



Ecuador
Cuarto Seguimiento

Tercera Titularización Automotriz – GMAC Ecuador

Calificación

Tipo Serie	Calif. Anterior	Calif. Actual	Fecha último cambio
A	AAA (en observación)	AAA (en observación)	sep-2010
B	AAA (en observación)	AAA (en observación)	sep-2010

Descripción de la Estructura:

	Serie A	Serie B
Monto de emisión	USD 12 millones	USD 18 millones
Saldo Insoluto*	USD 6 millones	USD 18 millones
Plazo	720 días	1620 días
Fecha Emisión	09-sep-09	09-sep-09
Fecha Vencimiento	09-sep-11	09-mar-14
Amortización Capital	Trimestral, Pagos de capital iguales	Trimestral, Pagos de capital iguales
Período de Gracia Capital	--	720 días
Amortización Interés	Trimestral	Trimestral
Tasa de cupón	8.00%	9.25%
Base cálculo intereses	360 días	360 días

* Saldo insoluto al 30-noviembre-2010

Activo Subyacente: Cartera Automotriz de GMAC Ecuador

Principales participantes:

- *Originador /Administrador de Cartera:* GMAC Ecuador
- *Agente de Manejo:* Fondospichincha S.A.
- *Agente Pagador:* Fondospichincha S.A.
- *Custodio de Documentos de Crédito:* Banco Pichincha.

Contactos

Patricia Pinto
(593 2) 222 23 23
pintop@bankwatchratings.com

Carlos Ordóñez
(593 2) 254 83 93
carlosordonez@bankwatchratings.com

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de las series A y B, correspondientes al único tramo de la Tercera Titularización de Cartera Automotriz – GMAC Ecuador, Series A y 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 las series A y B se fundamenta en que en nuestro criterio la estructura del Fideicomiso y sus mecanismos de garantía permiten que las series emitidas puedan pagarse en tiempo y forma dentro de un escenario de estrés consistente con su calificación, y a que la estructura estaría protegida del riesgo de crédito del Originador.

La clasificación “en observación” refleja el hecho de que la transición de originador, administrador de cartera y fiduciaria se encuentra aún en proceso; y a que aún se encuentra pendiente el análisis del desempeño de la cartera automotriz del Banco Pichincha. La calificadora seguirá este proceso, para identificar si se genera algún efecto en la morosidad de la cartera de los fideicomisos originados por GMAC.

El sobrecolateral de cartera y los fondos disponibles cubren en 8 veces la pérdida base proyectada de la cartera subyacente, estimada por la Calificadora (4.95%). Esta cobertura tiende a fortalecerse en el tiempo.

La alta cobertura existente permite cubrir el riesgo de descalce de plazos entre el vencimiento del activo y el de los títulos, considerando que el Fideicomiso puede comprar cartera con plazo remanente de hasta 48 meses independientemente del plazo remanente de los títulos.

Hemos recibido la confirmación por parte de la Fiduciaria de que se ha recibido físicamente todos los documentos contentivos de las operaciones de mutuo titularizadas, que instrumentan la obligación de pago del saldo insoluto del precio de compra de

INFORMACIÓN A: Noviembre, 2010

FECHA COMITE: Enero 31, 2011

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditado. 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.



los vehículos a motor. Por este motivo y tomando en cuenta la opinión legal favorable en cuando a la validez legal del Fideicomiso, consideramos que la transferencia de dominio de los documentos de crédito se ha perfeccionado y que la estructura independiza a la titularización del riesgo de crédito del Originador.

Se han evaluado las políticas y procedimientos de originación y la administración primaria de la cartera de créditos por parte de GMAC, la cual ha sido aprobada satisfactoriamente por la Calificadora.

El Fideicomiso es administrado por la Administradora de Fondos y Fideicomisos Fondospichincha S.A (en adelante "Fondospichincha S.A."), que también ha sido evaluada positivamente por la Calificadora.

▪ Fortalezas

- GMAC Ecuador (en adelante "GMAC") ha demostrado buenas capacidades como administrador primario de la cartera, lo cual se ve reflejado en el nivel de morosidad de esta.
- Alta cobertura de mecanismos de garantía respecto al riesgo de crédito del activo subyacente.
- La estructura condiciona la devolución de excedentes de flujos al Originador al criterio positivo de la Calificadora de que tal retiro no afectaría negativamente la calificación de la titularización.

▪ Debilidades

- Descalce potencial de plazos entre activo y pasivo.
- El Originador muestra lentitud en el desarrollo o modificación de reportes relacionados a las titularizaciones vigentes, dado que estos se generan a través de una empresa del exterior.

■ 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.

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. Por su parte, la Superintendencia de Compañías autorizó el 30 de diciembre del 2010 la realización de dichas reformas.

Las reformas, y el consiguiente cambio de originador, administrador de cartera y administrador fiduciario (en el caso de la segunda y tercera titularización automotriz de GMAC) entrarán en vigencia el 1 de febrero del 2011.

Banco Pichincha mantiene una calificación de AA+ en escala local. Se han revisado los procedimientos de originación y cobranzas de la cartera automotriz de Banco Pichincha, concluyéndose que este tiene la capacidad técnica y humana para desempeñarse adecuadamente como originador y administrador de cartera de las titularizaciones originadas por GMAC. No obstante, se encuentra pendiente por parte del Banco la entrega de la información histórica de la cartera que permitirá a la calificadora realizar el análisis de la calidad de su cartera automotriz, la cual podría entrar al Fideicomiso en el futuro.

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 se encuentra en capacidad de 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 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 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 noviembre de 2010 son de USD 2.9 MM y USD 3.1MM, respectivamente.

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

Ver Anexo 1.

■ RIESGO SECTORIAL

Ver Anexo 2

■ GMAC ECUADOR

(Originador y Administrador de Cartera)

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 y 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, el Originador muestra lentitud en el desarrollo o modificación de reportes relacionados a las titularizaciones vigentes, dado que estos se generan a través de una empresa del exterior.

▪ **FONDOS PICHINCHA**

(Agente de Manejo)

La Administradora de Fondos del Pichincha, Fondospichincha S.A., actúa 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.

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 Mercantil Tercera Titularización Cartera Automotriz – GMAC ECUADOR emitió valores de contenido crediticio por USD 30 millones, divididos en dos series de igual prelación. La serie A paga dividendos trimestrales de capital e interés desde su emisión, mientras que la serie B tiene un período de gracia del pago de su capital de 720 días, luego de lo cual empieza a realizar pagos trimestrales de capital e interés.

Para efectos de amortización de capital y pago de intereses de los valores de las series, se considerará una base de 360/360 que corresponde a años de trescientos sesenta días, de doce meses, con duración de treinta días cada mes.

El 9 de septiembre del 2009 se realizó la primera colocación por lo que ese día se convierte en la fecha de emisión de todos los títulos emitidos.

Hasta la fecha de corte de este análisis se han pagado cuatro dividendos trimestrales de capital e interés de la serie A y cuatro cupones de interés de la serie B. Como hecho subsecuente se indica que en diciembre/2010 se pagó el quinto dividendo de las dos series.

Recursos Líquidos

A noviembre-2010 el Fideicomiso mantiene fondos disponibles e inversiones por USD 4.5 millones, y una cuenta por cobrar de corto plazo al originador por USD 1,043M, correspondiente a la recaudación de la última semana de noviembre.

La liquidez existente corresponde principalmente al fondo de reserva (USD 645M), a la provisión para el próximo dividendo de las dos series (USD 2,0M) y al excedente a ser intercambiado a inicios de junio con el originador por nueva cartera que reúna las características señaladas en el contrato del Fideicomiso (USD 1.7MM).

El dinero se mantiene en un depósito a la vista de Banco Pichincha y en una inversión de corto plazo en Banco Internacional.

Evolución de la Cartera

La cartera del Fideicomiso se encuentra atomizada en 4,346 créditos automotrices originados bajo las políticas de GMAC Ecuador, para el financiamiento de vehículos. Prácticamente todos los créditos son otorgados personas naturales, para el financiamiento de vehículos nuevos livianos. Con respecto a la concentración geográfica de la cartera, Pichincha y Guayas concentran el 69% del saldo insoluto, situación que refleja también la estructura poblacional y económica del País.

Características Cartera	30-nov-10
Saldo Cartera (capital)	34,307,292.07
Número de Créditos	4,346
Saldo Promedio por Crédito	7,893.99
Plazo original promedio	47.0 meses
Plazo transcurrido promedio	19.0 meses
Plazo remanente promedio	28.0 meses
Tasa promedio ponderada cartera	15.61%
% Financiamiento autos nuevos	99.0%
% Financiam. Autos livianos	91.89%
% Financiam. Personas Naturales	94.38%
Promedio Cuota / Ingreso Actual*	20.44%
Promedio Deuda / Avalúo Actual	72.68%

* No se incluyen empresas ni créditos sin información

En promedio, la cartera tiene un plazo de colocación original de 47 meses pero a la fecha de corte, tiene 19 cuotas pagadas y 28 por transcurrir.

Es importante indicar que desde el anterior seguimiento se ha detectado el ingreso de operaciones que no cumplen con la restricción establecida en la escritura del Fideicomiso de un plazo remanente máximo de 48 meses, lo que de continuar podría reducir la capacidad de la titularización para pagar en tiempo y forma las series emitidas. De acuerdo a lo indicado por el Originador, se regularizará esta situación mediante el reemplazo de la cartera en referencia y el refuerzo de los controles para evitar incumplimientos futuros.

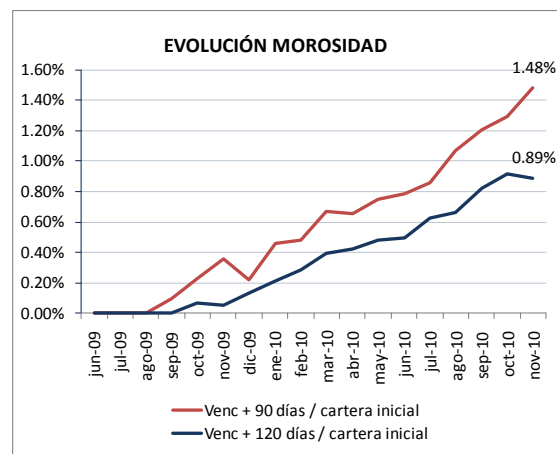
Por otro lado, la tasa de interés de los créditos es fija y actualmente se ubica en promedio en 15.61%, porcentaje que se encuentra dentro de los niveles del mercado financiero.

Los indicadores promedio de cuota sobre ingreso (CIN) y Deuda sobre Avalúo del vehículo (DAV), se han deteriorado respecto a los de la calificación inicial aunque se mantienen en niveles moderados. Cabe indicar que estos indicadores pueden variar en el tiempo considerando que el Fideicomiso intercambiará mensualmente flujos por cartera, bajo las condiciones establecidas en la escritura. El deterioro de estos indicadores está estadísticamente relacionado con una reducción de la capacidad y voluntad de pago del deudor. Por este motivo, en el modelo de estrés el cálculo de la pérdida bruta base de la cartera considera la proporción de

créditos que compraría el Fideicomiso durante su vida, suponiendo un escenario en que estos tengan indicadores de menor calidad al promedio actual.

Dicho esto, es importante indicar que en el caso de GMAC los créditos provenientes del refinanciamiento de la última cuota “balloon” registran como valor de la garantía el mismo valor del crédito otorgado, lo que sobredimensiona el DAV. No obstante, como la calificadora no puede obtener el dato correcto de avalúo del vehículo, estresa el nivel de pérdida considerando estos porcentajes.

En relación a la calidad de la cartera, cabe indicar que en la escritura se establece que al momento de la transferencia los créditos deben estar calificados A dentro de uno de los burós de información crediticia y no pueden tener atrasos en sus pagos de más de 15 días. A la fecha de corte, la morosidad se mantiene baja (los créditos con más de 3 cuotas vencidas representan el 1.48% de la cartera inicialmente transferida y aquellos vencidos más de 120 días el 0.89%). A la fecha de corte la cartera vencida más de 360 días suma USD 63.3M o 0.17% del saldo inicial.



Por último, la tasa de prepagado promedio muestra una tendencia a incrementarse, siendo superior al proyectado en la calificación inicial (7.8% ABS versus 6.42% proyectado).

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 existir en el caso de un cambio de administrador de la cartera.

Escenario de Estrés

La calificadora realizó un análisis de la cartera con el objeto de determinar la pérdida potencial alcanzable bajo distintos escenarios de crisis. La pérdida potencial es definida como la multiplicación de la Frecuencia de la Pérdida (en adelante, "FDD") y la Severidad de la Pérdida. Este análisis se realiza para cada crédito en forma individual, lo que permite determinar la pérdida potencial para la cartera total. La FDD por categoría de riesgo ha sido estimada combinando la experiencia internacional, y específicamente de los países en desarrollo, con el análisis del comportamiento histórico de la cartera automotriz originada por GMAC Ecuador.

La calificadora analizó la evolución histórica de la morosidad de los créditos automotrices colocados por GMAC Ecuador desde enero 2004 hasta abril 2009. Estos datos se agruparon de acuerdo a su año de originación, evidenciando el comportamiento de la morosidad de cada camada de créditos. Se proyectó la pérdida futura de las camadas más nuevas en función del comportamiento de las camadas más antiguas y se calculó un promedio de tales pérdidas, obteniendo así un escenario base de la FDD de la cartera.

Una vez obtenido un parámetro base de la FDD, 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.

Adicionalmente se estima la FDD y el monto de la cartera que podría entrar en el futuro al Fideicomiso a través de los intercambios que mensualmente se realizan entre flujos y cartera. 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 vencida más de 360 días 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.

La pérdida potencial base utilizada en el modelo de análisis se calcula a través de la aplicación de múltiplos que estresan la pérdida potencial en un nivel acorde a cada escenario de calificación. La calificadora asume una curva que determina el momento en que se generan las pérdidas de la cartera. La FDD de la cartera actual para este seguimiento fue estimada en 4.95%.

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.

El modelo de análisis utiliza el flujo de caja teórico del activo titularizado y lo ajusta de acuerdo a los supuestos de morosidad, recuperación legal y prepago, utilizados en el escenario de estrés correspondiente a cada categoría de calificación, tomando en cuenta el pago previo de los gastos proyectados y los demás procedimientos descritos en la escritura del Fideicomiso

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.

El flujo resultante de cada período se compara con los pagos programados de capital e interés que deberá realizar el Fideicomiso a los inversionistas para cumplir en tiempo y forma con el pago de las distintas series emitidas, de acuerdo a los niveles de prelación establecidos.

Los escenarios modelados incorporan el análisis del comportamiento del Fideicomiso en el supuesto de que el Originador deje de existir y/o de entregar cartera en reemplazo de los flujos excedentes del Fideicomiso. Esto permite que la estructura pueda recibir una mayor calificación que la del Originador.

El nivel de sobrecolateral actual (compuesto por fondos disponibles y cartera) permite a la estructura soportar al menos 7.8 veces este nivel de pérdida, y se esperaría que a lo largo del tiempo el exceso de



interés sobre los intereses a pagar a los inversionistas incrementa dicha cobertura.

Se realizó el análisis bajo un escenario de pérdidas y prepagos correspondiente a la categoría AAA para las dos series, concluyendo que las series A y B se pueden pagar en tiempo y forma dentro de este escenario.

▪ **Estructura de la Titularización**

Hemos recibido una opinión legal favorable en cuanto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio de propósito exclusivo.

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.



ANEXO 1

ENTORNO ECONÓMICO

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2006	2007	2008	2009
PIB (USD Mill 2000)	21.962	22.410	24.032	24.119
Inc. PIB (Mill.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 (Mill.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.

ANEXO 2

RIESGO SECTORIAL DEL ORIGINADOR

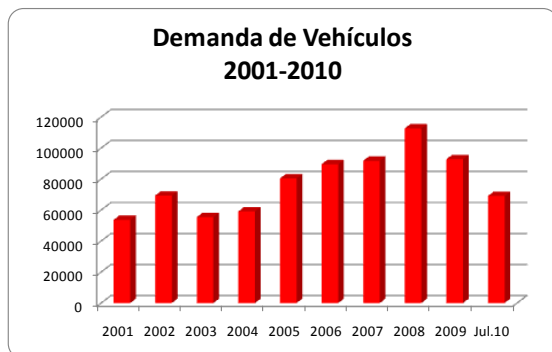
En el caso de GMAC, es relevante el análisis tanto del sector automotor como el del sistema financiero.

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 exógenos¹ 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.

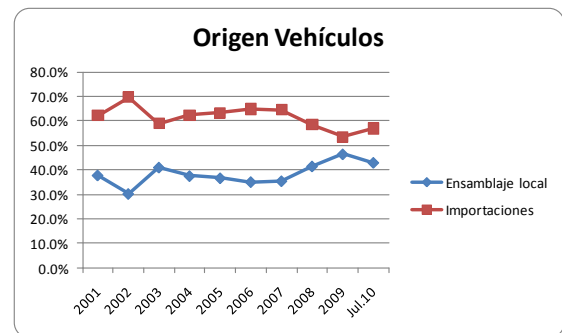
En este mercado, la demanda persiste. En 2010, el nivel de ventas de vehículos nuevos a julio representa el 74.4% de las del año pasado, y de acuerdo a las proyecciones podrían llegar a 130.000 unidades. El

¹ 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.

automotor es un mercado estacionario y el último trimestre suele acumular los mayores niveles de 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 cm³.

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.

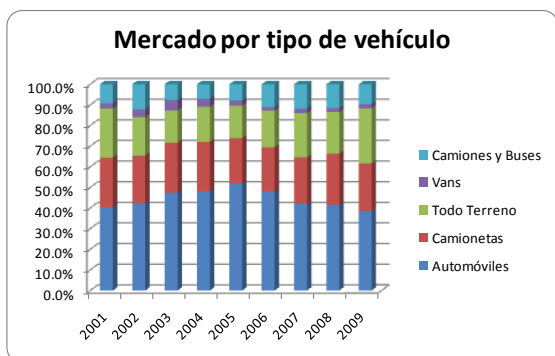
La competencia es fuerte entre marcas de todos los orígenes (de ensamblaje nacional o importados) y exigencias de servicios postventa. Un tema común entre los empresarios del sector automotor es fortalecer sus operaciones consolidando marcas, solidificando la red de atención y servicio al cliente; rubro 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 ingresos².

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

² AEADE, Anuario 2009.

ha llevado a cambios en la combinación de productos –en función de sus estrategias- de las principales marcas en el país.

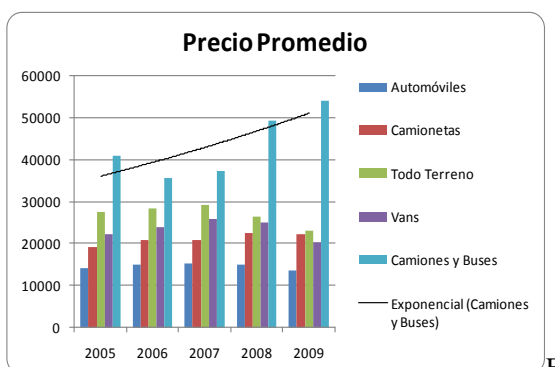
De acuerdo a datos oficiales de la AEADE, de las ventas totales el segmento más importante es el de automóviles (38.7%); mientras el de vehículos todo terreno fue el único que creció (en 8.9%) durante 2009.



Fuente: AEADE

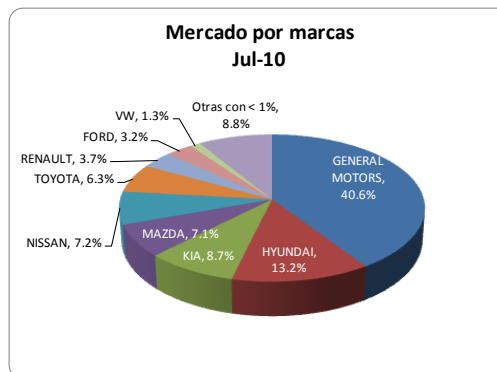
Como respuesta a los cambios en el entorno de los últimos períodos, los vehículos más comerciales son los modelos más pequeños y/o de menor equipamiento. Esto permitió que el precio promedio en casi todos los segmentos se redujera para 2009. Geográficamente, el grueso de las ventas de automotores nuevos 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 dispone 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, compite 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%

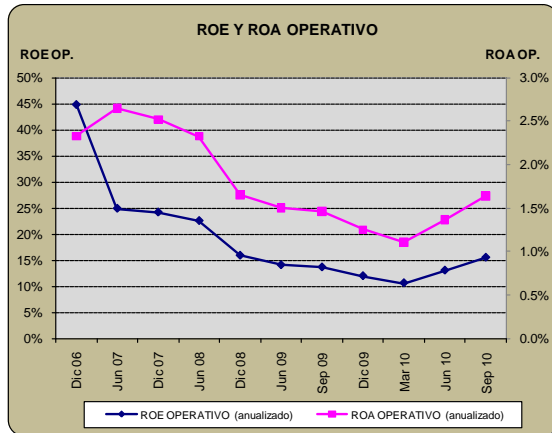
INDICADORES a Sep-10	Bancos Privados	COAC	Mutualistas	Bancos Públicos
ROE	12.94%	10.91%	5.50%	4.80%
ROA	1.37%	1.81%	0.53%	1.61%
Margen de interés neto (NIR)	73.28%	68.49%	59.44%	79.50%
Cartera en riesgo/ T. Cartera	2.92%	3.98%	3.91%	8.57%
Cartera C+D+E/ T. Cartera	2.90%	2.57%	1.37%	6.92%
Capital libre / 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

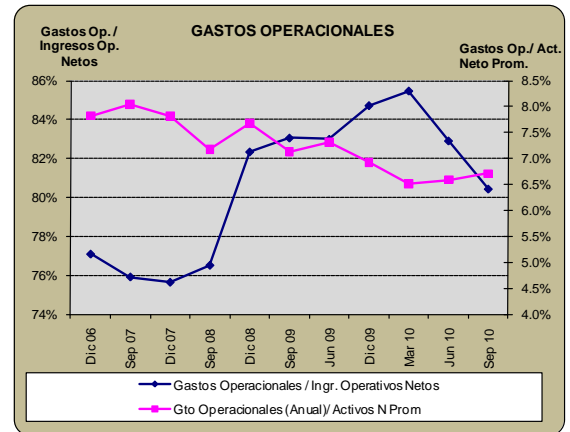
RENTABILIDAD

- 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

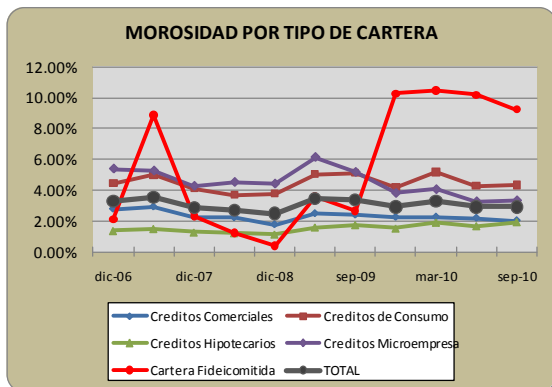
- El total de activos del sistema de bancos privados del Ecuador a sep.10 alcanza USD 19,133 MM. Dichos activos históricamente han mantenido una estructura cercana a 87% como Activos productivos, siendo los más representativos: cartera, inversiones y depósitos en instituciones financieras. La cuenta "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 morosidad³ 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 altas, tomando en cuenta la característica del

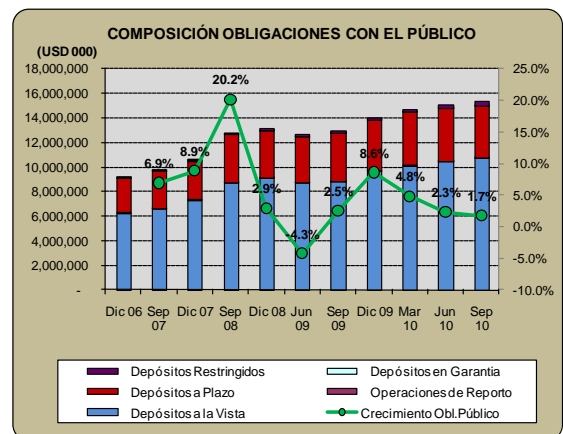
sistema (especialmente bancos dedicados al segmento comercial) de mantener altos niveles de concentración de deudores.

- 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

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

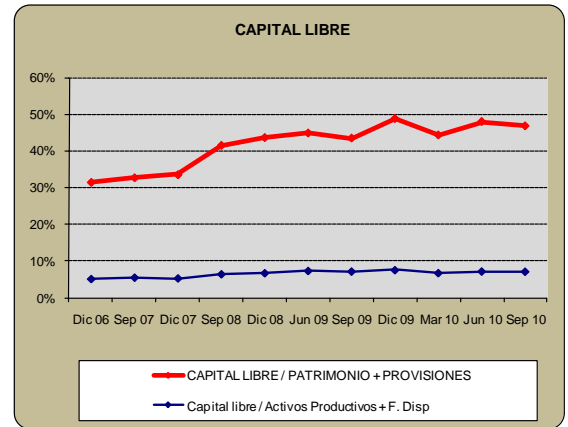


presiones en el mercado de fondos a nivel internacional.

- 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.