

Títulos con Respaldo de  
Créditos Automotrices  
Sexto Seguimiento

## Segunda Titularización Cartera Automotriz - GMAC Ecuador

### Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Anterior	Calif. Actual	Ultimo Cambio
Serie A	Cancelada agosto-2010		
Serie B	AAA (en observación)	AAA (en observación)	Sep-2010

	Serie B
Monto de emisión	USD 30 MM
Saldo Insoluto	USD 16.3 MM
Plazo	1440 días
Fecha Emisión	07-ago-08
Fecha Vencimiento	07-ago-12
Amortización Capital	Trimestral
Amortización Interés	Trimestral
Tasa de cupón	9.00%
Base cálculo int.	360 días

### Descripción de la Estructura:

**Originador:** GMAC Ecuador

**Activo Subyacente:** Créditos automotrices originados por GMAC Ecuador.

**Administración Fiduciaria:** Fondospichincha S.A.

**Administración Primaria:** GMAC Ecuador

**Custodio:** TataSolution Center S.A.

### Contactos

Patricia Pinto  
593 -2-2222-323  
patricia.pinto@bankwatchratings.com

Carlos Ordoñez  
593 -2-2222-323  
carlosordonez@bankwatchratings.com

### ■ RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de los títulos correspondientes a la **Segunda Titularización de Cartera Automotriz – GMAC Ecuador, Serie B, en AAA (en observación)**, que de acuerdo a 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 asignada a la serie B se fundamenta en que de acuerdo a nuestra opinión esta se puede pagar en los términos y plazos acordados bajo escenarios de estrés consistentes con la calificación otorgada. Adicionalmente, la estructura de la titularización lo independiza del riesgo de crédito del Originador.

Se utiliza la clasificación “en observación” puesto que está pendiente la entrega de información de las políticas de originación y cobranzas de la cartera automotriz del futuro originador y administrador de cartera, Banco Pichincha S.A. Adicionalmente, la calificadoradora seguirá este proceso de transición, para identificar si se genera algún efecto en la morosidad de la cartera.

La cobertura existente (sobrecolateral de cartera y fondos líquidos) se ha incrementado desde su constitución gracias a la acumulación del exceso de interés cobrado sobre los gastos e intereses pagados, y al hecho de que el originador no ha retirado los excedentes de sobrecolateral de cartera. Esta cobertura permitiría cubrir un deterioro en la calidad de la cartera de hasta 56%.

A partir de junio-09 el Originador condiciona legalmente su derecho a recibir el exceso de sobrecolateral de cartera que el Fideicomiso posea sobre el 11.12% calculado sobre el saldo insoluto de los títulos, a que de acuerdo a la Calificadoradora de

**FECHA COMITE: Diciembre 29, 2010**

**ESTADOS FINANCIEROS A: Octubre, 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.



Riesgos, este retiro no afecte la calificación de AAA otorgada.

El riesgo estructural de un futuro descalce entre los plazos de activos y pasivos se da por la falta de limitaciones al plazo de la cartera que ingresa en el Fideicomiso a cambio de parte de la liquidez del Fideicomiso. Este riesgo se encuentra cubierto por la alta cobertura existente en cartera y recursos líquidos.

En este seguimiento se incorpora dentro del análisis el efecto probable de la reforma tributaria explicada en Hechos Relevantes de este informe, concluyéndose que la capacidad del fideicomiso para honrar en tiempo y forma sus obligaciones bajo un escenario AAA no se ve afectado por este hecho.

#### ■ Fortalezas

- GMAC Ecuador (en adelante “GMAC”) ha demostrado una capacidad adecuada para desempeñarse como administrador primario de la cartera, lo cual se ve reflejado en el nivel de morosidad de esta.
- Estructura independiza a la titularización del riesgo del Originador.

#### ■ Debilidades

- Pagos de los deudores van primero a GMAC y semanalmente son remesados al Patrimonio Autónomo.
- Errores recurrentes en los reportes del Administrador de Cartera a la Calificadora respecto al activo subyacente y su calidad sugieren debilidades en la generación de información de orden analítico.

#### ■ Hechos Relevantes

##### Convenio de Compra-Venta de Activos entre GMAC Ecuador y Banco Pichincha

GMAC Ecuador firmó el día 27 de agosto de 2010 un convenio de compra y venta de activos y pasivos con el Banco Pichincha S.A. ejecutable en un plazo máximo de un año. De acuerdo a las comunicaciones públicas existentes, la transferencia sería de “casi” la totalidad de los activos y pasivos al Banco Pichincha. Para que se pueda completar, las dos empresas deberán cumplir distintas condiciones y compromisos dentro de los plazos previstos. Probablemente el proceso se concluya en el 1T11.

Se estima que la decisión de su cierre no obedece a problemas financieros de GMAC Ecuador sino más bien a una estrategia de reinversión del Grupo, limitando la inversión de sus recursos en países con alto riesgo soberano.

En noviembre-2010 las Asambleas de Inversionistas de las tres titularizaciones donde GMAC es originador y administrador de cartera, aceptaron que sea Banco Pichincha quien a futuro asuma los derechos y obligaciones de GMAC derivadas de las tres titularizaciones vigentes y autorizaron por tanto a que se realicen las modificaciones correspondientes en los contratos de dichos fideicomisos. Así mismo, en el caso de la segunda y tercera titularización automotriz, que son administrados actualmente por Fondospichincha, se aprobó la sustitución fiduciaria por Produfondos, para evitar conflictos de intereses derivados de dicho convenio. Para aplicar dichos cambios, las instituciones están en espera de la autorización de la Superintendencia de Compañías.

Banco Pichincha mantiene una calificación de AA+ en escala local. Si bien su estructura humana y técnica ha sido evaluada positivamente en la calificación global, la calificadora revisará en los siguientes meses los procedimientos de originación y cobranzas de la cartera automotriz de Banco Pichincha, para incorporar dicho análisis en la calificación de la estructura.

En el caso de Produfondos, esta administra actualmente la primera titularización automotriz originada por GMAC, por lo que esto seguramente facilitará el traspaso de administración. Adicionalmente, consideramos que la Fiduciaria tiene la infraestructura y capacidad técnica para desempeñarse exitosamente como administrador fiduciario de esta titularización.

##### Reformas a la Ley de Régimen Tributario Interno

El 8 de junio del 2010 se publica en el Registro Oficial, el Reglamento para la Aplicación de la Ley de Régimen Tributario Interno, en el cual se establece que “Los fideicomisos mercantiles y los fondos de inversión legalmente constituidos, en cualquier caso, deberán liquidar y pagar el Impuesto a la Renta que corresponda a las sociedades, de acuerdo con las normas generales.” Esta norma aplicaría para el ejercicio económico 2011, por lo que tendría un efecto moderado en esta titularización, que vence en septiembre de ese año. En el modelo de estrés se ha incluido el efecto de dicha medida en los flujos mensuales del Fideicomiso, suponiendo que la Fiduciaria realice la provisión mensual a partir de

#### FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO



enero-2011, con una tasa impositiva de 25% de las utilidades proyectadas cada año.

Como referencia se indica que las utilidades reportadas por el Fideicomiso en el 2009 y hasta octubre de 2010 son de USD 3.6 MM y USD 2.2MM, respectivamente.

#### **Renuncia de derechos del Originador**

El originador ha condicionado legalmente su derecho a recibir el exceso de sobrecolateral de cartera que el Fideicomiso posea sobre el 11.12% calculado sobre el saldo insoluto de los títulos, a que de acuerdo a la Calificadora de Riesgos, este retiro no afecte la calificación de AAA otorgada. Cabe indicar que hasta el momento no se han realizado retiros de exceso de sobrecolateral de cartera.

#### **Acontecimientos de Ally Financial Inc.**

Este seguimiento incluye el análisis de los acontecimientos suscitados internacionalmente en torno a General Motors (GM) USA y a Ally Financial Inc. (Antes GMAC Inc y GMAC LLC), Casa Matriz de GMAC del Ecuador.

En nuestro criterio, los eventos internacionales no tienen un efecto material sobre GMAC Ecuador. Adicionalmente la estructura del Fideicomiso lo independiza del riesgo de continuidad de negocio del Originador, por lo que estos eventos no afectan la calificación de los títulos vigentes.

GM ha venido experimentando una serie de problemas, que desembocaron en la incorporación de la Empresa al capítulo 11 de restructuración del código de bancarrota de los Estados Unidos de América. De este proceso se formó una “nueva” General Motors (GM) de propiedad del Gobierno Americano y libre de la alta carga de deuda y de los activos improductivos que tenía antes de este proceso, los cuales son asumidos por una entidad denominada Motors Liquidation Co., que será liquidada en el mediano plazo con supervisión de la Corte. La nueva GM retiene la propiedad de las marcas Chevrolet, Cadillac, GMC y Buick, y de sus subsidiarias internacionales. Cabe indicar que en el 2010 GM ha conseguido utilidades positivas por tres trimestres consecutivos.

En el caso de GMAC LLC, este aceptó convertirse en holding bancario para poder recibir recursos del programa de rescate del Gobierno denominado TARP por sus siglas en inglés. Desde junio del 2009, GMAC LLC (compañía de responsabilidad limitada)

se convirtió a una Corporación y cambió su nombre por GMAC Inc.

Luego del capital inyectado por el Gobierno Americano, este se convierte en su mayor accionista, con aproximadamente el 56% de participación, seguido por Cerberus (15%), un fideicomiso de GM (10%), General Motors (7%), y otros inversionistas (12%). Las acciones de GMAC no se negocian actualmente en forma pública.

En mayo del 2010, el holding cambia de nombre a Ally Financial Inc., como parte de su estrategia comercial. La unidad bancaria de GMAC había cambiado de nombre a Ally Bank desde mayo del 2009.

Actualmente Ally Financial Inc. es el mayor proveedor de financiamiento para la compra de vehículos GM y Chrysler en Estados Unidos. La Empresa actualmente mantiene una calificación de riesgo de largo plazo en escala internacional otorgada por Fitch Ratings de B, con tendencia positiva.

Es importante señalar que esperamos que la situación de GMAC Ecuador no se vea afectada significativamente por la situación de GM y su Matriz a nivel internacional por algunas razones pero principalmente porque los vehículos que financia provienen de ensambladoras locales y/o de países asiáticos con lo cual se independiza de la crisis de USA. También los CKD's necesarios para la producción local provienen de mercados distintos a USA.

#### ■ **ENTORNO ECONÓMICO**

Por favor remitirse al Anexo 1

#### ■ **RIESGO SECTORIAL**

Por favor remitirse al Anexo 2

#### ■ **GMAC Ecuador S.A. (Originador)**

GMAC del Ecuador S.A. (GMAC) es una empresa comercial, subsidiaria de Ally Financial Inc (antes GMAC Inc), holding bancario registrado en los Estados Unidos de América.

GMAC fue creada en 1995 con el objetivo de impulsar, promover las operaciones mercantiles y comerciales de los concesionarios de vehículos en el Ecuador, tanto de la compañía como de General



Motors del Ecuador S.A. (GM) y sus empresas subsidiarias y relacionadas.

Desde octubre de 2009 GMAC amplía la gama de marcas con las que trabaja. Al diversificar su operación, amplía sus perspectivas de mercado.

Adicionalmente, en oct-09 GMAC también decide dejar de financiar inventarios de vehículos a concesionarios, lo que tiene dos efectos importantes en su balance: mejoran los márgenes y se reducen las necesidades de liquidez de la institución.

GMAC Ecuador ofrece sus servicios de financiamiento a los clientes de los concesionarios GM, ya sea por venta de vehículos motorizados nuevos o usados, equipos, partes, piezas, seguros, o implementos; compitiendo con las demás instituciones financieras que atienden a este segmento. La figura legal utilizada consiste en una compra de cartera a los concesionarios, la misma que es generada bajo las políticas de GMAC.

La empresa está expresamente prohibida de captar recursos de terceros y realizar intermediación financiera. Estas actividades están reservadas a las instituciones amparadas por la Ley de Instituciones Financieras y controladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador.

Consideramos que la estructura legal de la titularización permite independizar al Fideicomiso del riesgo de crédito del Originador.

Se ha revisado el procedimiento de originación y gestión de cobranza de la cartera de GMAC, encontrándose que este es adecuado desde el punto de vista de riesgo. No obstante, errores recurrentes en los reportes del Administrador de Cartera a la Calificadora respecto al activo subyacente y su calidad sugieren debilidades en la generación de información de orden analítico.

#### ■ **Fondospichincha S.A. (Fiduciaria)**

La Administradora de Fondos del Pichincha, Fondospichincha S.A., actúa como Agente de Manejo de la presente titularización. 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.

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.

La Fiduciaria tiene cobertura geográfica a través de sus propias oficinas en Quito, Guayaquil y Cuenca y en las agencias y sucursales del Banco Pichincha a nivel nacional.

Fondospichincha cuenta con un Comité de Negocios encargado de detectar, analizar y mitigar riesgos en las estructuras fiduciarias que ofrece a sus clientes. Adicionalmente, en forma regular se convocan Juntas de Fideicomisos y Comités Técnicos para asegurar una adecuada coordinación entre las necesidades de sus clientes y las personas involucradas en el negocio, conforme a lo indicado en cada contrato.

El Directorio y Comité de Riesgos ofrecen a la Administradora respaldo técnico y de experiencia, con apoyo del Grupo al que pertenece.

Consideramos que Fondospichincha tiene la experiencia, capacidad técnica e infraestructura tecnológica necesaria para desempeñar adecuadamente su función de Administradora del Fideicomiso.

#### ■ **EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN**

##### **Valores Emitidos**

El Fideicomiso ha emitido la totalidad de los títulos de las series A y B, por un monto de USD 50 MM y ha realizado la restitución correspondiente al Originador, descontando previamente los descuentos en la venta, las comisiones de colocación y los recursos necesarios para constituir la Cuenta de Reserva del Fideicomiso.

La serie A venció y fue cancelada en tiempo y forma en agosto-2010. Con respecto a la serie B, está tiene como fecha de emisión el 7 de agosto del 2008, día en que fue realizada la primera colocación de los valores. Hasta la fecha de corte de este informe se han pagado ocho dividendos trimestrales de esta serie y se indica como hecho subsecuente que el noveno dividendo trimestral se canceló el 8 de noviembre del 2010.

La amortización de la serie B se debe realizar en dieciséis cuotas trimestrales y sucesivas, que incluyen capital e intereses.

Serie B			
Trimestres	Capital	Intereses	Total
1	1,578,498.90	675,000.00	2,253,498.90
2	1,614,015.12	639,483.77	2,253,498.90
3	1,650,330.47	603,168.43	2,253,498.90
4	1,687,462.90	566,036.00	2,253,498.90
5	1,725,430.82	528,068.08	2,253,498.90
6	1,764,253.01	489,245.89	2,253,498.90
7	1,803,948.70	449,550.20	2,253,498.90
8	1,844,537.55	408,961.35	2,253,498.90
9	1,886,039.64	367,459.26	2,253,498.90
10	1,928,475.53	325,023.37	2,253,498.90
11	1,971,866.23	281,632.67	2,253,498.90
12	2,016,233.22	237,265.68	2,253,498.90
13	2,061,598.47	191,900.43	2,253,498.90
14	2,107,984.44	145,514.46	2,253,498.90
15	2,155,414.09	98,084.81	2,253,498.90
16	2,203,910.90	49,588.00	2,253,498.90
<b>Total</b>	<b>30,000,000.00</b>	<b>6,055,982.39</b>	<b>36,055,982.39</b>

A la fecha de corte de este análisis, la serie B tiene un saldo de capital insoluto de USD 16.3 MM.

**Fondos Disponibles e Inversiones Temporales**

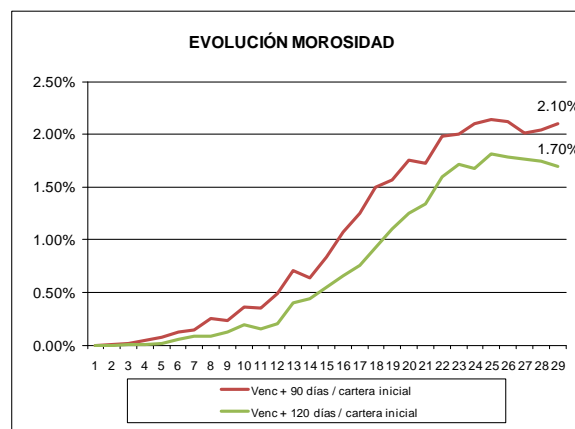
A octubre-2010, el Fideicomiso mantiene fondos disponibles e inversiones temporales por USD 6.1MM, destinados principalmente a la provisión para el próximo dividendo (USD 2.3MM), fondo de liquidez (1.4MM), fondo de reserva (USD 999M) y al intercambio por nueva cartera a realizarse el primer día hábil de noviembre (USD 1.3MM).

La liquidez del Fideicomiso se maneja de acuerdo a los lineamientos descritos en el Fideicomiso. Al corte de este análisis USD 3.1 MM se encuentran en una cuenta corriente en Banco Pichincha, y los restantes USD 3 MM se han colocado en certificados de depósito de corto plazo en otra institución financiera local.

**Evolución de la Cartera**

A la fecha de corte, se encuentra en propiedad del Fideicomiso 4516 créditos automotrices, con un saldo insoluto total de USD 23.3 MM. La cartera mantiene similares características a las del anterior seguimiento, estando compuesta prácticamente en su totalidad de créditos de vehículos livianos nuevos a personas naturales.

La morosidad de la cartera se mantiene por debajo de la pérdida estimada a través del análisis de camadas y tiende a estabilizarse en el año 2010. La cartera que registra atrasos de más de 120 días representa el 1.7% del saldo inicial transferido.



Del saldo insoluto actual de la cartera, USD 435M o 1.9%, presenta cuotas vencidas más de 360 días y se encuentra clasificado como “pérdida” por el originador. Dicha cartera se encuentra considerada en los indicadores de morosidad pero no se incluye para el cálculo de los demás indicadores de este apartado, por no poseer todo el detalle de dicha cartera.

El plazo remanente de la cartera ha disminuido, aunque con menor velocidad que el tiempo transcurrido desde la emisión, por la influencia de la cartera que ingresa al Fideicomiso en sustitución de los flujos excedentes mensuales. A la fecha de corte el plazo promedio remanente de los créditos es de 24 meses, frente a un plazo por vencer de la serie B de 26 meses.

El incremento en el tiempo transcurrido desde su originación permite por lo general que los indicadores de morosidad de la cartera sean más estables pues se incrementa la voluntad de pago por parte del deudor.

Por otro lado, la tasa de interés anual promedio ponderada, ha mejorado respecto a la calificación original (de 14.25% a 15.75%) y continúa siendo holgada frente al rendimiento de los títulos vigentes (9.00%).

Con respecto a los indicadores de CIN y DAV, estos varían en el tiempo debido a la nueva cartera que ingresa mensualmente, pero se encuentran dentro de rangos similares (20.1% y 61.5%, respectivamente). Los indicadores originales de DAV y CIN están estadísticamente relacionados a la voluntad y capacidad de pago, respectivamente y por tanto a la calidad futura de la cartera. Por este motivo, estas variables tienen influencia en la pérdida base supuesta dentro del modelo de flujo de caja utilizado.



Se debe indicar que estos indicadores pueden presentar distorsiones generadas por la falta de información y/o actualización de los ingresos de algunos clientes; y porque en el sistema del Originador se registra como avalúo del automóvil al valor del crédito en el caso de los créditos originados para financiar la última cuota de un préstamo tipo “balloon” (crédito con un pago extraordinariamente alto en la última cuota). En estos últimos se ha optado por considerar el avalúo actual del vehículo como una aproximación del valor del mismo al momento de la originación, lo cual tiende a sobrestimar el DAV de estos créditos.

Por último, la tasa de prepago promedio mensual anualizada de la cartera es de 8.2%, calculada a través de la metodología de Velocidad de Prepago Absoluto (ABS por sus siglas en inglés), porcentaje más elevado que el cálculo de 6.26% hecho en la calificación inicial.

#### **Gastos del Fideicomiso**

Los gastos se mantienen controlados, y sin diferencias materiales respecto a lo proyectado en el informe de estructuración financiera.

Cabe indicar que dado el tamaño de la emisión y la cobertura existente, el Fideicomiso es poco sensible a cambios en los gastos mensuales. De todas formas, para efecto del análisis se considera un estrés adicional de 20% a los valores proyectados.

Adicionalmente, dentro de la proyección de gastos se incluye el honorario de administración de cartera, que fue estimado en la estructuración financiera y que ha sido estresado por la Calificadora. Si bien este costo no está siendo cobrado por el Originador, se incluye en la proyección considerando que podría darse en el caso de un cambio de administrador de la cartera.

#### **Escenario de Estrés**

Como se indicó en Hechos Relevantes, a partir de mayo-09 la Calificadora incrementó la pérdida bruta de recuperaciones legales, utilizada para evaluar el pago en tiempo y forma de las series en un escenario de estrés AAA. Dicho cambio considera la nueva información entregada por GMAC del comportamiento histórico de su cartera antes de recuperaciones legales y determinó un nivel promedio de pérdida base de 3.5% sobre la cartera originada por GMAC.

Una vez obtenido un parámetro base de la pérdida potencial, se realizó un estudio individual de cada crédito perteneciente al Fideicomiso, para determinar

la probabilidad de no pago de cada uno y del portafolio en su conjunto. Este análisis considera, entre otros factores, las relaciones de deuda-avalúo (DAV), y de cuota-ingreso (CIN); la siniestralidad actual del crédito; el tamaño del mismo; el tipo de vehículo financiado; y el número de cuotas pagadas en relación a las cuotas totales del crédito. El resultado de este análisis también considera el hecho de que parte de la información recibida sobre los deudores contiene inconsistencias respecto a los indicadores de CIN y DAV.

Por otro lado, el análisis incorpora supuestos de recuperación por vía legal de aquellos créditos que quedan vencidos por más de 120 días. La Calificadora supone un período de tiempo en que se dan las recuperaciones por vía legal de los créditos vencidos. Adicionalmente, si bien la cartera en estatus de pérdida a la fecha de análisis no se considera dentro del modelo de flujo de caja utilizado, sí se toma en cuenta un supuesto de recuperación por vía legal para esta cartera.

Con respecto al prepago voluntario de los créditos (ya sea parcial o total), este afecta el flujo de caja disponible reduciendo la duración de los instrumentos y el exceso de spread disponible para cubrir las pérdidas si es que estos no son reemplazados con nueva cartera. BankWatch Ratings examinó el nivel de prepagos históricos de GMAC, el plazo de originación, la tasa de originación y el nivel observado en esta titularización, para poder determinar la probabilidad de que los créditos sean pagados voluntariamente en forma anticipada.

Los parámetros sensibilizados son ingresados en un modelo de flujo de caja, con el cual la Calificadora cuantifica el nivel de apoyo crediticio que es capaz de sostener la emisión ante escenarios de estrés sobre las principales variables de comportamiento. La transacción respaldada por pagarés originados por concesionarios y comprados por GMAC fue modelada de acuerdo al flujo de caja teórico de la cartera de propiedad del Fideicomiso vigente a abril-2010.

El nivel de apoyo crediticio para cubrir las pérdidas proviene del nivel de sobrecolateral de cartera y fondos disponibles, que actualmente representan el 1.8 veces el saldo insoluto de los títulos y podría cubrir un deterioro de la cartera de hasta 56%. El incremento del sobrecolateral respecto a la calificación inicial se explica tanto por el exceso de intereses disponible generado por el diferencial entre la tasa promedio ponderada del activo y la tasa anual que

---

#### **FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO**



devengan los bonos; como por la amortización de las series.

La holgura en la cobertura también permite mitigar el riesgo de descalce potencial entre activos y pasivos, puesto que mientras el plazo remanente de las series emitidas por el Fideicomiso se reduce conforme transcurre el tiempo, la estructura no especifica limitaciones al plazo por vencer de la cartera que el Fideicomiso reciba como contraparte de la entrega de flujos al Originador. Este riesgo se encuentra incorporado dentro del modelo de flujos, a través de la simulación de escenarios con diversas combinaciones de prepago y plazos de cartera recibida.

Por último, a partir de este seguimiento, se incorporó dentro del modelo el efecto en los flujos del pago del impuesto a la renta por parte del Fideicomiso, suponiendo una provisión mensual de dicho valor a partir de enero-2011.

Bajo estas consideraciones se estima una pérdida bruta base de 8.51% del saldo insoluto actual. De acuerdo al análisis realizado, el Fideicomiso podría

soportar niveles de pérdida de la cartera 3.7 veces mayores a esta.

Una vez estudiado dicho modelo se concluye que la serie B se podría pagar en tiempo y forma en un escenario de estrés consistente con la calificación AAA.

#### ■ Estructura de la Titularización

Hemos recibido una opinión legal favorable en cuanto a la validez legal del Fideicomiso. Consideramos que la transferencia de dominio de los documentos de crédito se ha perfeccionado ya que de acuerdo a la información proporcionada por la Fiduciaria esta los ha recibido físicamente, en su calidad de representante legal del Fideicomiso.

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).

**ANEXO 1**

**ENTORNO ECONÓMICO**

**COMPORTAMIENTO HISTÓRICO**

	2006	2007	2008	2009
PIB ( USD M ill 2000)	21.962	22.410	24.032	24.119
Inc. PIB (M ill.2000)%	4,75	2,04	7,24	0,36
Inflación Anual %	2,87	3,32	8,83	4,31
Deuda del Gobierno/PIB%	32,3	30,2	25,2	19,2
Cuenta Corriente/PIB %	3,9	3,6	2,0	-0,6
Presupuesto General del Estado/PIB	-0,2	-0,1	-1,1	-4,8
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	65,4	72,7	97,7	64,0

	enero- junio	junio- junio
crecimiento PIB 2010	1,59%	1,70%

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

**INDICADORES PROYECTADOS**

Previsiones FITCH	2010f	2011f	2012f
Inc. PIB (M ill.2000)%	2,6	2,8	2,9
Inflación Anual %	3,7	3,6	4,1
Deuda del Gobierno/PIB %	22,3	24,9	27,4
Cuenta Corriente/PIB %	-0,8	-1,2	-1,3
Presupuesto General del Estado/PIB	-4,2	-4,1	-4,4
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	80	85	85

Las estimaciones oficiales de crecimiento para el 2010, se han reducido del 6% al 3.7%, lo cual parecería ser una proyección más realista pero todavía optimista en relación a las expectativas de otros analistas que en general estiman un crecimiento de alrededor del 3%.

Algunos aspectos que han afectado negativamente en la economía:

1. La economía mundial en el segundo semestre del 2010 no se reactivó al mismo ritmo que en el primer semestre, limitando la demanda de nuestros productos y el aumento de las remesas.
2. En el primer semestre del 2010, la producción petrolera cae en -4.2% en relación al mismo período del año anterior y la producción de combustible en -12,8% (obras de rehabilitación de la refinería de Esmeraldas). Si bien la producción petrolera se ha recuperado en el segundo semestre, el crecimiento estable y sostenido de la producción petrolera es todavía un tema incierto.
3. La estructura de inversión privada no ha logrado fortalecerse y el marco institucional sigue siendo débil, no se ha logrado generar las fuentes necesarias de empleo ni fomentar el gasto de capital.

4. Las exportaciones no petroleras y que no dependen del gasto público ni de las importaciones se están desacelerando, en parte debido al deterioro de marco jurídico y regulatorio para la producción y exportación de productos. Es de esperarse presión adicional tanto en la balanza comercial como en la global, las mismas que al momento ya son deficitarias.

Factores que han influenciado positivamente en la economía:

1. El precio del petróleo todavía se mantiene alto. Si baja a menos de USD73/b, sería un factor negativo.
2. El gobierno ha logrado obtener el financiamiento para la ejecución de al menos una parte de la inversión pública que llegará a ser el 80% de lo presupuestado (préstamos de China y Fondos del IESS).
3. Incremento en recaudación tributaria.
4. El consumo de los hogares se seguirá beneficiando de las inyecciones de dinero a la economía a través de subsidios y del permanente crecimiento del gasto en la administración pública.

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

El reto para la economía ecuatoriana es soportar el incremento del gasto sin fuentes estructurales de generación y con alternativas limitadas de financiamiento.

La estrategia de crecimiento económico a través de los fondos del IESS, de crédito externo (que es limitado) y de impuestos adicionales no constituye una estrategia sostenible en el tiempo, por lo que tanto analistas económicos internos como externos coinciden en que el crecimiento económico del Ecuador se desacelerará a partir del 2011.

A menos que surjan fuentes adicionales de nuevo financiamiento, la economía ecuatoriana irá perdiendo gradualmente su liquidez y por lo tanto se esperaría que el volumen de ventas en el 2011 sea menor que en el 2010.

Fuentes: BCE y Ecuador Analysis  
Superintendencia de Bancos y Seguros  
FitchRatings-Rating Report Ecuador  
Elaboración: BWR.

**FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO**

**ANEXO 2**

**RIESGO SECTORIAL DEL ORIGINADOR**

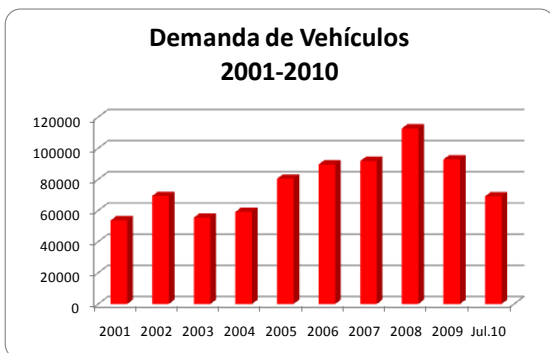
En el caso de GMAC, es relevante el análisis tanto del sector automotor como el del sistema financiero.

**SECTOR AUTOMOTOR**

Desde el año 2001, el sector automotor ha tenido un desempeño dinámico, dando lugar a una expansión en las ventas de automotores nuevos; dicha industria incluye también: repuestos, combustibles, llantas, lubricantes, talleres y negocios relacionados como seguros, dispositivos de rastreo y financiamiento automotriz.

La industria automotriz tiene un efecto multiplicador en la economía, y en los últimos años ha venido liderando el segmento de consumo; aporta a la generación de valor agregado, a la creación de fuentes de trabajo y a la recaudación fiscal.

El mercado de combustibles crece cada año al 5%, y la tasa de renovación del parque automotor es 10% anual.



Fuente: AEADE y Casabaca

El mercado automotor se mantuvo dinámico en 2009, pese a los elementos exógenos<sup>1</sup> que lo afectaron. En unidades, se colocaron 92.764 nuevos vehículos, lo que representa el 82.3% de las ventas de dic-08. La caída en el nivel de ventas estimada para 2009 inicialmente fue del 30%, como resultado de presiones por el lado de la oferta.

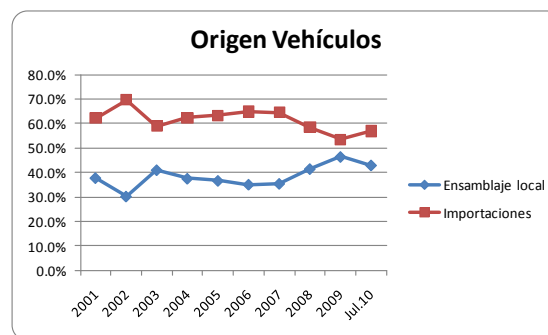
En este mercado, la demanda persiste. En 2010, el nivel de ventas de vehículos nuevos a julio representa el 74.4% de las del año pasado, y de acuerdo a las proyecciones podrían llegar a 130.000 unidades. El automotor es un mercado estacionario y el último trimestre suele acumular los mayores niveles de

<sup>1</sup> Para 2008 se estableció una nueva normativa para el ICE de vehículos, con una tasa escalonada de entre 5% y 35%; en 2009, se introdujo adicionalmente un sistema de cupos para importaciones.

En el segundo semestre de 2009 se dio de baja el sistema de cupos y se estableció una normativa arancelaria adicional (el recargo arancelario fue 12%, se está desgravando) para ciertos ítems.

ventas. Para el año 2011 las ventas podrían verse limitadas por la decisión del Gobierno de incrementar en 5% los aranceles de importación de vehículos de menos de 2.000 cm<sup>3</sup>.

El comportamiento de este mercado está estrechamente ligado a la disponibilidad de líneas de crédito. Alrededor del 65% de las ventas del sector automotor se realizan a crédito; por ello, las facilidades y condiciones de este tipo de préstamos condicionan en gran medida el desempeño de esta industria. La dinámica de las ventas de vehículos depende del entorno macroeconómico, que incide directamente sobre las dos fuentes de abastecimiento del mercado de vehículos: producción local e importaciones.



Fuente: AEADE

El país no tiene una industria automotriz autosuficiente. Tradicionalmente, la mayor parte de los vehículos comercializados localmente son importados, sin embargo desde el año 2007 la participación de los de ensamblaje local ha mantenido una tendencia creciente. Para 2009, el 53.6% de los vehículos vendidos en Ecuador son importados; en lo que va de 2010, el 57% de las unidades colocadas tiene dicha procedencia.

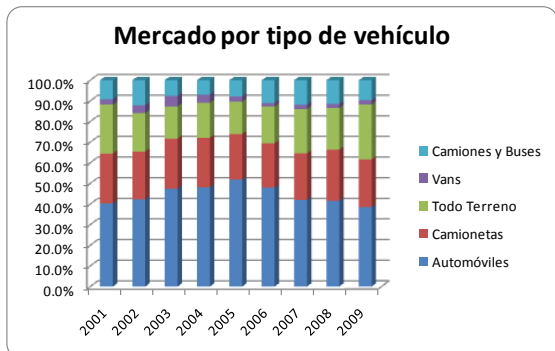
La competencia es fuerte entre marcas de todos los orígenes (de ensamblaje nacional o importados) y exigencias de servicios postventa. Un tema común entre los empresarios del sector automotor es fortalecer sus operaciones consolidando marcas, solidificando la red de atención y servicio al cliente; rubro que ha incrementado su participación en los ingresos por ventas y que de persistir la tendencia a futuro pasara a ser la principal fuente generadora de ingresos<sup>2</sup>.

Frente a los cambios en el entorno macroeconómico, los participantes del sector han tomado medidas en función del nicho de mercado al que atienden; lo que ha llevado a cambios en la combinación de productos —en función de sus estrategias— de las principales marcas en el país.

<sup>2</sup> AEADE, Anuario 2009.

**FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO**

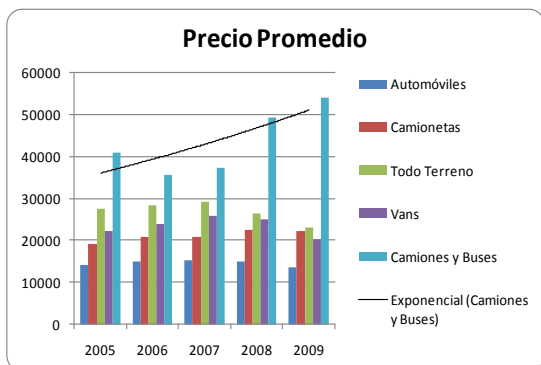
De acuerdo a datos oficiales de la AEADE, de las ventas totales el segmento más importante es el de automóviles (38.7%); mientras el de vehículos todo terreno fue el único que creció (en 8.9%) durante 2009.



Fuente: AEADE

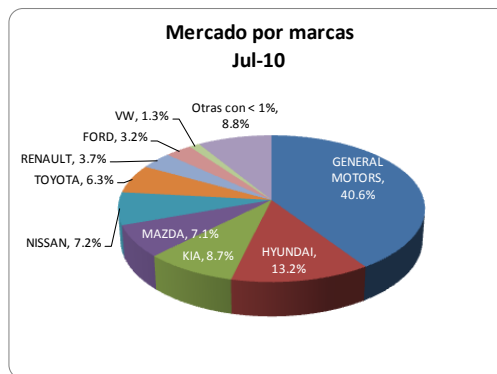
Como respuesta a los cambios en el entorno de los últimos períodos, los vehículos más comerciales son los modelos más pequeños y/o de menor equipamiento. Esto permitió que el precio promedio en casi todos los segmentos se redujera para 2009. Geográficamente, el grueso de las ventas de automotores nuevos se concentran en la provincia de Pichincha (42.48% a dic-09).

Las estadísticas del sector indican que el precio es un factor importante en la decisión de compra en los segmentos particulares, mientras que la demanda de vehículos de trabajo es menos elástica.



Fuente: AEADE

En Ecuador habría en promedio 9 vehículos por cada 100 personas, lo cual indica que existe una demanda insatisfecha en comparación con otros mercados de Latinoamérica, donde la tasa de ocupación es 15 autos por cada 100 habitantes.



Fuente: Casabaca

Históricamente, el mercado automotor ecuatoriano ha estado concentrado: la marca dominante es GM, que en mantiene una participación superior al 40%; sin embargo, en los últimos años el sector ha observado la entrada de diversas marcas. La mayoría disponen de una estrategia de precios y compiten en segmentos similares. Sin embargo, General Motors mantiene su liderazgo en ventas de automóviles en el Ecuador, y pese a la creciente competitividad en el mercado, no se observa una amenaza real su posición en el corto o mediano plazo.

### SECTOR FINANCIERO

Si bien GMAC no pertenece a las instituciones financieras reguladas por la Superintendencia de Bancos y Seguros, compete directamente con estas instituciones para el otorgamiento de créditos automotrices. Por este motivo, es relevante analizar la evolución del sistema bancario ecuatoriano.

Crecimiento 3T 2009 - 3T 2010	Bancos Privados	COAC	Mutualistas	Bancos Públicos
Cartera productiva bruta	18.05%	29.31%	48.60%	32.79%
Obligaciones con el público	18.50%	32.10%	19.60%	57.18%
A la vista	22.32%	25.23%	15.51%	37.64%
A plazo	7.14%	47.43%	25.10%	69.41%
Patrimonio	10.42%	15.44%	1.25%	9.15%
Resultados	15.85%	26.80%	-44.13%	11.09%

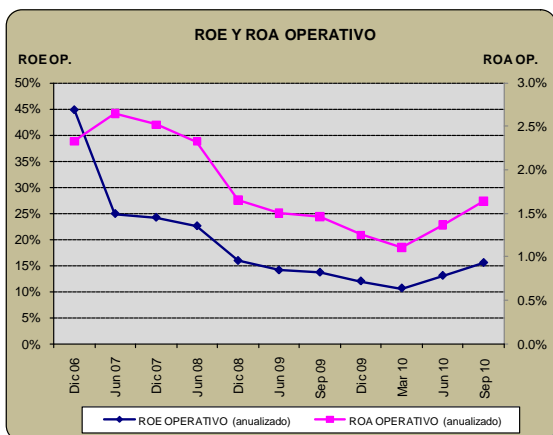
INDICADORES a Sep-10	Bancos Privados	COAC	Mutualistas	Bancos Públicos
ROE	12.94%	10.91%	5.50%	4.80%
ROA	1.37%	1.81%	0.53%	1.61%
Margen de interés neto (NIR)	73.28%	68.49%	59.44%	79.50%
Cartera en riesgo/ T. Cartera	2.92%	3.98%	3.91%	8.57%
Cartera C+D+E/ T. Cartera	2.90%	2.57%	1.37%	6.92%
Capital libre / Activos Productivos + F. Disp	7.17%	13.39%	-10.17%	25.38%
Capital Libre / Patrimonio + Provisiones	46.77%	63.73%	-72.91%	52.41%

Fuente: Focus Financiero, Superintendencia de Bancos y Seguros  
Elaboración: BWR

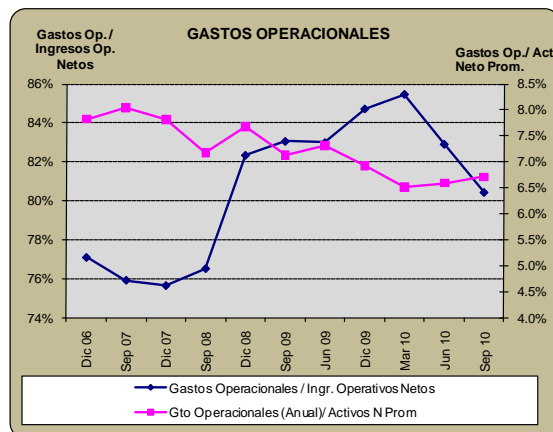
### RENTABILIDAD

- Desde el segundo trimestre del 2010 se puede observar un repunte en la rentabilidad del sistema, apoyado especialmente por una mejor utilización de los activos productivos, mayor control de gastos y menores requerimientos de provisiones. A sep.10, los resultados del sistema fueron de

USD 188 MM, que representa un crecimiento del 16% con respecto al mismo periodo un año atrás.



- El crecimiento anual de 18% en cartera bruta, con mayor incidencia en el sector de consumo, ha sido clave para sostener los niveles de rentabilidad. A esto se suma un fondeo de bajo costo por ser en su mayoría depósitos a la vista. De esta manera el margen bruto financiero llegó hasta USD 846MM, representando un crecimiento anual de 11%. A sep.10, el margen de interés neto aumentó a 73.3% comparado con el 69.8% del año anterior, gracias al crecimiento en cartera, a una disminución en obligaciones financieras y a una reducción de la tasa pasiva más pronunciada que la activa.
- Tanto la tasa activa como la pasiva han presentado una tendencia decreciente, sin embargo, el margen entre las tasas activa y pasiva referencial ha mostrado un comportamiento variable. El margen de tasas durante el 2010 es mayor al registrado en el 2009.
- Las provisiones muestran un decrecimiento del 12% frente a septiembre del año pasado, lo que ha respaldado el rendimiento en 3T10. La participación del gasto de provisiones sobre el MON (antes de provisiones) se reduce a 41.1% en sep.10 de un promedio cercano al 50% registrado desde fines del 2008.
- El sistema bancario se ha esforzado por tener un mejor control de sus gastos operativos, siendo que el indicador de gastos de operación sobre activo neto promedio se ha reducido a 6.71% de niveles promedio de 7.12% en el 2009. A pesar del control de tasas y comisiones, se puede observar una tendencia a la baja en los últimos dos trimestres de los gastos de operación frente a los ingresos operacionales netos, determinando mejor eficiencia en el manejo administrativo.



- Hasta finales de este año se espera que el crecimiento de cartera se mantenga, sin embargo a futuro, este crecimiento podría presionar los indicadores de rentabilidad, tomando en cuenta la intención de gran parte del sistema en focalizar su desarrollo en los segmentos de consumo y microcrédito; sectores que históricamente requieren mayores provisiones.
- Si bien no se descartan nuevas políticas gubernamentales que limiten la generación de ingresos como ha sucedido en años anteriores, la necesidad del gobierno de contar con un sistema financiero sano y robusto para el desarrollo, nos lleva a pensar que nuevas regulaciones no influirán significativamente en la rentabilidad del sistema.

### CALIDAD DE ACTIVOS

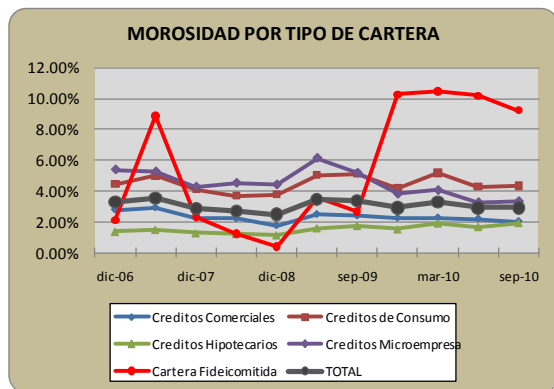
- El total de activos del sistema de bancos privados del Ecuador a sep.10 alcanza USD 19,133 MM. Dichos activos históricamente han mantenido una estructura cercana a 87% como Activos productivos, siendo los más representativos: cartera, inversiones y depósitos en instituciones financieras. La cuenta "Otros activos productivos" ha tenido una participación creciente debido a la implementación del Fondo de Liquidez (manejado por un fideicomiso en el BCE) en abril 2009. A la fecha el Fondo de Liquidez mantiene USD 488 MM.

### CARTERA

- La demanda de crédito a sep. 2010 ha intensificado la tendencia creciente que se viene dando durante todo el año, impulsada por un incremento de las captaciones y mejores perspectivas económicas. Esta recuperación ha estado liderada por los sectores de Consumo y Comercial y en menor proporción por créditos de Vivienda y Microcrédito.
- La efectiva gestión de los bancos (especialmente los grandes) en sus procesos de originación, han

permitido mantener niveles de morosidad controlados. A pesar de los altos crecimientos en cartera en años anteriores (a excepción del 2009), la morosidad<sup>3</sup> total de la cartera se ha mantenido en rangos de 2.5% a 3.5%. A sep.10 la morosidad promedio del sistema es de 2.92%, sin embargo, la desviación estándar de la morosidad de las 25 instituciones a la misma fecha es de 4.3%.

- El crecimiento de la cartera en riesgo en el 2009 fue mayor que el crecimiento de cartera bruta, no obstante, en el 2010 esta tendencia se reversa. De esta manera a sep.10 la cartera en riesgo muestra un crecimiento de 1.1% comparado con sep.09. Por su parte la cartera C, D, y E ha mantenido una participación sobre cartera bruta histórica entre 2.45% y 3.11% desde el 2007, a sep.10 este indicador es de 2.90%.
- Es importante mencionar que los Derechos Fiduciarios de Cartera, si bien representan menos del 1% de la cartera total, han mantenido un crecimiento importante en los últimos años. De esta manera mientras en el 2007 representaban USD 39MM, en sep.10 alcanzan USD 83MM. La preocupación de dicho segmento, radica en el incremento sustancial de la morosidad desde fines del 2009, llegando a 9.24% a sep.10. Cabe recalcar que en lo que va del año, diez de los veinticinco bancos mantienen valores en esta cuenta y de estos diez, cuatro representan el 75% del monto total.



- Las coberturas de cartera en riesgo y cartera C, D, y E, históricamente han sido adecuadas con niveles promedio sobre las 2 veces. Sin embargo, dichos indicadores muestran una alta volatilidad cuando se comparan institución por institución. De esta manera podemos encontrar rangos de coberturas entre 0.37 veces y 4.5 veces. Es importante mantener coberturas relativamente

<sup>3</sup> Cartera en Riesgo / Cartera Bruta Total. La Cartera en Riesgo está definida como: Cartera Vencida + Cartera que no devenga intereses.

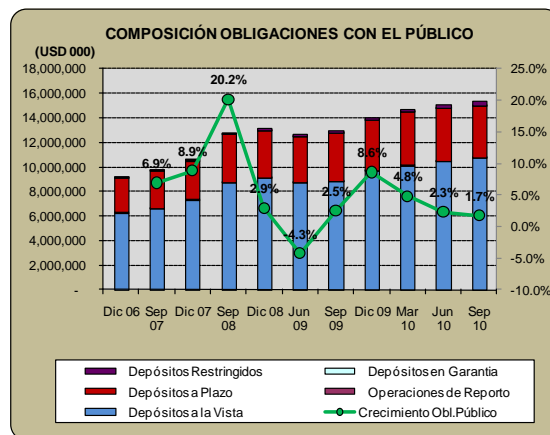
altas, tomando en cuenta la característica del sistema (especialmente bancos dedicados al segmento comercial) de mantener altos niveles de concentración de deudores.

- Si bien hasta fin de año, no se esperaría cambios importantes en la morosidad de la cartera, la contracción general en los ingresos limitará la capacidad de generación de provisiones mostrada en años anteriores. De esta manera observamos que el MON antes de provisiones sobre cartera neta se ha reducido de 7.3% en el 2007 hasta 5.2% a Sep.10.

### ACTIVOS IMPRODUCTIVOS

- Los activos improductivos de riesgo, (sin fondos disponibles) a sep.10 representan el 7,9% del total de activos. Vale la pena mencionar que la cuenta derechos fiduciarios ha mostrado un crecimiento importante (388% desde el 2007) llegando a USD 691MM debido a que los bancos no han colocado la totalidad de los montos aprobados para titularización.

### FONDEO Y LIQUIDEZ



- Las captaciones del público se mantienen como la principal fuente de financiamiento del sistema bancario privado, estas financian el 80% del activo y representan el 89% del pasivo total. En lo que va del año se puede ver una desaceleración del crecimiento de las obligaciones con el público a nivel trimestral (crecimiento 1.7%), sin embargo comparada con sep.09 observamos un crecimiento de 18.5%, en gran parte influenciado por depósitos a la vista. Este aumento, se debe a que la economía ha mostrado altos niveles de liquidez, explicados en parte por la estabilización y aumento del precio del petróleo y la inyección de recursos del gobierno provenientes de los créditos externos.
- La participación de las obligaciones financieras como fuente de fondeo se ha reducido paulatinamente hasta niveles del 4% debido a

### FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO

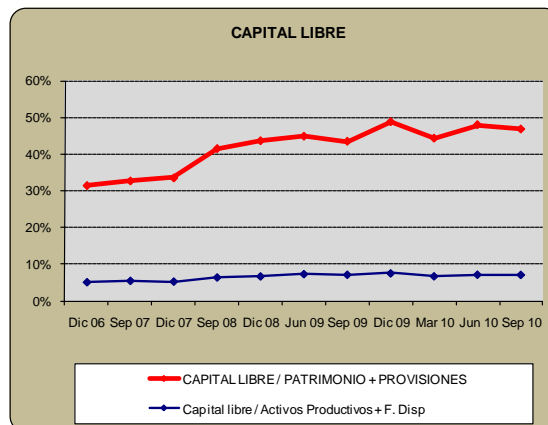


presiones en el mercado de fondos a nivel internacional.

- Después de la crisis de 1999, el sistema ha mantenido altos niveles de liquidez a costa de rentabilidad como un escudo a entornos de incertidumbre macroeconómica. A futuro se puede esperar que dichos indicadores se vean presionados al tiempo que las instituciones buscan colocar dicha liquidez en activos productivos más rentables, aprovechando un aumento en la demanda de crédito.
- Los depósitos del público mantienen un crecimiento sustancialmente mayor al de la economía.
- Una amenaza para la liquidez del sistema financiero, provendría de un posible incremento en el grado de intervención del Gobierno local en sus recursos líquidos.

### CAPITAL

- El sistema mantiene una estructura patrimonial saludable, gracias a que el patrimonio se ha fortalecido históricamente a través de la capitalización de parte de sus resultados. En algunos casos el aporte al patrimonio de las IFIS ha sido decisión de los accionistas mientras que en otros casos se ha derivado de restricciones impuestas por el ente de control. Esto ha permitido mantener al capital primario como principal componente de solvencia.



- El patrimonio libre del sistema representa el 46% del patrimonio más provisiones. Sin embargo, se observa con preocupación que a la fecha tres instituciones mantienen capital libre negativo.
- El patrimonio técnico sobre activos ponderados por riesgo se ha visto ligeramente presionado en este trimestre llegando a 12.63%, sin embargo se considera un indicador adecuado tomando en cuenta los niveles de cobertura de provisiones y la buena calidad de cartera.
- Considerando que la fuente de generación interna del patrimonio tiende a contraerse, será un reto para el sistema mantener los niveles patrimoniales actuales que permitan enfrentar los riesgos esperados y no esperados.

Es de suma importancia para mantener un crecimiento saludable que el mismo venga acompañado de un fortalecimiento del patrimonio de los bancos.