

Octavo Seguimiento  
 Titularización de Flujos Futuros

**Fideicomiso Mercantil Titularización  
 de Flujos Diners – Primer Tramo**

**Calificación**

Tipo Instrumento	Calif. Anterior	Calif. Actual	Ultimo Cambio
Serie A	cancelada en noviembre, 2010		
Serie B	cancelada en mayo, 2011		
Serie C	cancelada en mayo, 2012		
Serie D	AAA	AAA	-
Serie E	AAA	AAA	-

**Descripción de la Estructura**

CONCEPTO	Serie D	Serie E
Monto emitido (USD)	USD 8 MM	USD 8 MM
Saldo Insoluto (USD)	USD 2MM	USD 3.2MM
Plazo total	1,440 días	1,800 días
Fecha Emisión	04-may-2009	04-may-2009
Fecha Vencimiento	06-may-2013	05-may-2014
Amortización Capital	Cada 90 días	Cada 90 días
Pago Interés	Cada 90 días	Cada 90 días
Tasa de interés (reajuste trimestral)	Pasiva Refer. + 2.75%	Pasiva Refer. + 3%
Base cálculo interés	360 días	360 días

**Contrapartes Relevantes**

**Originador y Agente Pagador:** Diners Club del Ecuador S.A. Sociedad Financiera

**Administración Fiduciaria:** PRODUFONDOS

**Estructuración Financiera y Legal:** PICAVAL

**Colocación:** PICAVAL

**Punto de equilibrio:** Un valor

**Contactos**

Carlos Ordóñez (593 2) 292 2426  
[cordonez@bwratings.com](mailto:cordonez@bwratings.com)

Guisella Salgado (593 2) 226 9767  
[gsalgado@bwratings.com](mailto:gsalgado@bwratings.com)

**FECHA COMITE: Julio 31, 2012**

**ESTADOS FINANCIEROS A: Mayo, 2012**

**RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN**

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió **mantener la calificación de las series D y E del primer tramo** que emitió el **Fideicomiso Mercantil de Flujos Diners, en AAA**, categoría 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.”**

Esta es una calificación en escala local, que indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito de la transacción.

La calificación se fundamenta en la holgada cobertura de los flujos esperados del Fideicomiso, respecto de los dividendos por pagar a los inversionistas, y la calificación de continuidad como negocio en marcha del Originador. También considera la baja participación de las dos titularizaciones de flujos vigentes dentro del pasivo de Diners Club del Ecuador, hecho que permite reconocer la prelación que tienen los inversionistas sobre los flujos titularizados.

El análisis de continuidad del negocio incorpora la expectativa de que en un escenario de estrés elevado, Diners Club del Ecuador continúe como empresa en marcha, aún si es que la capacidad de pago de sus obligaciones generales se viera limitada.

Los flujos futuros generados por el derecho de cobro son acreditados por el Banco Pichincha directamente y con periodicidad diaria a la cuenta del Fideicomiso.

Adicionalmente el Fideicomiso es irrevocable y contiene cláusulas expresas en las que se define que tanto la cesión de los derechos como las instrucciones a los bancos recaudadores y al Fideicomiso son también irrevocables. Todo esto

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. La información de este reporte es propiedad de BankWatch Ratings y podrá ser reproducida únicamente con indicación de la fuente.



aísla el riesgo de desvío de fondos y confirma la prelación de esta deuda estructurada frente al resto de pasivos de Diners Club del Ecuador.

La cesión irrevocable de los derechos de cobro de Diners Club del Ecuador al Fideicomiso está realizada en la escritura del fideicomiso y definida en el Acta de Aporte y Emisión. La cesión de los derechos de cobro se hace efectiva cada vez que se producen las cuentas por cobrar, a partir de la fecha de constitución del fideicomiso y mientras éste se encuentre vigente.

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 a la generación futura de los flujos titularizados.

#### ▪ ENTORNO ECONÓMICO

Ver anexo 1

#### ▪ PRESENTACIÓN DE CUENTAS

El análisis del presente seguimiento se realizó principalmente con base en la siguiente información:

- Estados financieros preparados bajo Normas Internacionales de Información Financiera NIIF, auditados por Deloitte & Touche, con opinión limpia respecto a la presentación razonable de la posición financiera del **Fideicomiso Mercantil de Titularización de Flujos Dineros** a diciembre-2011 y sus flujos de efectivo por el año terminado a esa fecha. Estados Financieros interinos e información adicional solicitada sobre el patrimonio autónomo a mayo-2012.
- Estados Financieros preparados de acuerdo a normas contables contenidas en catálogos de cuentas y codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros y la Junta Bancaria, y en lo no previsto por dichas normas, ni por la citada codificación, con las Normas Internacionales de Información Financiera NIIF; auditados por KPMG Ecuador Cía. Ltda., con opinión limpia respecto a la presentación razonable de la posición financiera de **Diners Club del Ecuador** a diciembre-2011, su desempeño financiero, los cambios en su patrimonio y el flujo de efectivo por el año terminado en esa fecha. Estados Financieros interinos e información adicional solicitada sobre el Originador a diciembre-2011 y marzo-2012.

#### ▪ HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

##### Gratuidad en servicios de tarjetas de crédito

Desde abril-2012 (JB-2012-2151) se determinan como transacciones básicas, por lo tanto gratuitas, los servicios de afiliación y renovación de tarjetas de crédito, el mantenimiento de tarjeta de crédito, pago mínimo, y pago total, los pagos a tarjetas de crédito por los diferentes canales, el bloqueo, anulación o cancelación de tarjeta de crédito, la frecuencia de transacciones con tarjetas de crédito, la reposición de tarjeta de crédito por fallas en la banda lectora o chip, y la emisión y entrega de estados de cuenta.

##### Ponderación de cupos a tarjetahabientes no utilizados, en cálculo de patrimonio técnico

A partir de julio-2012 (JB-2012-2217) se considerará dentro de los activos ponderados por riesgo, el valor no utilizado de los cupos aprobados a los tarjetahabientes, conforme a un cronograma que comienza con el 10% y termina con el 100% en julio-2013. Si la institución financiera reduce el cupo autorizado a sus tarjetahabientes, les deberá informar de esta medida a sus clientes con una anticipación de al menos 30 días. Toda institución financiera que ofrezca producto de tarjeta de crédito a sus clientes, registrará sin excepción el saldo de los cupos no utilizados, y en ningún caso podrá argumentar para su no registro, que existen tarjetahabientes con cupos ilimitados.

##### Limitación de ingresos en pago al contado

Desde junio-2012 (JB-2012-2208), el establecimiento afiliado a tarjetas de crédito está obligado a hacer extensible al consumidor que efectúa pagos mediante el uso de tarjetas de crédito, toda oferta, promoción, rebaja o descuento vigente para el pago al contado, salvo que ponga en conocimiento del tarjetahabiente de manera oportuna y adecuada, lo contrario.

##### Prohibición de emisión de tarjetas de crédito de circulación restringida.

(JB-2012-2225, 2236) Las tarjetas de crédito de circulación restringida emitidas con anterioridad a julio 11 de 2012, se retirarán de circulación 90 días contados a partir de esa fecha. Se exceptúan las tarjetas de crédito de circulación restringida emitidas por compañías originadoras de procesos de titularización de cartera que, a la presente fecha, mantengan valores en circulación en el mercado.

##### Venta de Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A.

La Junta Bancaria dispuso que las instituciones del sistema financiero privado, sus directores principales y suplentes, así como sus principales accionistas, enajenen obligatoriamente, hasta el 12

de julio de 2012, las acciones y participaciones que mantuvieron en compañías o sociedades mercantiles ajenas al sector financiero, con presencia o actividad en el mercado ecuatoriano. Las compañías de seguros, casas de valores, administradoras de fondos y fideicomisos, entre otras empresas no financieras, que formaban parte de un grupo financiero no vendidas hasta esa fecha, se transfirieron irreversiblemente al fideicomiso administrado por la Corporación Financiera Nacional, para su administración y venta.

Las acciones de Produfondos se han negociado con un grupo presidido por el economista José Samaniego Ponce, que fungía de Gerente General de Produfondos. La dirección ejecutiva, las principales gerencias y la mayoría de ejecutivos y empleados de Produfondos se mantienen luego del traspaso, así como el aplicativo tecnológico, los procesos y controles, por lo que se espera que la gestión de los fideicomisos que administra no se vea afectada negativamente por este cambio.

▪ **EVOLUCIÓN DE LA TITULARIZACIÓN**

**Títulos Emitidos**

La primera colocación de títulos arranca en mayo 4 de 2009, convirtiéndose en la fecha de emisión de todas las series. En diciembre de 2009 se termina de colocar los USD 50MM autorizados.

De las 5 series emitidas, ya se han cancelado 3 en su totalidad, restando las series D y E por pagar. En mayo-2012 realizan el décimo segundo pago de dividendos de las series vigentes.

La tasa pasiva referencial que sirve como base para determinar el próximo dividendo de capital e interés a realizarse en agosto-2012, es de 4.53%, con base a la publicación oficial del BCE.

**Fondos Disponibles e Inversiones**

A mayo-12, el Fideicomiso mantiene recursos líquidos por USD 1.008M, que se destinan al fondo de reserva, a la provisión para el pago del próximo dividendo de las series vigentes (USD 996.6M), y a excedentes por devolver al Originador.

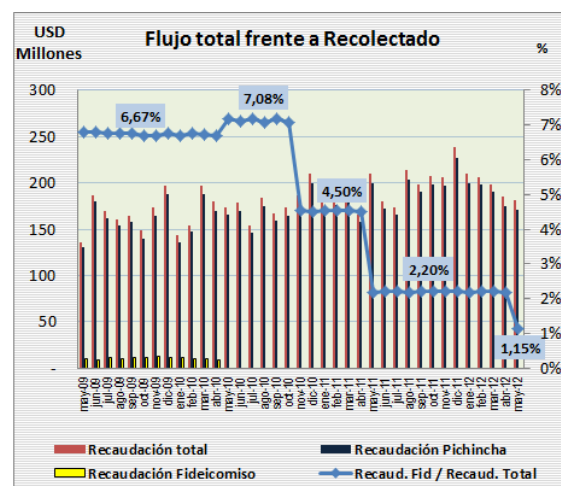
De tales recursos, 63.7% se encuentra en certificados de depósito en la banca privada con calificación global en escala local de AAA-; el 35.7% en un fondo local de inversión de corto plazo; y el 0.6% restante en cuentas corrientes y de ahorros en dos bancos privados con calificación global en escala local de AAA-.

**Evolución de los Flujos y coberturas**

Conforme a la escritura de Fideicomiso, en el mes 18 a partir de la fecha de emisión, la Fiduciaria cancela totalmente la serie A, y en el mismo mes el derecho de cobro del Fideicomiso se reduce de

7.07% a 4.46% de la recuperación total del Originador. En el mes 24 se cancela la serie B, y a partir de mayo-2011, el derecho de cobro se redujo a 2.17%. En el mes 36 cancelan la serie C, y el derecho de cobro del Fideicomiso se reduce nuevamente a 1.16% a partir de mayo-2012.

El Banco Pichincha ha venido recaudando en promedio 95% de la recaudación total, y en mayo-2012 redujo a 93.6%. La estructura permite a la Fiduciaria obtener los fondos correspondientes al derecho de cobro directamente del recaudador. Produfondos ha instruido a Banco Pichincha que a partir de mayo-2012, acredite 1.23% de la recaudación de los tarjetahabientes Diners directamente en la cuenta del Fideicomiso. La Fiduciaria debe revisar continuamente que el porcentaje instruido sobre la recaudación del Banco Pichincha sea al menos el 1.16% de la recaudación total.

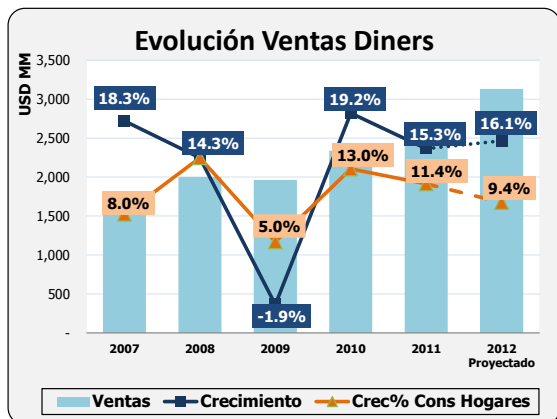


El gráfico revela la relación entre la recaudación mensual de Diners y lo recaudado a través del Banco Pichincha, así como el cumplimiento del porcentaje del derecho de cobro establecido para cada período.

De acuerdo al Originador, en el mes de mayo se presentaron temas operativos, generados por el cambio del sistema transaccional del Banco Pichincha, que disminuyeron la recaudación en esos meses. Por este motivo, el porcentaje de la recaudación de Pichincha establecido por la Fiduciaria no logró llegar al 1.16% de la recaudación total. Por ser un hecho coyuntural, se espera que la participación del Banco en la recaudación total vuelva a niveles históricos y la Fiduciaria no requiera ajustar el porcentaje.

La estructura prevé que, dentro de cada período mensual, si es que la Fiduciaria cubre los recursos que requiere para completar el fondo rotativo, fondo de reserva y la provisión para el próximo dividendo de las series emitidas, esta debe instruir a la institución recaudadora la suspensión de las transferencias hasta el inicio del próximo mes.

El valor de la recaudación del fideicomiso que consta en el gráfico anterior, con el cual se ha calculado la cobertura de la emisión, considera tanto los flujos que llegaron a la cuenta del Fideicomiso, como aquellos que son parte del derecho de cobro, pero que no ingresaron en su cuenta por instrucción de la Fiduciaria.



Fuente: Presupuesto Ventas Diners Club del Ecuador

El comportamiento de las ventas de Diners proviene tanto del posicionamiento de la tarjeta en el mercado acorde al comportamiento del consumo de los hogares en el país, como de sus estrategias de comercialización.

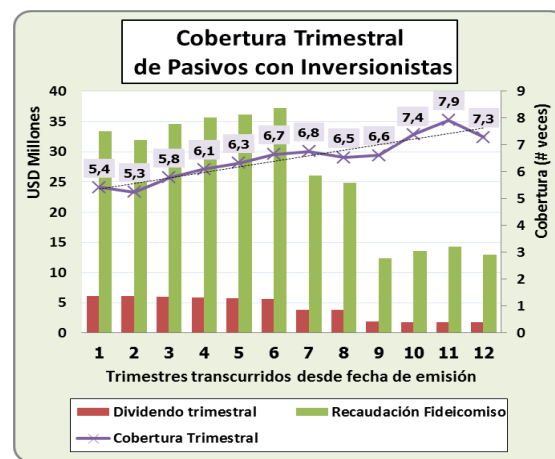
Las ventas de Diners Club fluctúan acorde al comportamiento del consumo de los hogares. El 2012 la Sociedad Financiera proyecta crecer 16%, porcentaje superior al crecimiento del primer semestre del 2012, y respecto del registrado el primer semestre de 2011 (11%). La institución proyecta mayor participación en el consumo de los hogares, diversificando los canales de ventas y la red comercial. En el 2012, Diners Club administra adicionalmente la marca Discover, línea de negocio que le permitirá ganar mercado en un segmento distinto de clientes.

Luego de las declaraciones del Presidente de la República sobre el riesgo de sobreendeudamiento en la economía ecuatoriana, la Junta Bancaria dispuso que para efectos del cálculo del patrimonio técnico requerido, se consideren dentro de los activos ponderados por riesgo el valor no utilizado de las líneas de créditos aprobadas de tarjetas de crédito de consumo. También reguló la ejecución de garantías para cancelar el saldo insoluto de créditos inmobiliarios o vehiculares. El consumo también se afectará por las regulaciones sobre: alza de impuesto a la salida de capitales, prohibición de importación de ciertos productos, entre otros.

Por lo expuesto, constituirá un reto superar el ritmo de crecimiento histórico en ventas. El mayor crecimiento corresponde a 2010, cuando las ventas representan aproximadamente 6% del consumo de los hogares. En el 2009, la contracción de las ventas obedeció en parte al impacto de la crisis

internacional, entorno macro económico local, y a las estrategias defensivas aplicadas por Diners Club. En 2011 los consumos de los tarjetahabientes Diners crecen 15.3%, aunque a menor ritmo que la competencia directa, por su política conservadora frente al entorno y el cliente objetivo.

La recuperación porcentual de las ventas mantiene tendencia positiva, de más de 90% respecto de lo facturado en el mes. El alto nivel de recuperación incide para la buena calidad de cartera, cuyos niveles de morosidad superan al promedio de la banca privada, por la alta rotación de la cartera y el crédito corporativo.



Nota 1: Supone colocación total de las series en cada período.  
 Nota 2: Recaudación Fideicomiso incluye un flujo que, por instrucción de la Fiduciaria, no se transfiere, al completarse la provisión mensual requerida.

La cobertura mensual de los flujos provenientes del derecho de cobro titularizado mantiene una tendencia a incrementarse y continúa siendo holgada, frente a la provisión requerida para el pago de los dividendos trimestrales de las series emitidas. La cobertura actual es consistente con la calificación actual de las series emitidas.

La disminución de la recaudación del Fideicomiso en los trimestres séptimo, noveno y décimo segundo refleja los ajustes del derecho de cobro titularizado dispuestos por la estructura, una vez vencidas y pagadas las series A, B y C.

Los gastos operacionales del Fideicomiso se mantienen bajos, y no son materiales frente al flujo recibido por la Fiduciaria mensualmente.

**DINERS CLUB DEL ECUADOR S.A. SOCIEDAD FINANCIERA (Originador)**

Del análisis a la capacidad del Originador para mantenerse como empresa en marcha generadora de flujos titularizados, se concluye que la calificación de los flujos futuros titularizados es consistente con la calificación otorgada a las series emitidas por el presente Fideicomiso, y superior a la calificación global de AAA- en escala local que



Bankwatch Ratings ha otorgado a Diners Club del Ecuador.

El saldo insoluto de las dos titularizaciones de flujos vigentes representa 4.07% de los pasivos y contingentes de Diners Club del Ecuador, participación que permite reconocer la prelación sobre los flujos titularizados frente a otras obligaciones del Originador. Además el pago se realiza con fondos segregados del flujo de ingresos, por el recaudador de la titularización.

El análisis de continuidad del negocio incorpora la expectativa que en un escenario de estrés elevado, Diners Club del Ecuador continúe como empresa en marcha, aún si es que la capacidad de pago de sus obligaciones en general se viera limitada, dadas las características que se exponen a continuación:

Diners presenta fortalezas destacables en cuanto a a) su importancia para la economía ecuatoriana, b) posicionamiento dentro del mercado de emisión y adquisición de tarjetas de crédito, y c) su rentabilidad para los accionistas, la cual ha sido consistentemente superior a la mayoría de las instituciones del sistema financiero ecuatoriano.

Diners Club del Ecuador es la cabeza del Grupo Diners, que incluye a Interdin S.A., subsidiaria emisora y administradora de tarjetas de crédito. A mayo-2012 es el séptimo grupo financiero a nivel nacional, medido por el volumen de activos, y el cuarto más rentable. El accionista mayoritario de Diners Club del Ecuador (95.5%), también lo es del Banco Pichincha, cuyas acciones se concentran en su grupo familiar (61.4%). La sociedad financiera y el banco, son los más grandes y antiguos, dentro de los sistemas a los que pertenecen; conformando el mismo grupo económico, pero grupos financieros distintos e independientes.

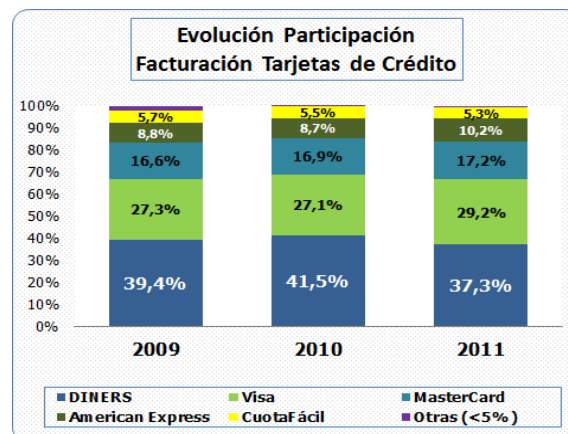
La principal actividad de la Sociedad Financiera es la organización, promoción y explotación de tarjetas de crédito expedidas en el Ecuador, con la franquicia de The Diners Club Internacional Ltd. Su experiencia de más de 40 años, le permite su posicionamiento como tarjeta de crédito líder en el mercado, con 30.862 establecimientos afiliados a nivel nacional.

La tarjeta Diners encabeza la facturación a nivel nacional, con ventas que representan en promedio el 6% del consumo de los hogares ecuatorianos. La Sociedad atiende a 229.766 tarjetahabientes principales y 134.362 tarjetahabientes adicionales.

La capacidad técnica y proactividad de la administración, soportan una posición fuerte en el mercado, pese a la creciente competencia en el sector. Mayor detalle sobre el Originador, puede obtenerse del informe de calificación global de Diners, que se encuentra disponible en la página web, [www.bankwatchratings.com](http://www.bankwatchratings.com).

### Mercado de Tarjetas de Crédito

En el nicho de tarjetas de crédito operan siete marcas, siendo los principales competidores de Diners: Visa, Master Card y American Express, emitidas por distintos bancos privados. Diners Club del Ecuador mantiene el liderazgo en facturación, principalmente por consumos corrientes, mientras que VISA y Master Card lo hacen en crédito diferido, que incluye crédito rotativo.



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros. (Datos del 2012 no están publicados en julio 2012) / Elaboración: BWR

El 84% de la facturación se concentra en las tarjetas Diners, Visa y MasterCard, dentro de un mercado muy competitivo, orientado al segmento económico medio alto y alto, que cuenta con un grado elevado de bancarización. El liderazgo de Diners en el mercado local, medido por su volumen de ventas representa más del 37% de las ventas con tarjeta de crédito a nivel nacional, durante el 2011, situación que mantendrían si alcanzan el nivel de ventas estimado de USD 3.131 MM en el 2012.

La emisión de esta tarjeta la hace exclusivamente Diners Club del Ecuador, que también administra consumos con VISA a través de su subsidiaria INTERDIN. La sociedad financiera maneja consumo corriente, diferido corriente, diferido propio y plan de pagos, sin incluir crédito rotativo, por lo que mantiene menor volumen de cartera en relación a sus ventas. En consecuencia, el saldo de cartera promedio que maneja es inferior al saldo de cartera de la tarjeta de crédito Visa.

Las tarjetas Visa y MasterCard son emitidas por distintas instituciones financieras locales, y aprovechan la franquicia de dichas marcas a nivel global. Estas tarjetas han ganado una porción interesante del mercado (29% Visa y 17% MasterCard de las ventas del 2011), pero aún mantienen distancia respecto del posicionamiento de la marca Diners.

### PRODUFONDOS (Fiduciaria)

La Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos actúa como agente de manejo de la



presente titularización. Produfondos se constituyó mediante escritura pública otorgada el 4 de marzo de 1994, ante la Notaría Décimo Octava del cantón Quito, inscrita en el Registro Mercantil del mismo cantón el 29 de marzo del mismo año, bajo la denominación social de 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 julio 1ro. de 1994. Mediante Resolución SCQ.IMV.02.006 de octubre 18 del 2002, Produfondos es autorizada para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización por parte de la Superintendencia de Compañías.

En julio-2012 Produbanco da cumplimiento a las reformas a la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, dadas por la Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado, vendiendo la Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A. Los nuevos accionistas son un grupo presidido por el economista José Samaniego Ponce, que fuera Gerente General de Produfondos, el Estudio Jurídico Gonzalo Córdova Abg., ingeniero Xavier Velasco Pimentel, ingeniero Carlos Solano de la Sala, y doctor Farith Simon Campaña.

Produfondos mantendrá al personal técnico, lo que permite una administración con experiencia. Con respecto a su infraestructura tecnológica, seguirá utilizando el sistema fiduciario GESTOR, especializado en la administración de fideicomisos, fondos de inversión, de pensiones, titularización y activos de carteras, bajo una estructura parametrizable.

Consideramos que Produfondos posee la capacidad técnica y experiencia para desempeñar en forma adecuada la función de Administradora del Fideicomiso. Se conoce que tiene experiencia en la administración de al menos seis titularizaciones de flujos, sustentando su experticia en este tipo de transacciones.

## ▪ ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN

### Descripción del Activo Subyacente

La principal fuente de pago de las series emitidas por el Fideicomiso son los flujos futuros de los

derechos de cobro que el Originador aporta al Fideicomiso, y que consisten en porcentajes de la totalidad de los derechos que se generan por el uso de la tarjeta Diners.

Los derechos de cobro están constituidos por el derecho que tiene y que tendrá a futuro Diners, de recibir de los tarjetahabientes los pagos inherentes a los consumos corrientes y diferidos con la tarjeta de crédito, así como los derivados de servicios, de conformidad con las estipulaciones constantes en los contratos de emisión.

Los porcentajes de la totalidad de los derechos de cobro generados por la tarjeta Diners que se transfieren al Fideicomiso, varían a lo largo del tiempo, de acuerdo a la tabla que se presenta a continuación:

Período (meses desde emisión)	%
1-18	7.07%
19-24	4.46%
25-36	2.17%
37-48	1.16%
49 en adelante	0.50%

El servidor de los flujos titularizados es el Banco Pichincha quien recauda en promedio 95% de los flujos de Diners generados por este concepto. Existen otros bancos recaudadores, que por mandato del Fideicomiso deben entregar al Administrador Fiduciario los flujos que este los requiera, en caso de que fuera necesario.

Contamos con 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 titularizados al Fideicomiso está realizada y definida en la escritura del Fideicomiso. La cesión de los derechos de cobro se hace efectiva cada vez que se producen cuentas por cobrar a los tarjetahabientes.

Considerando la cobertura promedio de los últimos 12 meses el índice de desviación calculado por el estructurador financiero en la calificación inicial (21.82%), estaría cubierto en 28.55 veces, cumpliendo así holgadamente el requerimiento legal de 1.5 veces.

Un amplio resumen de la estructura de la presente titularización consta en el informe de calificación inicial disponible en [www.bankwatchratings.com](http://www.bankwatchratings.com).



## ANEXO 1

## ENTORNO ECONÓMICO

El crecimiento del PIB en el 2011 superó las expectativas iniciales alcanzando 7.8% según las últimas cifras publicadas por el BCE. Parecería que la proyección de un crecimiento desacelerado para el 2012, tiene sustento según el comportamiento del último trimestre del 2011. De todos modos, seguirá siendo un buen año considerando sobretodo la situación económica internacional.

En el 2012, las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

A mediano plazo (2013-2015) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global. Se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público que mantiene una tendencia creciente y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. Por otro lado el gasto corriente representa la mayor parte del gasto del gobierno y este está financiado con fuentes adicionales a los impuestos.

Aunque se estima que en un futuro previsible las condiciones favorables en cuanto a la oferta de crédito y al precio del petróleo se mantendrán, es incierto hasta cuando estas condiciones prevalecerán. Preocupa la falta de ahorro y la ausencia de mecanismos de contingencia para enfrentar períodos de crisis.

El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

## COMPORTAMIENTO HISTÓRICO Y PREVISIÓN 2012

	2008	2009	2010	2011 prev.	2012 prev.
PIB ( USD Mill 2000)	24,032	24,119	24,983	26,928	28,031
Inc. PIB (Mill 2000)%	7.24	0.36	3.60	7.78	5.40
PIB CORRIENTE ( Mill USD)	54,208	52,022	57,978	65,945	71,625
Inc. PIB CORRIENTE%		-4.03%	11.45%	13.74%	8.6%
Inc. anual oferta y demanda global% (usd 2000)	8.10	-3.60	7.40	5.50	4.90
Inflación Anual %	8.83	4.31	3.33	6.12**	
Deuda total del Gobierno/PIB %	25.34	19.67	23.40	22.10***	20.35****
Deuda externa del Gobierno/PIB %	19.19	14.39	16.22	16.27***	14.06****
Deuda interna del Gobierno/PIB %	6.15	5.28	8.18	6.83***	6.29****
Cuenta Corriente/PIB %	2.0	-0.35	-3.31	-0.95	
Presupuesto General del Estado/PIB %	-1.10	-4.30	-1.60	-1.63	-5.20
Ingreso Sector Público/PIB %	40.70	35.33	39.98	47.76****	
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	27.20	26.80	29.16	33.88****	
Inversión del Gobierno /PIB %	12.91	12.84	12.45	14.90****	
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	97.70	64.00	84.50	102.46*	
estimación BCE a marzo 2012					
fuente: Analisis Semanal - 2007 - 2011 BCE devengado , 2012 registro oficial y proforma PIB					
Debe notarse que la deuda del Gobierno no contabiliza deuda contraída a plazos menores de 360 días.					
Datos a septiembre 2011					
**BCE inflación anual a marzo 2012					
*** deuda a diciembre 2011 PIB corriente proyectado					
**** deuda a marzo 2012/PIB por proyectado 2012					
**** BCE con datos a diciembre 2011 actualizado					
*abril 9 de 2012					

El BCE ha actualizado su estimación en cuanto al crecimiento económico para el 2011 a 7.8%. Este crecimiento del PIB ha estado fomentado principalmente por inversión pública, lo que ha privilegiado el crecimiento del sector de la construcción, del agua y energía. El sector de la construcción ha sido apoyado también por el crédito del BIESS.

Algunos de los sectores que se han destacado durante el año 2011 se muestran a continuación, junto a las expectativas iniciales y al comportamiento esperado para el 2012:

sectores	2011 prev anterior	2011 prev actual	2012 prev actual
Refinación de Petróleo	25.4%	9.8%	-12.1%
Electricidad y Agua	8.0%	31.0%	5.0%
Construcción	14.0%	21.0%	5.5%
Servicios	6.9%	6.9%	5.7%
Explotación de Minas y Canteras	5.4%		
Intermediación Financiera	7.8%	9.8%	3.5%
Agricultura/Ganadería	4.6%	5.9%	4.9%
Productos de Madera y elaboración	10.0%		11.0%
Alimentación y Bebidas			10.2%
Textiles	9.0%		9.2%

\* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica. Fuente: BCE

La oferta y demanda global que suma al PIB el comercio exterior, en el 2011 frente al año anterior, muestra una desaceleración con un crecimiento del 5.5% frente a un importante 7.4% del 2010. Para el 2012 se espera una desaceleración a 4.9%.

	2012	2009	2010	2011	2012
	PREV USD CORR	TASAS DE CRECIMIENTO			
OFERTA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
PIB	7,1625	0.4%	3.6%	7.8%	5.3%
IMPORTACIONES	26,135	-11.6%	16.3%	0.7%	4.0%
DEMANDA GLOBAL	97,760	-3.6%	7.4%	5.5%	4.9%
EXPORTACIONES	22,286	-5.9%	2.3%	8.2%	2.9%
DEMANDA INTERNA	75,174	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%

FUENTE :BCE; ANÁLISIS SEMANAL

Dentro de la oferta, en el cuadro anterior se destaca el comportamiento de las importaciones que luego de una contracción importante en su crecimiento en 2011, para el 2012, la tasa de crecimiento se recuperaría, lo cual indicaría que las restricciones a las importaciones se aflojarían.

En cuanto a la demanda, se esperaría que la demanda externa crezca en apenas 2.9% luego de un importante aumento en el 2011. Se han creado políticas de incentivos que hacen más atractivo contratar con el sector público que exportar. No hay nuevas operaciones petroleras privadas de importancia. La demanda interna se incrementará a una tasa más alta que en 2012.

El desempeño de la demanda interna y las previsiones del BCE para el 2011, se muestra en la tabla siguiente:

COMPOSICIÓN DEMANDA INTERNA	2009	2010	2011	2012
PREVISIÓN DEL BCE	tasas de crecimiento			
	proy.			
DEMANDA INTERNA USD 2000	-2.7%	9.1%	4.6%	5.5%
1) Consumo	-0.1%	6.9%	5.2%	4.7%
Estado	4.0%	1.4%	4.6%	3.7%
Hogares	-0.7%	7.7%	5.9%	4.9%
2) FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	-4.3%	10.2%	12.3%	5.3%
3) EXISTENCIAS	-30.8%	45.3%	-52.3%	17.2%

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china. Se estima que aun cuando la recaudación de impuestos ha mostrado una tendencia creciente, esta expansión no ha sido suficiente para cubrir por sí sola el creciente gasto corriente.

Como consecuencia de la política económica, altamente dependiente del gasto público, resulta que las importaciones crezcan más que las exportaciones antes de las restricciones impuestas, que las tasas de crecimiento tanto de la formación bruta de capital como del consumo de los hogares sean más volátiles y muestren variaciones más pronunciadas.

**PERSPECTIVAS 2012**

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
	5.4%	4.8%	5.0%	4.0%

Se esperará que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2012.

El precio del petróleo tiene buenas perspectivas pero no tendrá un incremento importante frente al 2011. Existen fondos disponibles adicionales de China y Rusia para proyectos hidroeléctricos, pero estos llegarán a un límite en un momento dado que pudiera no ser el próximo año.

La desaceleración del PIB al 5.4%, explica el BCE, por la paralización de la refinería de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecería en apenas 0.3% en el 2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 6.1% en 2012.

Analistas económicos independientes estiman que el PIB petrolero se contraerá más de lo que prevé el gobierno y coinciden con las expectativas en cuanto al PIB no petrolero.

El crecimiento del PIB no petrolero seguirá siendo empujado por el consumo de hogares que se esperaría mantenga una tasa de crecimiento menor a la del 2011. De todos modos, siendo el 2012 año de propaganda electoral (elecciones enero 2013), el gobierno seguirá impulsando este consumo.

Las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

**PERSPECTIVAS 2013 – 2015**

El estimado del gobierno para el desempeño económico entre el 2013 y 2015 es de una persistente desaceleración a un limitado crecimiento del 3.3%. Estas expectativas se mantienen aun considerando que los dos principales proyectos de minería metálica en la provincia de ZAMORA, deberían estar produciendo y exportando en esos años.

El BCE estima que habrá una contracción del PIB petrolero en 2015. El crecimiento del PIB no petrolero se mantendría entre el 3% y el 4%.

El FMI concuerda con las tendencias de crecimiento esperadas.

**SECTOR PRIVADO**

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es Ley de "Control de Poder de Mercado" que ya está vigente.



La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo.

Preocupa también la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye otra amenaza para el sector real de la economía.

#### **SECTOR PRIVADO**

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es Ley de “Control de Poder de Mercado” que ya está vigente.

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo.

Preocupa también la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye otra amenaza para el sector real de la economía.

Fuentes: BCE, Ecuador Análisis, El Comercio. Elaboración BWR en Abril 2012.