de crédito Nestlé Ecuador se fundamenta en el soporte de su Casa Matriz, Nestlé S.A., así como en las fortalezas de la empresa local, entre las que se encuentra el posicionamiento de la marca y de la empresa en el mercado ecuatoriano. Fitch Ratings ha otorgado a Nestlé S.A. (Suiza), una calificación de largo plazo en escala internacional de “AA+”, con perspectiva estable.

Si bien los pagos de capital de la serie D son subordinados al cumplimiento de las obligaciones adquiridas con los inversionistas de las demás series, esta serie cuenta también con la garantía subsidiaria de Nestlé, permitiéndole alcanzar la misma calificación de las series preferentes.

La garantía subsidiaria consiste en que, en caso de que el Fideicomiso no cuente con los recursos suficientes para honrar los pagos a los inversionistas, el Originador tiene la obligación de proveer los flujos necesarios al Fideicomiso con al

FECHA COMITÉ INICIAL: Julio/07/2010**ALCANCE COMITE: Septiembre/07/2010**

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.



menos 10 días de anticipación. Este mecanismo aseguraría el pago en tiempo y forma aun si los flujos disminuyeran considerablemente.

El principal activo subyacente de la titularización consiste en un porcentaje del derecho de cobro que se genere a futuro por las ventas locales de Nestlé Ecuador, excluyendo las ventas a los clientes cuyo derecho de cobro fue transferido al Fideicomiso de Titularización de Flujos Nestlé Ecuador. Estas ventas se encuentran repartidas en una cantidad importante de clientes, lo que diluye el riesgo de contraparte. La cartera comercial muestra una alta calidad crediticia y refleja la política de cobro de máximo 30 días del Originador.

Hemos recibido una 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 la escritura del Fideicomiso. La cesión de los derechos de cobro se hace efectiva cada vez que se producen las cuentas por cobrar a los “clientes seleccionados” y, de ser el caso, a los “clientes adicionales”, mientras que el Fideicomiso se encuentre vigente.

Los participantes relevantes en esta transacción han sido evaluados satisfactoriamente por esta Calificadora.

▪ **ENTORNO ECONÓMICO**

Ver anexo 1.

▪ **RIESGO SECTORIAL**

Ver anexo 2.

▪ **HECHOS RELEVANTES**

Se ha realizado un alcance a la calificación inicial, dado que el Originador ha reformado la escritura de la presente titularización, con fecha 2 de septiembre del 2010.

Los cambios realizados se encuentran considerados dentro del análisis expuesto en este informe. Cabe señalar que de acuerdo a nuestro criterio, las modificaciones hechas no cambian el riesgo económico de la titularización, que ha sido calificada en AAA.

▪ **CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN**

La presente estructura de titularización tiene como objetivo realizar la emisión de valores de contenido crediticio por un monto de hasta USD 74 millones. De acuerdo a la escritura de constitución, los recursos provenientes de la colocación de los

valores serían utilizados por el originador para (i) realizar inversiones en nueva tecnología y negocios; (ii) capital de trabajo, y (iii) sustituir pasivos. En el 2010, el Originador tiene planificado realizar inversiones de capital por alrededor de USD 58 millones que les ayudarían a fortalecer la producción local.

La emisión se dividirá en cuatro series: A, B, C y D. Los valores producto de esta titularización se denominarán: “VTC-SEGUNDA- Nestlé Ecuador”. Para identificar a qué serie pertenecen, a tal denominación se agregará la letra que identifica la serie. En la primera página de este informe se detallan las principales características de cada serie.

Para efectos del cálculo de los intereses a pagarse a los inversionistas, así como los plazos de pago de cada dividendo, se tomará la forma 360/360 que corresponde a años de trescientos sesenta días, de doce meses, con duración de treinta días cada mes.

Todos los valores tendrán la misma fecha de emisión, independientemente de la serie a la que pertenezcan y la fecha en la que se coloquen.

Las series A, B y C tienen igual prelación entres sí, mientras que el pago del capital de la serie D se encuentra subordinado al pago de las obligaciones contraídas con las demás.

▪ **ACTIVO SUBYACENTE**

El principal activo de la presente titularización será el derecho de cobro sobre un porcentaje de las ventas locales del Originador. La estructura contempla, como mecanismos de garantía adicionales, la subordinación de la clase D, la garantía subsidiaria de Nestlé Ecuador. Como parte de este último mecanismo, se prevé la provisión de recursos líquidos al final de cada trimestre, como se explicará en los apartados siguientes:

A. Derecho de cobro titularizado

El Originador transfiere al Fideicomiso, desde el momento de su constitución, el derecho de cobro que se genere por el 50% de las ventas locales de los productos que, a partir de la constitución del Fideicomiso, realice a favor de sus clientes, (contablemente cuentas por cobrar). Dicho porcentaje disminuirá al 35% a partir del décimo tercer trimestre, contado a partir de la fecha de emisión; y, al 25% a partir del vigésimo primer trimestre contado a partir de la fecha de emisión.

Para el cálculo de tales porcentajes se han excluido las cuentas por cobrar que se generan por 1) las ventas que el Originador realiza al exterior y 2) las ventas realizadas a los clientes señalados a continuación, por haber sido transferidas al



Fideicomiso de Titularización de Flujos Nestlé Ecuador (en adelante, “primer fideicomiso”), emisor de la primera titularización de flujos de la Institución:

- Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. Farcomed (Fybeca),
- El Rosado S.A. (Mi Comisariato), actualmente Corporación El Rosado S.A
- Supermercados la Favorita C.A. (Supermaxi), actualmente Corporación Favorita C.A.
- Tiendas Industriales Asociadas Tía S.A. (Almacenes Tía),
- Distribuidora Farmacéutica Ecuatoriana Difare S.A.;
- Distribuidora Juan de la Cruz S.C.C.,
- Comercializadora Darpa S.A.,
- Bello Espín Heberth Jofre,
- Devies Corp S.A.,
- Cohervi S.A.,
- Mega Santa María S.C.C.

Las cuentas por cobrar de dichos clientes no han sido transferidas ni se transferirán al Fideicomiso en ningún momento, aún cuando el primer fideicomiso se termine.

Adicionalmente, como se dejó establecido en la definición del derecho de cobro, en caso de que el Originador deba, en cumplimiento de lo dispuesto en el numeral 4.4 de la cláusula cuarta del primer fideicomiso, escoger nuevos clientes que se incorporarán a la lista de los denominados “clientes adicionales”, el derecho de cobro de dichos clientes se excluirá del presente fideicomiso y será transferido por el Originador al primer fideicomiso.

La cesión del derecho de cobro a favor del Fideicomiso se producirá en el momento mismo en el que el derecho de cobro se genere, lo que sucederá el momento en que el Originador haya realizado la venta de los productos a favor de sus clientes. Al momento en que dicha venta se produzca, y sin necesidad de que se cumpla ningún requisito, acto o formalidad adicional, el dominio sobre el derecho de cobro será única y exclusivamente del Fideicomiso, y por ende será el Fideicomiso el único que tendrá derecho a percibir los flujos provenientes de la recaudación del derecho de cobro.

Los porcentajes titularizados podrán incrementarse hasta en un 10% en caso de que el derecho de cobro, en un período trimestral, no genere flujos que cubran en al menos en 2.5 veces el valor de próximo dividendo de capital y/o intereses de los valores en circulación de todas las series en las que se divide la emisión. El porcentaje que se incrementará será el necesario para cubrir una relación de 3.6 veces, pero en ningún caso ese porcentaje adicional será superior al 10%. Una

vez que se haya alcanzado la relación de 3.6 veces por dos trimestres consecutivos, se suspenderá la transferencia del porcentaje adicional del derecho de cobro hasta que nuevamente se produzca la causal de incremento del porcentaje y así sucesivamente.

B) Garantía Subsidiaria

El Originador se constituye en garante subsidiario del Fideicomiso para el pago de los pasivos con inversionistas. En virtud de esta garantía subsidiaria el Originador se compromete a transferir al Fideicomiso los recursos suficientes para el pago de los pasivos con inversionistas cuando el Fideicomiso no cuente con los flujos suficientes para hacerlo. Mientras el Fideicomiso cuente con los flujos suficientes para el pago de los pasivos con inversionistas será este el único obligado al pago. La obligación del Originador de proveer los recursos al Fideicomiso se generará el momento en que la fiduciaria le notifique que el Fideicomiso no cuenta con los recursos necesarios para el pago del próximo dividendo pendiente de pago de los valores en circulación de todas las series en las que se divide la emisión.

El Originador deberá proveer al Fideicomiso de los recursos suficientes para el pago del próximo dividendo, con al menos diez días calendario de anticipación al vencimiento de tal dividendo. La fiduciaria tendrá la obligación de notificar al Originador de la insuficiencia de flujos con una anticipación de al menos quince días a la fecha de vencimiento del próximo dividendo.

En caso de que el Originador no entregare al Fideicomiso los recursos suficientes para el pago de los pasivos con inversionistas, los inversionistas podrán demandar del Originador el pago directo de tales pasivos con inversionistas.

Se aclara que la obligación del Originador, en virtud de la garantía subsidiaria, se limita a proveer al Fideicomiso de los recursos que faltaren para el pago de los pasivos con inversionistas en mora, y de no hacerlo, su obligación será la de pagar tales pasivos con inversionistas directamente a los inversionistas. Una vez que el Fideicomiso contare nuevamente con los flujos suficientes, se suspenderá la obligación del Originador hasta que nuevamente se produzca la insuficiencia de flujos y así sucesivamente.

C) Subordinación de la Emisión

El Fideicomiso, para dar cumplimiento a este mecanismo de garantía, emitirá la serie D, que es la serie subordinada, con las siguientes características principales:



Serie D (Subordinada)	
Monto:	USD 4 millones
Tasa anual	8.75%
Plazo	7 años
Pago de intereses	Trimestral
Pagos de capital:	Trimestre 12: USD 750,000
	Trimestre 20: USD 750,000
	Trimestre 28: USD 2,500,000

El primer dividendo de capital de la serie D se pagará una vez que se haya pagado en su totalidad el capital de la serie A; el segundo dividendo de capital de la serie D se pagará una vez que se haya cancelado en su totalidad el capital de la serie B; y, el tercer dividendo de capital de la serie D se pagará una vez que se haya cancelado en su totalidad el capital de la serie C. Los intereses de la serie D se pagarán de forma trimestral conforme consta en las tablas de amortización, que forman parte del informe de estructuración financiera.

En caso de que terceros, debidamente informados, en un plazo de diez días calendario contados a partir de la fecha de emisión de la serie D subordinada no la hayan comprado íntegramente, el Originador deberá, dentro del plazo máximo de tres días hábiles siguientes, adquirir el saldo remanente de la serie D subordinada.

La estructura considera la provisión de recursos líquidos, por un monto que cubra en 1.5 veces el índice de desviación de los flujos, calculado por el estructurador financiero. Esta provisión se realizará al final de cada trimestre y se devolverá al originador una vez provisionado o realizado el pago del dividendo trimestral correspondiente. Su monto se estima en USD 3.5MM en los primeros doce trimestres; USD 2.7MM del trimestre 13 al 20; y USD 2.1MM a partir del trimestre 21.

▪ OPERATIVIDAD DE LA TITULARIZACIÓN

El agente de recaudo de los flujos generados por el derecho de cobro será el mismo Originador, quien deberá transferirlos al Fideicomiso con periodicidad semanal.

A partir de las fechas en las que los reciba, la fiduciaria deberá destinar los mismos, en el siguiente orden de prelación para:

1) Completar el fondo rotativo, en caso de que este haya disminuido su valor (USD 10M), el cual se integra a la constitución del Fideicomiso, con el fin de cubrir los pasivos con terceros distintos de los inversionistas.

2) Aproveccionar el dinero requerido para el pago de los pasivos con inversionistas. La provisión para el

pago de los pasivos con inversionistas se hará de la siguiente manera:

Para las series A y B, se provisionará mensualmente a partir del primer mes, un tercio del próximo dividendo trimestral (capital + intereses).

Para la serie C, que cuenta con un periodo de gracia de capital de un año, se provisionará desde el primer mes, hasta el noveno mes un tercio del próximo pago de intereses. A partir del décimo mes se deberá provisionar un tercio del próximo dividendo trimestral (capital + intereses) de la serie.

Para la serie D, cuyo primer pago de capital se realizará al finalizar el tercer año, se procederá a provisionar un tercio del próximo pago de intereses desde el primer mes hasta el mes 33; para los meses 34, 35 y 36 se deberá provisionar un tercio del primer pago de capital más intereses de la serie. A partir del mes 37 hasta el mes 57 se provisionará un tercio del próximo pago de intereses; para los meses 58, 59 y 60 se deberá provisionar un tercio del segundo pago de capital más intereses de la serie. A partir del mes 61 hasta el mes 81 se provisionará un tercio del próximo pago de intereses, para finalmente provisionar en los meses 82, 83 y 84 un tercio del tercer pago de capital más intereses de la serie.

Los meses señalados se contarán a partir de la fecha de emisión.

Si en cualquier período no se hubiere podido completar la provisión antes señalada, en el próximo período deberá provisionarse el monto no provisionado en el período anterior y el monto que corresponda al período en el que se está haciendo la provisión.

3) Una vez realizadas las provisiones y pagos señalados anteriormente, restituir al Originador, dentro del día hábil siguiente, los flujos excedentarios que hubieran en el Fideicomiso.

La Fiduciaria, con el fin de anticipar la percepción de los flujos, podrá, de mutuo acuerdo con el Originador, vender las cuentas por cobrar ya generadas, que configuran el derecho de cobro, que tengan un plazo de pago de hasta 30 días. El precio de venta de las cuentas por cobrar que configuran el derecho de cobro, una vez recibido por el Fideicomiso, formará parte de los flujos. Dicho precio de venta en ningún caso podrá ser inferior al 98% flat del monto de la cuenta por cobrar. En este caso, del precio de venta de la cuenta por cobrar se provisionara lo que se hubiera debido provisionar en el mes siguiente al que se hizo la venta. El saldo del precio de venta, una vez hecha la provisión, será restituido al Originador.



En el supuesto de que la operación descrita en el párrafo anterior se realizara con regularidad, el descuento en el precio de venta podría reducir las coberturas trimestrales calculadas en este informe en 0.1 veces, variación que no se considera material.

La Fiduciaria, a través del Agente Pagador, pagará a su vencimiento cada uno de los dividendos de los pasivos con inversionistas, con los flujos aprovisionados para tal efecto, y si estos no fueren suficientes con los recursos que se obtengan de la ejecución de los mecanismos de garantía. En caso de que los recursos líquidos del Fideicomiso no alcancen para pagar el dividendo vencido, se pagará a los inversionistas lo que se alcance a pagar, a prorrata del saldo insoluto de los valores, siempre tomando en cuenta que el capital de la serie subordinada se pagará sólo una vez que se hayan pagado el capital de las series ordinarias. El Fideicomiso deberá proveer al Agente Pagador de los recursos suficientes para el pago de los pasivos con inversionistas con la suficiente anticipación para que el Agente Pagador pueda hacerlos líquidos oportunamente.

Para el pago del impuesto a la renta, el Fideicomiso distribuirá los beneficios al Originador, para que sea este último quien declare y pague el impuesto a la renta si tales ingresos le representan renta, y mientras las disposiciones legales o reglamentarias sigan vigentes. De esto no ser posible legalmente, será el Fideicomiso quien liquide y de haber generado renta gravada, pague el Impuesto a la Renta. El resto de obligaciones tributarias serán cumplidas por el propio Fideicomiso, en lo que fuere aplicable.

Cuando haya sido necesario utilizar los recursos del fondo rotativo, total o parcialmente y todavía existieren gastos por realizar, deberá reponérselo, total o parcialmente, con los flujos, respetando el orden de prelación establecido. Si por cualquier causa no fuera posible reponerlo de esa manera, el Originador estará obligado a hacerlo dentro de los dos días hábiles posteriores a la fecha en que la fiduciaria así lo haya solicitado mediante carta, a la que adjuntará la liquidación de los gastos a realizarse con el fondo rotativo. Si el Fideicomiso debe entregar recursos por cualquier concepto al Originador y se encuentra pendiente la reposición del fondo rotativo, la fiduciaria practicará la retención correspondiente, a efectos de reponer dicho fondo rotativo.

En caso de que entrare a regir en el Ecuador una norma que disponga que los pagos de las obligaciones en el Ecuador deban ser realizados en una moneda distinta al Dólar de los Estados Unidos de América, el Fideicomiso realizará el pago de los pasivos con inversionistas en la misma moneda en

la que esté percibiendo los flujos, de conformidad a lo que disponga la norma respectiva.

Con periodicidad semanal, la Fiduciaria y el Originador, como agente de recaudo, deberán realizar un cruce de información, a fin de determinar: (i) el monto facturado por el Originador a los clientes; (ii) el monto del derecho de cobro de propiedad del Fideicomiso generado en el período respectivo; (iii) la totalidad de los flujos recaudados por el agente de recaudo, estableciendo cuáles cuentas por cobrar que conforman el derecho de cobro han sido recaudadas; (iv) la totalidad de los recursos entregados por el agente de recaudo al Fideicomiso, desde el día posterior al corte del último reporte semanal entregado hasta el día inmediato anterior a la fecha de entrega del reporte; (v) la totalidad de los recursos entregados por el Fideicomiso al Originador en el período inmediato anterior, en razón de los excedentes a los que tiene derecho; (vi) el monto del derecho de cobro en mora, con un detalle de los clientes en mora y la antigüedad de ésta; y, (vii) cualquier otra información que a criterio de la fiduciaria sea necesaria para el adecuado control del derecho de cobro y los flujos.

Cuentas e inversiones del Fideicomiso

Mientras los flujos de propiedad del Fideicomiso no deban destinarse para sus respectivos fines, la fiduciaria los depositará o invertirá a nombre del Fideicomiso en instrumentos o cuentas de 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 un banco operativo constituido 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 fondos de inversión de los Estados Unidos de América que cuenten con calificación de riesgo de al menos "A", o su equivalente, otorgada por una calificadora de riesgos reconocida internacionalmente; o fondos de inversión del Ecuador que cuenten con calificación de riesgo de al menos "AA+", o su equivalente, otorgada por una calificadora de riesgos autorizada por la Superintendencia de Compañías.

En todo caso, al momento de seleccionar los instrumentos financieros o de inversión en los cuales se va a invertir, deberá observarse, en el siguiente orden, los principios de seguridad, liquidez y rentabilidad.

Las instrucciones de inversión serán otorgadas por el Originador y a falta de instrucciones por el Comité de Vigilancia. No obstante, si es que a



criterio de la fiduciaria, la inversión instruida no cumple con los parámetros y principios antes señalados, ésta podrá oponerse a realizar la inversión propuesta, e informará de ello al Originador o al Comité de Vigilancia, conforme corresponda, para que se realice una nueva instrucción. Los rendimientos que generen las inversiones del Fideicomiso formarán parte de los flujos.

▪ ANÁLISIS DE LA TITULARIZACIÓN

Estructura Legal y prelación sobre los flujos titularizados.

La cesión irrevocable de los derechos de cobro de Nestlé Ecuador al Fideicomiso está definida en la escritura del Fideicomiso. A partir de la fecha de constitución del Fideicomiso y mientras este se encuentre vigente, la cesión de los derechos de cobro se hace efectiva cada vez que se produzcan las cuentas por cobrar a los clientes del Originador (con la excepción de aquellos clientes transferidos al primer fideicomiso y de las ventas de exportación).

En nuestro criterio la estructura legal de la titularización le da a esta emisión prioridad de cobro sobre los flujos futuros que genere el Originador, en función del derecho de cobro titularizado.

El derecho de cobro titularizado en este proceso incluye un porcentaje de las cuentas por cobrar que Nestlé Ecuador genere por ventas locales a sus clientes, excepto aquel derecho de cobro titularizado en la primera titularización de flujos Nestlé.

El derecho de cobro de la primera titularización incluye las cuentas por cobrar a los clientes detallados anteriormente así como el de los clientes que el Originador deba escoger, en cumplimiento de lo dispuesto en el numeral 4.4 de la cláusula cuarta del primer fideicomiso, para incorporarlos a la lista de los denominados “clientes adicionales”. En ese caso, el derecho de cobro de dichos clientes se excluirá del presente fideicomiso y será transferido por el Originador al primer fideicomiso.

La cláusula 4.4 del primer fideicomiso se aplicaría en el caso de que la cobertura de flujos del primer fideicomiso con los flujos recaudados tanto de los clientes seleccionados como adicionales, disminuyera de 2.5 veces. La probabilidad de que suceda esto se considera muy remota ya que, la cobertura trimestral promedio desde su emisión, considerando los flujos de los clientes “seleccionados” y “adicionales”, supera las 7 veces.

Adicionalmente, la garantía subsidiaria otorgada por Nestlé Ecuador al presente Fideicomiso lo protege en caso de que los flujos recaudados no sean suficientes para el pago de los pasivos con los inversionistas.

Entre otras cosas, el Originador declara bajo juramento lo siguiente:

- Que el derecho de cobro y los recursos en efectivo aportados y que se aporten a futuro al Fideicomiso, se encuentran y se encontrarán libres de todo tipo de gravamen, prohibición de enajenar, limitación de dominio o posesión. También declara que no existe, ni existirá impedimento alguno para transferirlo al Fideicomiso, en los términos y condiciones estipulados en el contrato de constitución del Fideicomiso;
- Que no existe, ni existirá impedimento ni limitación alguna para transferir los recursos en efectivo y el derecho de cobro al Fideicomiso;
- Que el derecho de cobro y los recursos en efectivo aportados y que se aporten a futuro al Fideicomiso tienen y tendrán siempre un origen lícito y legítimo;
- Que la constitución del Fideicomiso tiene un objeto lícito y una causa lícita, y que el Originador no tiene intención de irrogar perjuicios a terceros con esta constitución;
- Que la información legal y financiera presentada y que a futuro se presente a la fiduciaria, a los asesores y consultores contratados para el desarrollo de esta titularización, a la Superintendencia de Compañías, a las Bolsas de Valores, a las Casas de Valores, a la Calificadora de Riesgos, a los inversionistas, y al público en general, es fidedigna, real y completa.

Cabe indicar que Nestlé Ecuador ha ampliado en sus estatutos el plazo de duración de la compañía hasta diciembre del 2060.

Continuidad del Negocio del Originador

La presente estructura cuenta con la garantía subsidiaria de Nestlé Ecuador, empresa cuyo riesgo de continuidad del negocio se ha evaluado como consistente con la calificación otorgada a la titularización.

El monto a emitirse por el fideicomiso analizado, sumado al saldo insoluto de la primera titularización, representa aproximadamente el 69% del pasivo combinado de Nestlé Ecuador y Surindu (su relacionada local por accionariado) a abril-2010. De acuerdo a nuestra metodología, el alto peso dentro del pasivo total hace que la calificación de la presente titularización no pueda superar a la



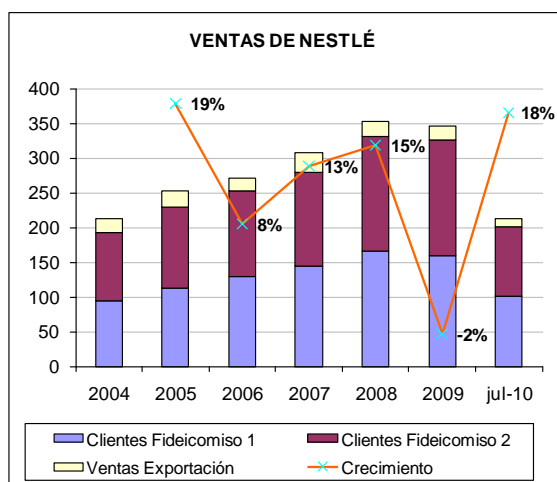
calificación de riesgo de crédito del Originador. No obstante, en este caso, se considera que la calificación de Nestlé Ecuador es consistente con la calificación otorgada a esta estructura.

Ventas y Flujos Históricos

La primera fuente de pago de las obligaciones asumidas por el Fideicomiso con los inversionistas son los flujos recaudados que genere el derecho de cobro titularizado, correspondiente a un porcentaje de las ventas locales a los clientes del Originador, excluyendo el derecho de cobro de los clientes ya transferidos al primer fideicomiso.

Nestlé Ecuador es una empresa productora y comercializadora de diversos productos de marca Nestlé, siendo líderes de mercado en la mayoría de segmentos en los que participa. Ofrece productos de distintas líneas de negocio, entre las que se encuentran las de lácteos, bebidas, galletería y pastelería; y productos culinarios, entre otras.

A continuación se visualiza el comportamiento de las ventas de la empresa desde el 2004 hasta el julio-2010.



* Los clientes Fideicomiso 1 incluyen los clientes seleccionados y clientes adicionales transferidos a la primera titularización.

** Las "ventas totales" de Nestlé se refieren a ventas netas, asociables a productos distribuidos por la empresa. No incluyen ingresos por otros rubros ni gastos de ventas no asociables a líneas de productos específicas.

En el gráfico anterior, se puede apreciar el comportamiento de las ventas de la Empresa, distinguiendo a los clientes cuyo derecho de cobro se encuentra titularizado dentro del primer fideicomiso, a las ventas de exportación (que incluyen ventas a empresas relacionadas del Grupo en el exterior y a terceros) y a los clientes de los cuales un porcentaje de su derecho de cobro será titularizado en esta titularización (en adelante, "ventas titularizables").

En los años analizados, Nestlé ha logrado incrementar sus ventas en porcentajes elevados respecto al crecimiento del País y de la industria. El año 2009 es un año atípico dentro de su

desempeño, mostrando un decrecimiento de 2% respecto al año 2008. No obstante, cabe indicar que la reducción se da principalmente en las ventas a los autoservicios y a las de exportación. En el mismo período las ventas titularizables muestran un modesto crecimiento de 0.2%

En los primeros siete meses del 2010 la empresa logra un crecimiento en ventas de 18% respecto al mismo período del año anterior, lo cual es resultado tanto de su gestión, como por el hecho de que el 1T09 fue un trimestre especialmente lento por un hecho coyuntural.

De las ventas totales de Nestlé en el 2009 el 46% corresponde a ventas titularizables, las cuales se encuentran repartidas en cerca de 2,000 clientes. Si bien el 75% de estas fueron realizadas a los 45 principales clientes locales, la diversificación existente se considera suficiente para mitigar los riesgos específicos de cada relación comercial.

Para los años posteriores, Nestlé espera conseguir crecimientos importantes en sus volúmenes de ventas, lo que de cumplirse generaría mayores flujos para el Fideicomiso. En el 2010, Nestlé proyecta incrementar sus ventas en alrededor de 12%, lo que sería posible a través del impulso comercial a nivel de publicidad, así como por el mejoramiento de su producción local con nuevas inversiones de capital.

Con respecto a las cuentas por cobrar comerciales, Nestlé tiene una política de crédito de máximo 30 días. La cartera es sana, gracias a la relación que mantiene con sus clientes y a sus políticas de crédito, que de acuerdo al caso, requieren de garantías que mejoran la voluntad de pago.

Gastos proyectados del Fideicomiso

Los gastos operacionales del Fideicomiso deben ser pagados con cargo a un fondo rotativo de USD 10,000 que debe ser repuesto con los flujos recaudados. Este fondo debe reponerse con los flujos recibidos, de acuerdo al orden de prelación que se detalla más adelante.

Si es que los flujos no fueran suficientes para cubrir todos los gastos del Fideicomiso, el Originador deberá reponer el Fondo Rotativo dentro de los dos días hábiles posteriores a la solicitud escrita de la Fiduciaria.

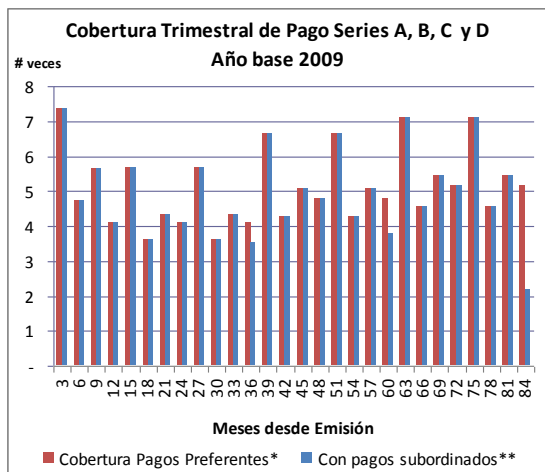
Se prevé que los gastos asumidos por el Fideicomiso no sean significativos frente al monto emitido y al volumen de flujos generados y esperados.

Cobertura de la emisión

En el siguiente gráfico, se visualiza la cobertura trimestral proyectada de los pagos trimestrales que realizaría el fideicomiso desde su emisión, respecto



a los flujos que ingresarían al mismo, de acuerdo a los porcentajes del derecho de cobro titularizado. Para este cálculo, se ha supuesto de forma conservadora un crecimiento de 0% en el monto de ventas de Nestlé respecto al año 2009, durante los siete años de vigencia de la titularización.



* Provisión y cobertura calculados suponiendo colocación total de los valores en todos los períodos

El nivel trimestral de cobertura varía por la estacionalidad propia de las ventas de la Empresa de acuerdo al calendario comercial y por la disminución coyuntural del 1T09 que ya fue explicada en párrafos anteriores. A continuación se indican las estadísticas relacionadas a las coberturas trimestrales de las series a emitirse.

Cobertura trimestral Promedio Clases Preferentes* Año Base = 2009		
Período	Mínimo	Promedio
1-36	3.62	4.76
37-60	4.25	5.19
61-84	4.55	5.56
Total		5.11

* Se consideran pagos preferentes los correspondientes a los dividendos de las series A, B y C; así como el pago trimestral de intereses de las serie subordinada D.

Cobertura trimestral Promedio Clases Preferentes + Subordinadas* Año Base = 2009		
Período	Mínimo	Promedio
1-36	3.52	4.72
37-60	3.78	5.06
61-84	2.19	5.19
Total		4.95

* Se consideran pagos subordinados a las amortizaciones del capital de la serie D, las cuales se dan en los períodos 36, 60 y 98.

Como se puede apreciar, el nivel promedio de cobertura de los flujos se encuentra alrededor de 5 veces, tanto para los pagos preferentes como para el pago de capital de la serie B, que se encuentra

subordinado al cumplimiento del compromiso de pago con las series A, B y C.

Es importante notar que la cobertura proyectada para la serie D es especialmente baja en el período comprendido entre los meses 61 y 84 desde su emisión. Esto se da porque la última amortización de capital de esta serie, que se realiza en el período 84, es especialmente alta respecto a los otros. Este hecho se mitiga tanto por la posibilidad que tiene el Fideicomiso de incrementar el porcentaje del derecho de cobro hasta en un 10% si es que la cobertura es inferior a 2.5 veces, como por la garantía subsidiaria que ha otorgado el Originador a toda la emisión.

Por último, se indica que de acuerdo al informe de estructuración financiera, la subordinación de la serie D permite cubrir el índice de desviación de flujos de 13.17% en más de 1.5 veces, cumpliendo así con la legislación aplicable a este proceso.

▪ Nestlé Ecuador (Originador)

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.

En el país Nestlé Ecuador S.A. y su subsidiaria Industrial Surindu S.A., producen y comercializan dos líneas de alimentos: culinarios y galletería y repostería. Adicionalmente, el Originador comercializa otras varias líneas producidas por sus relacionadas a nivel mundial.

Luego de analizar los estados financieros y demás información combinada de Nestlé Ecuador S.A. e Industrial Surindu S.A., de diciembre 2009 y abril 2010, se concluye que el riesgo de continuidad del negocio es consistente con la calificación otorgada a la presente titularización.

La calificación del Originador se fundamenta en el soporte de su Casa Matriz, Nestlé S.A., con base en Suiza, con la que existe integración operacional, financiera y estratégica. El soporte se ha materializado en distintas ocasiones a través de préstamos directos (que al momento no existen), líneas de crédito garantizadas, etc. Para los procesos de titularización de flujos 1 y 2, la Casa Matriz se ha comprometido con Nestlé Ecuador S.A. a soportarlo, en la moneda de curso legal en territorio ecuatoriano y de acuerdo a las normas legales vigentes en su momento, en caso de que no se generen los flujos suficientes que requieren los fideicomisos.

Fitch Ratings ha otorgado a Nestlé S.A. (con base en Suiza), una calificación de largo plazo de "AA+" y de corto plazo en "F1+", con perspectiva estable. Estas calificaciones que se ubican en las



categorías más altas de inversión en la escala internacional, fueron ratificadas en marzo-2010.

Considera además las fortalezas de la compañía local y la habilidad para manejar entornos de menor crecimiento económico y competencia, permitiendo que la generación de la empresa local sea suficiente para honrar sus obligaciones.

Entre sus fortalezas están el posicionamiento de la marca Nestlé y de la Empresa en el mercado ecuatoriano.

La administración de Nestlé Ecuador S.A., está conducida por profesionales cuya trayectoria técnica, comercial y de manejo ha sido adquirida dentro del grupo Nestlé S.A., y que se manejan bajo las políticas y objetivos administrativos, financieros, comerciales y tecnológicos de su casa matriz.

La diversificación de productos y su liderazgo en algunos de ellos les permiten manejar precios, mantener crecimientos en ventas y conservar márgenes en ventas y operativos saludables.

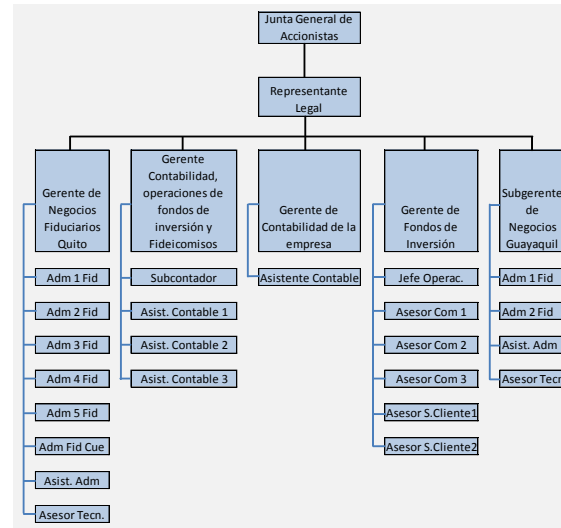
La mayor cantidad de productos se producen localmente, lo que les da una mejor posición competitiva frente a las líneas importadas. De igual forma, cuentan con líneas importadas que tienen baja o moderada competencia local, y que les permite mayor flexibilidad en el manejo del precio.

Las ventas de Nestlé Ecuador son concentradas ya que sobre el 40% se realizan a 11 clientes. Estos clientes sin embargo han sido estables y están muy bien posicionados en el mercado por lo que se estima que las ventas a dichos clientes se mantendrán en el futuro. Históricamente la morosidad de las cuentas por cobrar ha sido baja, lo que se debe a las políticas de ventas y cobranza.

El endeudamiento de Nestlé Ecuador S.A. combinado con Industrial Surindu S.A., es alto en relación al patrimonio neto consolidado. No obstante, esto no compromete la capacidad de generar flujos. El soporte expreso de su Casa Matriz cubre el riesgo de crédito del balance local.

Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos (Fiduciaria)

La Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos actuará como agente de manejo de la presente titularización. Esta institución forma parte del Grupo Financiero Producción, cuya cabeza es Banco Produbanco; este último tiene una calificación local emitida por Bankwatch Ratings de AA+ en escala local.



Produfondos se constituyó mediante escritura pública otorgada el 4 de marzo de 1994 ante la Notaría Décimo Octava del cantón Quito, Dr. Enrique Díaz Ballesteros, inscrita ante el Registro Mercantil del mismo cantón el 29 de marzo del mismo año, bajo la denominación social de compañía Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A. con un plazo de duración de 50 años.

La empresa fue autorizada para operar como Administradora de Fondos y Fideicomisos por parte de las Superintendencias de Compañías mediante Resolución No. 94.1.8.AF.005 del primero de julio de 1994. Mediante Resolución No. SCQ.IMV.02.006 del 18 de octubre del 2002 Produfondos es autorizada para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización por parte de la Superintendencia de Compañías.

Produfondos cuenta con personal técnico, una administración con experiencia, y respaldo del grupo financiero al que pertenece. Con respecto a su infraestructura tecnológica, utiliza el sistema fiduciario GESTOR, especializado en la administración de fideicomisos, fondos de inversión, de pensiones, titularización y activos de carteras, bajo una estructura parametrizable.

Al momento la institución administra cinco titularizaciones de flujos, lo cual aporta a la experiencia de la empresa en este tipo de transacciones.

Consideramos que la empresa posee la capacidad técnica y experiencia para desempeñar adecuadamente su función de Administradora del Fideicomiso.



ANEXO 1

ENTORNO ECONÓMICO

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.

Algunas perspectivas de crecimiento para el 2010:

AÑO	BCE	CEPAL	FMI	BM	Fitch
2010	3,4	2,5	2,5	1,8	2,5

Consideramos que la economía ecuatoriana reasumirá su crecimiento en el 2010 pero a un ritmo muy lento. Nuestra opinión se respalda en la débil estructura de inversión privada con la que cuenta el país, un marco institucional también muy debilitado y una producción petrolera en declive.

Los indicadores más recientes muestran una ligera recuperación de la Economía a partir de marzo de 2010, tendencia que se espera se mantenga durante el año. La industria reporta mayor producción, el comercio mayores ventas, y el crédito en los bancos empieza a reactivarse.

Las importaciones crecen también de manera importante tanto en cuanto a bienes de consumo como en cuanto a insumos para la producción.

Esta reactivación sin embargo no incluye a las exportaciones privadas ya que el mercado internacional no ha recuperado el dinamismo anterior al 2008 y por lo tanto el crecimiento de las exportaciones privadas es más lento que el de la economía interna. Estas crecen al mismo ritmo que la inflación.

Motivos de incertidumbre en cuanto a las ventas al exterior son la relación de las principales monedas del mundo y los tipos de cambio de las monedas de Latinoamérica.

El dólar ha seguido fortaleciéndose en relación al euro; en mayo tuvo una caída particularmente importante. La situación económica de la Unión Europea y una mayor caída del euro podrá convertirse en una debilidad competitiva para las exportaciones ecuatorianas, en la medida en que se vayan ajustando las otras monedas de la región.

Tal como sucedió con los Estados Unidos, Ecuador se mantuvo al margen del TLC acordado por Colombia y Perú con la Unión Europea. El gobierno ecuatoriano propone negociaciones especiales con las economías más importantes del mundo lo cual consideramos poco probable.

Mientras tanto y en el corto plazo los principales productos de exportación ecuatorianos continuarán beneficiándose de las preferencias unilaterales. Si dichas preferencias no se prorrogan, las exportaciones ecuatorianas tendrán desventajas competitivas en relación a Colombia y Perú.

La recuperación de la economía ecuatoriana a partir de marzo de 2010, se sustenta en la permanente inyección de fondos por parte del gobierno. Dichos fondos provienen de algunas fuentes: desembolso de un crédito de la CAF por USD362M, recaudación tributaria que con respecto a abril del año anterior creció en 14.5%, mayores ingresos generados por los altos precios del petróleo que en abril se ubica en USD75.3 promedio mes por barril y el crecimiento de la deuda interna.

La mayor recaudación tributaria obedece a: tasas más altas de los impuestos indirectos, más eficiencia en la recaudación, e impuestos extraordinarios a los ingresos petroleros. Los ingresos netos por impuesto a la renta se redujeron en 5.9% en consistencia con los malos resultados del 2009.

Los altos precios del petróleo compensaron holgadamente la reducción en la producción nacional (-18% en relación al primer trimestre del 2009) permitiendo generar un superávit en la balanza comercial en marzo e incluso para los últimos doce meses.

En el primer trimestre la deuda interna termina con el mismo saldo que en 2009, pero en mayo el gobierno emite bonos por USD1.500 millones colocados en su mayor parte al IESS (USD550 millones de largo plazo).

La mayor parte de los ingresos se gastaron, incluyendo fondos de la reserva monetaria, reduciendo las cuentas atrasadas al sector público. Esto, y los créditos del gobierno con fondos del BCE a la banca pública fomentaron el crecimiento de depósitos en el sistema financiero y la consecuente originación de crédito.

Se está rezagando el gasto de inversión y capital para el 2010. Alcanzar los niveles presupuestados por el gobierno (USD5000 millones) dependerá de que se mantenga el precio del petróleo y de la habilidad del gobierno para conseguir fuentes externas de financiamiento.

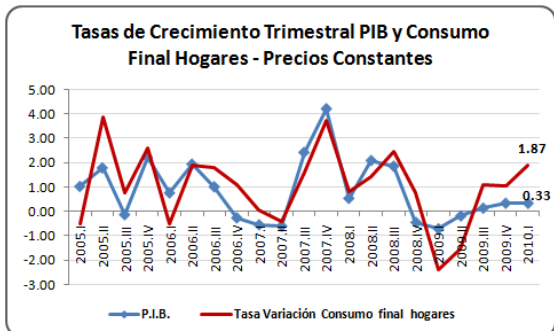
El reto para la economía ecuatoriana es soportar el incremento del gasto sin fuentes estructurales de generación. Si bien el riesgo en cuanto a la sostenibilidad de la política fiscal se mantiene, consideramos que el riesgo de liquidez se lo ha transferido para el próximo año.

Fuente: BCE y Ecuador Analysis

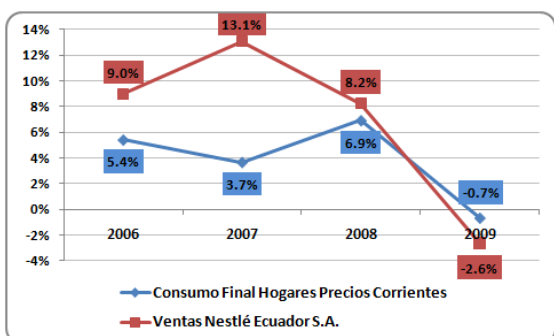


ANEXO 2

RIESGO SECTORIAL



Fuente: Banco Central del Ecuador. Precios constantes.
Elaboración: BWR



Fuente: Banco Central del Ecuador, Compañía. Precios corrientes.
Elaboración: BWR

En los países en desarrollo como el Ecuador la demanda de la industria de alimentos está sustentada por el crecimiento económico, y tiende a ser estable a través de los ciclos económicos.

Sin embargo, la demanda de productos específicos en mercados específicos puede variar con las condiciones económicas cambiantes, las preferencias, competencia, y las fluctuaciones de precios de los alimentos, entre otras cosas.

La bolsa de productos de Nestlé Ecuador S.A., está conformada principalmente por productos alimenticios específicos, que tienen un buen posicionamiento de mercado gracias a la calidad y valor agregado de los mismos.

La investigación y versatilidad de fabricación les permite desarrollar presentaciones o nuevos productos que alimentan la bolsa de productos, apuntalando sus ingresos.

La compañía mantiene la habilidad de manejar precios. No obstante, buscan potenciar la producción local en pro de mejorar su participación en el mercado de alimentos de valor agregado.