

Ecuador  
**VALORES VTC-NESTLÉ**

**FIDEICOMISO DE  
 TITULARIZACIÓN DE FLUJOS -  
 NESTLÉ ECUADOR**

**Calificación**

Serie	Calif. Inicial
A	AAA
B	AAA
C	AAA

**Características de la Emisión**

CARACTERÍSTICAS TÍTULOS					
Serie	Monto	Plazo al Venc.	Tasa interés	Pago de Capital	Pago de interés
Serie A	10 mill.	720 días	7.50%	trimestral	trimestral
Serie B	20 mill.	1440 días	8.00%	trimestral	trimestral
Serie C	40 mill.	1800 días	8.50%	trimestral	trimestral

**Contrapartes Relevantes**

**Originador:** Nestlé Ecuador S.A.

**Fiduciaria:** Administradora de Fondos Fondospichincha S.A.

**Agente Pagador:** Fondospichincha S.A.

**Estructurador Financiero:** Picaval S.A.

**Estructurador Legal:** ProfiLegal Cía. Ltda.

**Contactos**

Patricia Pinto de Baus, Ecuador.  
 593-2 2222-323  
 ppinto@bankwatchratings.com

María Sol Merino, Ecuador.  
 mariasol.merino@bankwatchratings.com  
 593-2 2222-323

Carlos Ordóñez, Ecuador.  
 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 y C de la emisión del Fideicomiso de 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”.

Esta calificación se fundamenta en los niveles de cobertura de los flujos esperados del Fideicomiso, respecto de los dividendos por pagar a los inversionistas, y en el análisis realizado por Bankwatch Ratings al Originador y a su posibilidad de continuidad como negocio en marcha. Adicionalmente, se considera que la estructura de la Titularización les otorga a los inversionistas de esta emisión, prelación de pago frente al resto de acreedores del Originador respecto a los flujos que generen sus ventas en el futuro.

Los índices de cobertura de la deuda con los flujos esperados, protegen al inversionista de algunos factores, principalmente de la fluctuación del volumen de los flujos y de la calidad crediticia de los “clientes seleccionados” y “clientes adicionales” de Nestlé Ecuador S.A.

El agente de recaudo de los flujos futuros generados por los derechos de cobro transferidos al Fideicomiso será el Originador, quien transferirá los fondos a la cuenta del Fideicomiso en un plazo máximo de dos días. El monto en riesgo por este concepto está debidamente cubierto por un depósito en garantía.

Las cuentas del Fideicomiso serán manejadas exclusiva e independientemente por el Fiduciario. Adicionalmente el Fideicomiso es irrevocable y contiene cláusulas expresas que cubren el riesgo de desviación de fondos y confirman la prioridad de esta deuda frente al resto de la deuda de Nestlé Ecuador.

La cesión irrevocable de los derechos de cobro de Nestlé Ecuador al Fideicomiso está realizada y definida en la escritura del Fideicomiso. La cesión de los derechos de cobro se hará efectiva una vez que se produzcan las cuentas por cobrar a los “clientes seleccionados” y a los “clientes adicionales”, según se establece y se define en la mencionada escritura, a partir de la fecha de constitución del Fideicomiso y mientras este se encuentre vigente.

**FECHA COMITE: Septiembre / 24 / 2008**

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 impositores tributarias que afecten al instrumento calificado.



Por último las cláusulas de retención de flujos y de redención anticipada protegen al inversionista al darle proactividad al Fideicomiso frente a situaciones que pudieran comprometer la continuidad del originador como empresa en marcha y/o la generación futura de los flujos titularizados.

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

### **CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN**

El Fideicomiso podrá emitir títulos de contenido crediticio expresados en dólares de los Estados Unidos de América, denominados “VTC-NESTLE” hasta por USD 70 millones, divididos en tres series con igual prelación, que se definen en el cuadro ubicado en la primera página de este informe.

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

La fecha de emisión se define como las fechas en que se coloquen cualquiera de los valores por cada una de las series. Cada serie podrá tener distinta fecha de emisión pero esta no podrá ser distinta entre valores que pertenezcan a una misma serie.

La estructura de la titularización le da a la emisión prioridad de cobro sobre los flujos futuros generados por el derecho de cobro sobre los clientes seleccionados y, de darse las condiciones para tal efecto, sobre los clientes adicionales y otros clientes del Originador.

Uno de los factores que se analizan para concluir sobre la fortaleza que le otorga la estructura a la presente emisión es el cálculo de la importancia que esta tiene frente al pasivo total de la emisión. Si se consolida la deuda de la titularización con el pasivo de Nestlé Ecuador, esta emisión representaría aproximadamente el 42% del pasivo del Originador lo cual, si bien es elevado, de acuerdo a la metodología internacional todavía le da fortaleza frente a las obligaciones generales del Originador.

#### **▪ ACTIVO SUBYACENTE**

El activo subyacente estará conformado principalmente por el Derecho de Cobro, el Depósito de Garantía y el Fondo Rotativo.

#### **A) Derecho de Cobro**

El Originador transfiere al Fideicomiso:

1) El derecho de cobro que se genere a futuro por la totalidad de las ventas que el Originador realice a favor de los “clientes seleccionados” a partir de la vigencia del Fideicomiso, de tal manera que al momento mismo en que la venta se produzca, el Fideicomiso será el único que tendrá derecho a percibir los flujos provenientes de su recaudación.

Los “clientes seleccionados” son:

- Farmacias y Comisariatos de Medicinas S.A. Farcomed (Fybeca)

- El Rosado S.A. (Mi Comisariato)
- Supermercados la Favorita C.A. (Supermaxi)
- Tiendas Industriales Asociadas Tía S.A. (Almacenes Tía)
- Distribuidora Farmacéutica Ecuatoriana Difare S.A.

2) El derecho de cobro que se genere a futuro por la totalidad de las ventas que el originador realice a favor de los “clientes adicionales”. Esta transferencia se la hace bajo condición suspensiva que se entenderá cumplida cuando se den uno de los siguientes hechos:

(i) que los flujos producidos mensualmente por la recaudación de los derechos de cobro de los clientes seleccionados sean inferiores a 2.5 veces la provisión mensual requerida para el pago del próximo dividendo trimestral de los valores de todas las series en las que se divida la emisión o,

(ii) por decisión conjunta de la fiduciaria y del originador, si es que a criterio de estos es necesario para salvaguardar el cumplimiento futuro de las obligaciones del fideicomiso.

Cumplida tal condición suspensiva, el derecho de cobro de los “clientes adicionales” pertenecerá al Fideicomiso hasta que la cobertura del próximo dividendo de todas las series vigentes con los flujos provenientes del Derecho de Cobro correspondiente a los “clientes seleccionados” se restituya a 4.5 veces.

Los “clientes adicionales” son:

- 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.

3) El derecho de cobro que se genere a futuro por la totalidad de las ventas que el originador realice a favor de nuevos clientes que él deberá escoger, que pasarán también a denominarse clientes adicionales. Esta transferencia se la hace bajo condición suspensiva que se entenderá cumplida cuando la sumatoria de los flujos generados por la recaudación de los derechos de cobro de los clientes seleccionados y de los clientes adicionales, en el plazo de un mes después de haberse cumplido la condición suspensiva señalada en el numeral anterior, sea inferior a 4.5 veces la provisión mensual requerida para el pago del próximo dividendo trimestral de todos los valores en circulación. Cumplida tal condición suspensiva, de pleno derecho, el derecho de cobro de los clientes adicionales pertenecerá al Fideicomiso y por ende será este el único que tendrá derecho a percibir los flujos provenientes de la recaudación del derecho de cobro de los clientes adicionales.

El Originador tendrá un plazo de diez días luego de cumplida esta condición suspensiva para escoger a los nuevos clientes cuyos derechos de cobro permitan generar flujos que, sumados a los que generen el derecho de cobro de los “clientes seleccionados” y “clientes adicionales”, cubran en al menos 4.5 veces la provisión mensual requerida para el pago del próximo dividendo trimestral de todos los valores en circulación. Si en dicho plazo el Originador no ha escogido a tales



nuevos clientes o los flujos que éstos puedan generar, sumados a los flujos que generen los derechos de cobro de los clientes seleccionados y clientes adicionales, no cubre en al menos 4.5 veces la provisión mensual requerida para el pago del próximo dividendo semestral de todos los valores en circulación, se entenderá cumplida una nueva condición suspensiva, con lo cual los derechos de cobro futuro que se genera a futuro por la totalidad de las ventas que el Originador realice a favor de todo el resto de clientes del Originador pasarán a ser de propiedad del Fideicomiso y por ende, será este el único que tendrá derecho a percibir los flujos provenientes de la recaudación del derecho de cobro vigente de todo el resto de clientes del Originador

Una vez que la sumatoria de los flujos provenientes de la recaudación del derecho de cobro vigente correspondiente a los clientes seleccionados y a los clientes adicionales cubran en al menos 4.5 veces la provisión mensual requerida para el pago del próximo dividendo trimestral de todos los valores en circulación, se suspenderá la transferencia a favor del Fideicomiso de los derechos de cobro vigentes de los nuevos clientes adicionales hasta que nuevamente se produzca la condición suspensiva a la que se refiere el presente numeral y así sucesivamente.

#### **B) Depósito de Garantía**

El depósito de garantía consiste en recursos líquidos que el Fideicomiso mantendrá para cubrir desfases de liquidez y otros riesgos. Este comenzará con un monto de USD 1,484,375 y se irá ajustando en el tiempo para que su saldo represente siempre el 25% del siguiente dividendo a pagar de todas las series. De ser utilizado, este depósito será repuesto de acuerdo a la prelación establecida en el contrato del Fideicomiso.

El objetivo del depósito de garantía es cubrir distintos riesgos que el Fideicomiso pueda tener y que limitaran temporalmente su liquidez.

#### **C) Fondo Rotativo**

El fondo rotativo está compuesto por recursos líquidos por un monto base de USD 10,000 aportados originalmente por el Originador y que servirán para el pago de los gastos del Fideicomiso. Cada vez que sea utilizado, el Fondo Rotativo deberá ser repuesto de acuerdo a la prelación establecida en el contrato del Fideicomiso.

Este depósito se constituirá con parte de los flujos que se generen desde la constitución del Fideicomiso, y de estos no ser suficientes, con el producto de la colocación de los valores en el mercado.

#### **▪ ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN**

El pago de los pasivos con los inversionistas se realizará principalmente con los flujos provenientes de la cobranza de los derechos de cobro adeudados por los “clientes seleccionados” y, si fuera el caso, de los flujos provenientes de la cobranza de los derechos de cobro adeudados por los “clientes adicionales”. De igual forma, estos flujos servirán, de requerirse, para restituir

el fondo rotativo y/o el depósito de garantía a sus montos base.

El Originador actuará como agente de recaudo de los flujos provenientes del derecho de cobro titularizado. Una vez efectivizados los fondos, el Originador tendrá un plazo máximo de dos días para transferirlo a la cuenta del Fideicomiso.

A partir de las fechas en las que los perciba, la Fiduciaria deberá destinar los recursos recibidos de acuerdo al siguiente orden de prelación:

- 1) Completar el fondo rotativo, en caso de que éste haya disminuido su valor.
- 2) Aprovisionar mensualmente un tercio del monto del dividendo siguiente a vencer de cada una de las series en las que se divida la emisión, hasta completar el monto requerido. Para dicha provisión se tomará en cuenta la fecha de emisión de cada una de las series. Si en cualquier mes no se hubiere podido completar el un tercio de la provisión antes señalada, en el próximo mes deberá aprovisionarse el monto no aprovisionado en el mes anterior y el monto que corresponda al mes en el que se está haciendo la provisión.
- 3) Completar el depósito de garantía, en caso de que no se encuentre en el nivel requerido, conforme a lo dispuesto en el presente instrumento.
- 4) Una vez cumplidos los numerales anteriores, restituir al originador, dentro de los dos días hábiles siguientes, los excedentes de flujos que hubiera en el Fideicomiso.

#### **Retención de Flujos y/o Redención Anticipada Parcial**

En caso de que se produzcan las causales para tal efecto, la Fiduciaria: (i) no devolverá el exceso de flujos al Originador hasta alcanzar un monto máximo del cien por ciento (100%) del monto pendiente de pago de capital e intereses de los valores; y, (ii) de existir recursos disponibles, podrá llamar a una redención anticipada parcial o total, según lo permita la disponibilidad de recursos en efectivo. Se aclara que el llamado a redención anticipada es una facultad de la Fiduciaria que la ejercerá estudiando las circunstancias que existan y siempre tomando en cuenta lo que fuere más conveniente para los inversionistas. El llamado de redención anticipada será obligatorio para los inversionistas y no constituirá un vencimiento anticipado de los valores.

La retención de flujos se da en los siguientes casos:

- a) Si los flujos mensuales efectivamente recibidos por el Fideicomiso por la cobranza del derecho de cobro registran un nivel inferior a 2.5 veces la provisión requerida mensualmente para el pago del próximo dividendo pendiente de pago de los valores de todas las series en las que se divida la emisión, durante tres meses consecutivos, salvo que el Originador incluya dentro de los “clientes adicionales” a nuevos clientes que permitan incrementar la relación entre los flujos mensuales proyectados y la provisión mensual requerida al menos a cinco veces. Para efecto de este cálculo, los flujos proyectados de los clientes a incluirse serán calculados como el promedio mensual



de los flujos de estos clientes en los últimos 12 meses. Se aclara que la causal a la que se refiere este numeral se entenderá cumplida cuando no haya sido posible llegar a la cobertura de 2.5 veces, inclusive luego de incluir a los “clientes adicionales”.

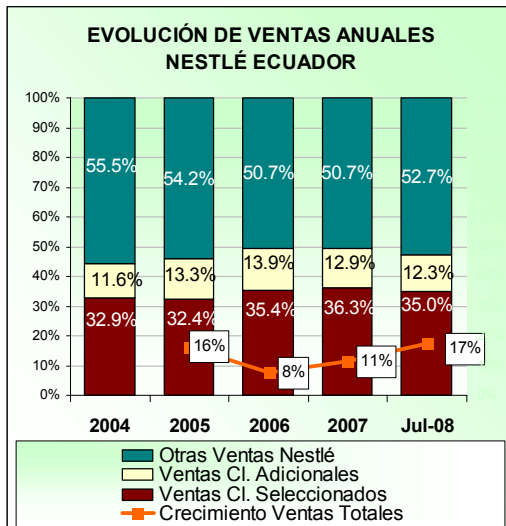
- b) Si el Originador incurre en una pérdida neta que supere el 15% de su patrimonio en un año fiscal. Esta causal será subsanada una vez que el Originador obtenga utilidad neta positiva en un año fiscal posterior.
- c) Si el Originador ha caído en mora de pago de cualquier emisión de valores que haya realizado; y,
- d) Si el Originador es sometido a un proceso de regularización, concurso de acreedores, quiebra, disolución, concurso preventivo o liquidación forzosa u otros similares; y/o haya adoptado resoluciones de disolución y liquidación voluntaria u otros similares.

Hemos recibido una opinión legal positiva respecto a la validez legal y vigencia del patrimonio autónomo y a la transferencia efectiva de propiedad sobre el derecho de cobro titularizado hacia el Fideicomiso.

#### ANÁLISIS DE ACTIVO SUBYACENTE

##### Ventas y Flujos Históricos

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 sobre los “clientes seleccionados”, los cuales representaron en el 2007 el 36.4% de las ventas totales de Nestlé Ecuador y muestra una tendencia a incrementarse.



\* Crecimiento de julio 08 realizado frente a ventas acumuladas de enero a julio 07

\* No incluye exportaciones a empresas relacionadas.

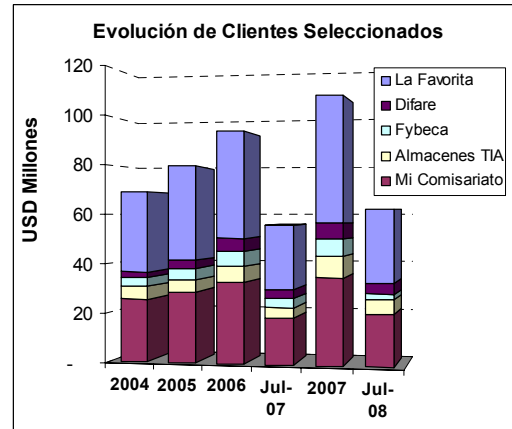
Estos clientes son participantes importantes dentro de los segmentos en los que se desenvuelven y han mantenido

una relación comercial con Nestlé que en el caso de La Favorita, Mi Comisariato y Almacenes Tía supera los 50 años, y es mayor a 13 años en el caso de Fybeca y Difare. La política de días de cobro con estos clientes es de 30 días.

Es importante considerar que las ventas totales de Nestlé del primer semestre del 2008 muestran un crecimiento mayor al histórico respecto al mismo periodo del año anterior. Este hecho se explica por el impulso en el transcurso del 2007 de la política de Nestlé, que prohíbe la venta de cantidades excesivas de productos para cumplir con metas anuales, que generan devoluciones del producto en el primer trimestre del siguiente año.

Con respecto a los clientes seleccionados muestran ventas con un comportamiento incremental dentro del periodo analizado. Es importante notar que Supermercados La Favorita participa en promedio con el 47% de este grupo, seguido de Mi Comisariato con el 35% y por los tres restantes con el 18%. El riesgo de concentración se mitiga por la Franquicia de estos clientes y por el hecho de que de necesitarlo, el derecho de cobro sobre los demás clientes del Originador se transferirá al Fideicomiso automáticamente.

A continuación se muestra un gráfico de la evolución de las ventas a los “clientes seleccionados” desde el 2004.

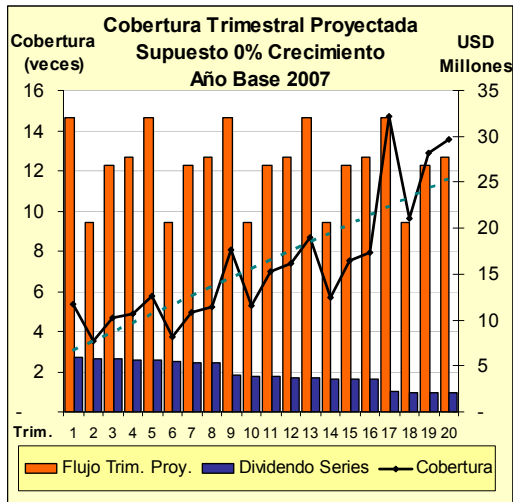


##### Gastos Proyectados del Fideicomiso

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.



**Cobertura Proyectada de los Flujos Futuros**



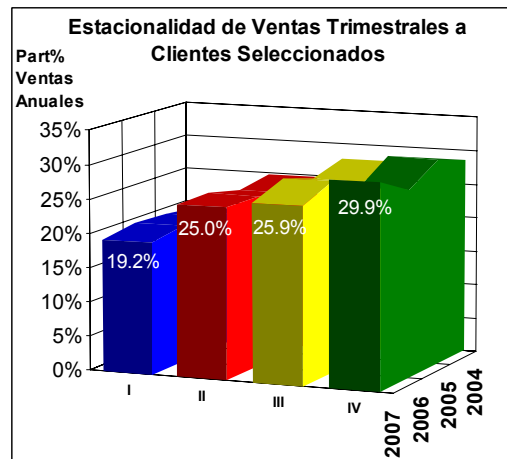
Para el análisis de cobertura de los flujos futuros se ha tomado al 2007 como año base y se ha analizado la cobertura de este flujo considerando 0% de crecimiento a lo largo de los 60 meses de duración de la serie más larga, lo cual constituye un escenario conservador en relación al crecimiento histórico de las ventas del Originador.

Si se realiza simultáneamente la emisión de las tres series por los USD 70 MM autorizados, el Fideicomiso requerirá realizar la provisión mensual a fin de realizar el pago de USD 5,937.50 correspondiente al primer dividendo de todos los valores. Suponiendo que la emisión se realiza en el 4T08 y que en ese trimestre la venta a los “clientes seleccionados” es similar a la del 2007 (supuesto de crecimiento 0%), el flujo trimestral cubriría en 5.39 veces el primer dividendo a pagar. Si la recaudación se mantiene constante, la cobertura se incrementará en el tiempo por efecto de la reducción en el monto de los dividendos a pagarse conforme el capital adeudado se reduce.

A continuación se expone un cuadro que muestra el nivel de cobertura promedio proyectada para las distintas clases emitidas, asumiendo una recaudación igual a la del 2007 en el transcurso de la vigencia de la emisión.

ANÁLISIS DE COBERTURA TRIMESTRAL			
	Serie A	Serie B	Serie C
Plazo	24 meses	48 meses	60 meses
Cobertura mínima	3.51	3.51	3.51
Cobertura máxima	5.74	8.67	14.74
Cobertura Promedio	4.76	5.98	7.32

Cabe indicar que las ventas a los clientes seleccionados muestran estacionalidad, registrando mayores ventas en el segundo semestre de cada año. La volatilidad existente se encuentra mitigada por los niveles holgados de cobertura existentes.



▪ **Nestlé Ecuador (Originador)**

El originador de esta titularización es Nestlé Ecuador S.A., empresa de propiedad total de Nestlé S.A., la empresa más grande de alimentos en el mundo, con base en Suiza. Su presencia en el país data de 1955, inicialmente como una oficina de importación de sus productos elaborados en Suiza, posteriormente adquiere empresas locales para la fabricación de varios de sus productos.

Luego de analizar los estados financieros y demás información de Nestlé Ecuador S.A., se concluye que el riesgo de continuidad de su negocio es consistente con la calificación otorgada a los valores que emitirá el Fideicomiso. Esta calificación se fundamenta en el posicionamiento de la imagen, de los productos y de las marcas que comercializa la empresa. La calificación reconoce las fortalezas comerciales y financieras del negocio, e incorpora el apoyo de su Casa Matriz quien posee el 100% de la operación local y con la cual existe una fuerte integración operacional, financiera y estratégica. El apoyo de la Casa Matriz se ha materializado a través de préstamos directos (que al momento no existen) y de líneas de crédito garantizadas.

Fitch Ratings Suiza ha otorgado a Nestlé Suiza S.A., una calificación de largo plazo de AA+ y F1 de corto plazo, con perspectiva estable. Estas calificaciones que se ubican en las categorías más altas de inversión en la escala internacional, fue confirmada el 10 de julio de 2008.

▪ **Fondospichincha S.A. (Fiduciaria)**

La Administradora de Fondos del Pichincha, Fondospichincha S.A., actuará de Agente de Manejo. Esta institución forma parte del Grupo Financiero Pichincha, cuya cabeza es Banco Pichincha; este último tiene una calificación local emitida por Bankwatch Ratings de AA+ en escala local. El Banco Pichincha es el banco más grande del sistema y concentra el 26% del total de activos.

Fondospichincha fue autorizada en febrero de 1994 como la primera administradora en el Ecuador. La estructura administrativa de la Empresa está bien definida y cuenta



con procedimientos y controles adecuados y bien implementados.

El Directorio y Comité de Riesgos ofrecen a la Administradora respaldo técnico y de experiencia, avalado en el manejo del grupo financiero más grande y antiguo en el país.

Consideramos que esta empresa desempeñará adecuadamente su función de Administradora del Fideicomiso.