



Ecuador
Tercer Seguimiento

Titularización de Cartera Importadora Tomebamba

Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Anterior	Calif. Actual	Ultimo Cambio
Serie A	AAA	AAA	--
Serie B	AAA	AAA	--

Descripción de la Estructura:

	Serie A	Serie B
Monto Emitido	USD 6 millones	USD 9 millones
Saldo Insoluto	USD 2.25 millones	USD 6.19 millones
Plazo	720 días	1440 días
Fecha Emisión	21-sep-09	21-sep-09
Fecha Vencimiento	21-sep-11	21-sep-13
Amortización Capital	Trimestral, pagos de capital iguales	Trimestral, pagos de capital iguales
Amortización Interés	Trimestral	Trimestral
Tasa de cupón	8.00%	9.00%
Base cálculo intereses	360 días	360 días

Activo Subyacente: Cartera Automotriz de Importadora Tomebamba S.A.

Principales participantes:

- *Originador /Administrador de cartera:* Importadora Tomebamba S.A. (ITSA)
- *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, CFA
(593 2) 254 83 93
carlosordonez@bankwatchratings.com

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió **mantener la calificación de AAA** a los títulos correspondientes a las series A y B que emitió el **Fideicomiso Mercantil de Titularización de Cartera Importadora Tomebamba**. De acuerdo a la Ley de Mercado de Valores, la calificación otorgada “**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 independiza a la titularización del riesgo de crédito del Originador, y a que los mecanismos de garantía, permiten que las series se puedan pagar en tiempo y forma dentro de un escenario de estrés consistente con la calificación AAA.

El nivel de sobrecolateral actual (compuesto por fondos disponibles, inversiones y cartera) cubre en más de nueve veces la pérdida esperada, permitiendo a la estructura pagar sus obligaciones en tiempo y forma, dentro de un nivel de estrés consistente con la calificación otorgada. Adicionalmente, el fondo de reserva cubriría en todo momento el riesgo de mezcla de fondos del Fideicomiso con el Administrador de Cartera.

La estructura considera el incremento del monto mantenido en el fondo de reserva a partir del mes 33, lo que cubre el riesgo de liquidez del Fideicomiso. Es importante indicar que el hecho de que la estructura limite el plazo remanente de la cartera a transferir al Fideicomiso conforme transcurre el tiempo, reduce de forma considerable el riesgo de descalce de plazos entre activo y pasivo.

Hemos recibido una opinión legal favorable en cuanto a la validez legal del Fideicomiso. Así mismo hemos recibido confirmación escrita de la Fiduciaria de que el Fideicomiso ha recibido físicamente todos los documentos contentivos de operaciones de mutuo que instrumentan la

FECHA COMITÉ: Febrero 25, 2011

INFORMACIÓN A: Diciembre, 2010

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.



obligación de pago del saldo insoluto del precio de compra de los vehículos a motor, por lo cual consideramos que la transferencia de dominio se ha perfeccionado legalmente.

Concluimos además que la estructura actual otorga a los acreedores del Fideicomiso el primer grado de prelación sobre los flujos efectivizados generados por los activos transferidos, a través de restricciones legales válidas y ejecutables.

Luego de analizar las políticas y procedimientos de originación y cobranzas del Originador, consideramos que este tiene la experiencia profesional y la capacidad técnica necesarias para desenvolverse exitosamente como administrador de cartera de esta titularización.

Finalmente Fondospichincha S.A., empresa que actúa como Agente de Manejo, cuenta a nuestro criterio con la experiencia, personal calificado e infraestructura necesaria para desempeñar su mandato en una forma adecuada.

▪ **HECHOS RELEVANTES**

Asamblea de Accionistas y Comité de Vigilancia

La Fiduciaria ha realizado tres convocatorias consecutivas para la instalación de la primera Asamblea de Accionistas que debía elegir a los miembros del Comité de Vigilancia. En todos los casos la Asamblea no pudo ser instalada por falta de quórum.

En enero de 2010, la Fiduciaria remitió cartas a los mayores inversionistas informándoles de su designación como miembros del Comité de Vigilancia.

Aplicación de Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)

De acuerdo a lo resuelto por la Superintendencia de Compañías, desde enero de 2010 los estados financieros del Fideicomiso se reportan de acuerdo a las NIIF. No se aprecian efectos materiales en el Fideicomiso por el cambio de estándares contables.

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.

Por otro lado, el 29 de diciembre de 2010, se reforma la Ley Orgánica de Régimen Tributario Interno, exonerando del pago del impuesto a la renta a los fideicomisos mercantiles que “no realicen actividades empresariales u operen negocios en marcha”. Para que puedan beneficiarse de esta exoneración, es requisito indispensable que al momento de la distribución de los beneficios, rendimientos, ganancias o utilidades, la fiduciaria haya efectuado la correspondiente retención en la fuente del impuesto a la renta al beneficiario, constituyente o partícipe de cada fideicomiso mercantil, y además presente una declaración informativa al Servicio de Rentas Internas, en medio magnético, por cada fideicomiso mercantil, fondo de inversión y fondo complementario que administre, la misma que deberá ser presentada con la información y en la periodicidad que señale el Director General del SRI mediante Resolución de carácter general.

La Fiduciaria se encuentra realizando la consulta respectiva para determinar la aplicabilidad de esta reforma para los fideicomisos que administra.

Análisis de Riesgo

La calificadora realizó un análisis de la cartera con el objeto de determinar la pérdida neta alcanzable bajo distintos escenarios de crisis. La pérdida neta es definida como la multiplicación de la probabilidad de default (en adelante PD) y la severidad de la pérdida.

En primer lugar se estimó una pérdida base de la cartera automotriz originada por Toyocomercial bajo los parámetros de Importadora Tomebamba, a través del análisis de su comportamiento histórico.

La PD de cada crédito titularizado depende de la pérdida base estimada y de sus características particulares, entre las que se destacan las relaciones Deuda sobre Avalúo (DAV) y Cuota mensual sobre Ingreso (CIN); el plazo transcurrido del crédito, su morosidad, y el tipo de vehículo financiado. La PD de la cartera titularizada corresponde al promedio ponderado de la PD de cada crédito. Adicionalmente, el resultado obtenido se ajusta para incorporar la PD estimada de los créditos que podrían entrar al Fideicomiso en el futuro a través de los intercambios que mensualmente se realizan entre flujos y cartera.

La severidad de la pérdida está relacionada al valor de ejecución de la garantía de los créditos



titularizados, neta de todos los gastos asociados con la recuperación por vía judicial. Este cálculo es estresado de acuerdo al escenario de calificación analizado.

La pérdida utilizada en el escenario de estrés es un múltiplo de la PD esperada de la cartera, que varía dependiendo de la categoría de calificación en la que se evalúa la cartera. Este múltiplo se define combinando la experiencia internacional, y específicamente de los países en desarrollo, con el análisis del comportamiento histórico de la cartera automotriz originada por Toyocomercial bajo los parámetros de Importadora Tomebamba.

La PD de la cartera actual para este seguimiento fue estimada en 4.56%. El nivel de sobrecolateral actual (compuesto por fondos disponibles, inversiones y cartera) cubre en 9.4 veces este nivel de pérdida.

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. 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. La calificadora asume una curva que determina el momento en que se generan las pérdidas de la cartera.

En este caso se realizó el análisis bajo un escenario de pérdidas y prepagos correspondiente a la categoría AAA para las dos series. Se determinó que las series A y B se pagan en tiempo y forma dentro de este escenario.

En el análisis se verifica que la estructura pueda pagarse aún si es que el originador deja de existir y/o de entregar cartera en reemplazo de los flujos excedentes de la estructura. En ese caso, si bien el Fideicomiso acumularía efectivo en proporciones importantes, que reducirían la generación de ingresos por interés, el pago en tiempo y forma de los títulos no se vería comprometido.

Por último, el modelo también incorpora la posibilidad de que la cartera que sea entregada al Fideicomiso tenga un plazo por vencer superior al plazo remanente de los títulos, generándose un desfase potencial de flujos entre activos y pasivos. El hecho de que la presente titularización limite el plazo remanente de la cartera a transferir al

Fideicomiso conforme transcurre el tiempo, reduce de forma considerable el riesgo de descalce de plazos entre activo y pasivo.

EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN

Valores emitidos

Hasta la fecha de corte, el Fideicomiso ha realizado en tiempo y forma el pago de cinco dividendos trimestrales de las dos series emitidas.

Fondos Disponibles e Inversiones Temporales

El Fideicomiso mantiene fondos disponibles e inversiones de corto plazo por USD 1,6 MM, correspondientes principalmente al fondo de reserva (USD 0.5M), a la provisión mensual del próximo dividendo trimestral (USD 0.5M); y a la liquidez excedente a reemplazarse el siguiente mes con nueva cartera que cumpla con las características establecidas.

Los recursos líquidos se mantienen en una cuenta a la vista en Banco Pichincha (USD 565M) y en certificados de depósito con plazos remanentes menores a 90 días en cuatro bancos locales que cumplen con los parámetros establecidos en la estructura.

Evolución de la Cartera

El principal activo subyacente es la cartera titularizada, la cual se encuentra diversificada en 1478 préstamos originados bajo las políticas de ITSA, para el financiamiento de carros livianos nuevos. El 85.8% del saldo insoluto corresponde a créditos a personas naturales, lo que es consistente con una titularización de créditos de consumo. Adicionalmente, el 98.6% de los deudores pertenece a la provincia de Pichincha. Este riesgo de concentración se encuentra mitigado por la calidad de los indicadores de la cartera y sus garantías.

Características Cartera	31-dic-10
Cartera analizada (capital)	11,851,209.38
Número de Créditos	1,478
Saldo Promedio por Crédito	8,018.41
Plazo original promedio	40 meses
Plazo transcurrido promedio	18 meses
Plazo remanente promedio	22 meses
Tasa promedio ponderada cartera	16.11%
% Financiamiento autos nuevos	100%
% Financiam. Autos livianos	100%
% Financiam. Personas Naturales	85.76%
Promedio Cuota / Ingreso Actual*	20.70%
Promedio Deuda / Avalúo Actual	44.53%

* Indicador no incluye personas jurídicas

La cartera tiene un plazo de colocación original promedio de 40 meses, de las cuales 18 han sido pagadas y 22 faltan por transcurrir. Es importante

indicar que en los últimos seis meses ingresaron dentro del Fideicomiso algunos créditos que no cumplían con la restricción de plazo remanente establecida en su escritura (máximo 48 meses los primeros 12 meses, máximo 36 meses a partir del mes 13 hasta el 24.) Si bien el volumen de la cartera ingresada no ha afectado la capacidad de generación de flujos de la estructura, esta situación se regularizaría en los próximos días a través de la recompra y reemplazo de dichas operaciones. Por su parte, la Fiduciaria se encuentra implementando los controles necesarios para evitar que se presenten situaciones similares en el futuro.

Las relaciones promedio entre la deuda y el avalúo (DAV), y entre la cuota mensual y el ingreso (CIN) se encuentran dentro de niveles considerados adecuados y que son consistentes con sus políticas de crédito actuales. En comparación con la calificación inicial, se observa un incremento del CIN y una disminución del DAV.

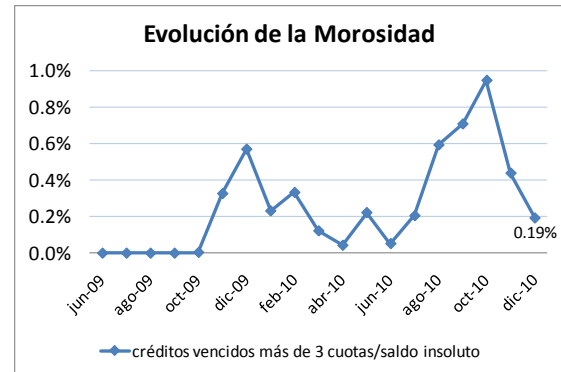
El cuadro siguiente muestra la distribución de la cartera de acuerdo a intervalos de CIN y DAV:

DISTRIBUCIÓN CIN		DISTRIBUCIÓN DAV	
Hasta 20%	48.75%	Hasta 60%	21.15%
20%-30%	20.70%	60%-70%	23.36%
30%-40%	7.86%	70%-80%	27.23%
40%-50%	3.32%	80%-90%	25.09%
50%-60%	1.45%	90%-100%	2.67%
60%-70%	1.18%	más de 100%	0.50%
más de 70%	0.79%	TOTAL	100.00%
Pers. Jurid - n/d.	14.24%		
no incluidos*	1.71%		
TOTAL	100.00%		

* Corresponde a créditos con deudores con ingresos reportados menores a \$265 o mayores a \$20,000.

Es importante indicar que dado que en la escritura no se encuentran limitados estos indicadores, conforme se reemplacen flujos con nueva cartera estas podrían evolucionar de forma distinta. Estas situaciones han sido consideradas dentro del nivel de estrés aplicado a la estructura para su análisis.

En relación a la calidad de la cartera, la morosidad se mantiene baja, en parte influenciada por la política del Originador de recomprar al Fideicomiso los créditos vencidos de los deudores contra los que se iniciarán una demanda legal para su cobro. A la fecha de corte, únicamente el 0.19% de los créditos tienen más de tres cuotas vencidas.



Por otro lado, la tasa de interés de los créditos es fija y actualmente se ubica en promedio en 16.1%, porcentaje que se encuentra sobre los niveles del mercado financiero. Como referencia se indica que la tasa nominal referencial del segmento automotriz se encuentra a la fecha de corte en 14.9%. Esto genera incentivos para una mayor tasa de prepago.

La tasa de prepago de la cartera titularizada es elevada (15.50% en promedio frente a 7.81% calculado con base en el análisis histórico de la cartera), lo que se atribuye tanto al efecto de la disminución de las tasas de mercado como a las recompras de cartera realizadas por el Originador.

Si bien el prepago aumenta la rotación de cartera dentro del Fideicomiso, el efecto en el riesgo del Fideicomiso dependerá de las características de la nueva cartera en cuanto a riesgo y tasa de interés. Estos eventos se consideran dentro del modelo de análisis.

Gastos del Fideicomiso

Desde su emisión hasta diciembre-2010 el Fideicomiso ha registrado gastos (sin considerar intereses de los títulos) por USD 153M, de los cuales USD 36M corresponden a comisiones de colocación de las series, que fueron reembolsadas a través del descuento respectivo sobre el monto que se entregó al Originador por dichas colocaciones.

Los gastos restantes (USD 118M) son propios de la operatividad normal del Fideicomiso y se encuentran dentro de los niveles esperados. Si bien de acuerdo al contrato del Fideicomiso el Originador no cobrará por la administración de cartera, la Calificadora considera este rubro en sus escenarios de estrés, suponiendo un cambio de administración en el futuro.

Por último, en el modelo de análisis se incluye la provisión mensual que posiblemente deba realizar el fideicomiso para el pago del impuesto a la renta por las utilidades a partir del ejercicio 2011.



▪ **IMPORTADORA TOMBAMBA S.A. (ITSA)**

(Originador y Administrador de cartera)

ITSA se creó en 1964 con capitales de cinco empresarios cuencanos, con el objetivo de manejar la representación y distribución de vehículos Toyota. Además de esta línea y de las relacionadas directamente (repuestos y talleres de servicio), la Empresa también se dedica a la importación y/o comercialización de electrodomésticos; equipos de audio-video, motocicletas y llantas.

La Matriz de la Empresa se encuentra en Cuenca y cuenta con oficinas principales y/o agencias y/o talleres de servicio en Cuenca, Machala, Loja, Riobamba, Ambato, Guayaquil y Quito.

En el segmento automotriz ITSA realiza la venta directa a nivel nacional de vehículos Toyota, con excepción de las ciudades de Quito y Guayaquil, donde la comercialización está a cargo de las empresas relacionadas, Toyocomercial S.A. y Toyocosta S.A., respectivamente.

El principal activo subyacente de la presente titularización son los documentos de crédito que respaldan el financiamiento de la compra de vehículos nuevos colocados por Toyocomercial y posteriormente comprados y administrados por ITSA. La aprobación o negación de las solicitudes de crédito de los clientes de Toyocomercial que aplican para “crédito directo” está a cargo de ITSA, lo que garantiza que la cartera comprada cumple con sus políticas y procedimientos.

En nuestro criterio, el Originador tiene la experiencia profesional y la capacidad técnica necesaria para desenvolverse exitosamente como administrador de cartera de esta titularización.

Dicho esto, cabe indicar que en los últimos meses se dieron errores en la generación de información solicitada por la Fiduciaria sobre los movimientos de la cartera del Fideicomiso, situación que se atribuye al proceso de adaptación del Originador como administrador de activos de terceros. Es importante decir que esta situación se encuentra regularizada y que no generó ningún efecto negativo en la morosidad de la cartera titularizada ni en la habilidad del Fideicomiso para cumplir con sus obligaciones.

▪ **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.

▪ **ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN**

Descripción de la Estructura

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 I

ENTORNO ECONÓMICO

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2006	2007	2008	2009	2010*
PIB (USD Mill 2000)	21,962	22,410	24,032	24,119	25,019
Inc. PIB (Mill 2000)%	4.75	2.04	7.24	0.36	3.73
Inflación Anual%	2.87	3.32	8.83	4.31	3.33
Deuda del Gobierno / PIB corr%	32.30	30.20	25.20	19.20	23.40
Cuenta Corriente / PIB corr%	3.90	3.60	2.00	(0.60)	(5.57)**
Deficit Presup. / PIB corr	(0.20)	(0.10)	(1.10)	(4.80)	(5.46)
Precio Petróleo barril USD (ref)	65.4	72.7	97.7	64.0	81.5

* Datos preliminares de PIB según BCE

** Indicador calculado con datos a septiembre-2010

INFLACIÓN ANUAL	2009	2010
IPC	4.31%	3.33%
IPP	1.42%	6.67%

INDICADORES PROYECTADOS

Previsiones Fitch	2011f	2012f
Crec. PIB %	2.8	2.9
Inflación Anual%	3.6	4.1
Deuda del Gobierno / PIB corr%	24.9	27.4
Cuenta Corriente / PIB corr%	-1.2	-1.3
Deficit Presup. / PIB corr	-4.1	-4.4
Precio Petróleo barril USD (ref)	85	85

Los datos preliminares del Banco Central del Ecuador (BCE) muestran un crecimiento del PIB de 3.7% para el 2010, porcentaje menor que la meta del Gobierno (6%) pero superior a lo esperado por la Calificadora (2.5%).

Algunos 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 financiar la mayoría del déficit presupuestario a través de préstamos del gobierno de China y emisiones compradas por el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social.
3. Incremento en la 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.

Aspectos que han afectado negativamente en la economía son:

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. El déficit de la balanza comercial se incrementa en el 2010 a 3.5% del PIB.
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 se nota recuperación a partir del segundo semestre, la producción petrolera habría terminado el 2010 con una caída de 1.9% respecto al año anterior. El crecimiento estable y sostenido de la producción petrolera es todavía un reto para el País, que depende de las inversiones que ha futuro se realicen en este sector.

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 del 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.

De acuerdo a los datos preliminares publicados por el Banco Central, las actividades que impulsaron el crecimiento del PIB fueron la construcción, el comercio al por mayor y menor, "otros servicios", y la recaudación de impuestos indirectos netos sobre productos. Estos sectores se benefician del mayor gasto público y de un mayor consumo interno. La demanda interna habría crecido en 5.3%, porcentaje superior al 3.7% de crecimiento en la producción nacional, diferencia satisfecha por importaciones, que crecen en 21.4% en términos nominales, luego de la contracción del -18.8% en 2009.

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

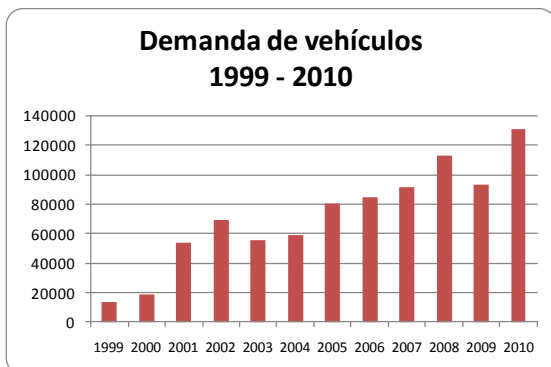
▪ RIESGO SECTORIAL DEL ORIGINADOR

Para esta titularización, es relevante el análisis tanto del sector automotor como el del sistema financiero.

▪ SECTOR AUTOMOTOR

La industria automotriz es un termómetro del desempeño de la economía en general y un segmento beneficiario de la liquidez de la economía y de la apertura crediticia del sector financiero. En la última década ha mostrado un desempeño dinámico, dando lugar a una expansión en las ventas de automotores nuevos; adicionalmente, el boom impacta también en otros segmentos, tales como: repuestos, combustibles, llantas, lubricantes, talleres y negocios relacionados como seguros, dispositivos de rastreo y financiamiento automotriz.

La industria automotriz ha venido liderando el segmento de consumo, aportando a la generación de valor agregado, 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.

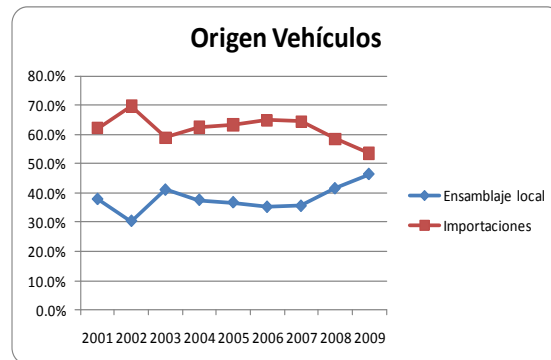


Fuente: AEADE

En 2010 se estableció un nuevo record en unidades vendidas con 130.794 nuevos automotores según la AEADE, mostrando un crecimiento del 40.8% respecto a las ventas del 2009. A ene-2011 la demanda continúa dinámica, pero el nivel de ventas podría verse afectado en este año, por las medidas que implemente el Gobierno tendientes a reducir el déficit de la balanza comercial. Sin embargo, en los últimos períodos ha sido difícil predecir la evolución del sector, en parte porque depende de factores tales como la disponibilidad de crédito y en gran medida de las expectativas de los agentes económicos.

El automotor es un mercado estacional, realizando en el último trimestre los mayores niveles de ventas. 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

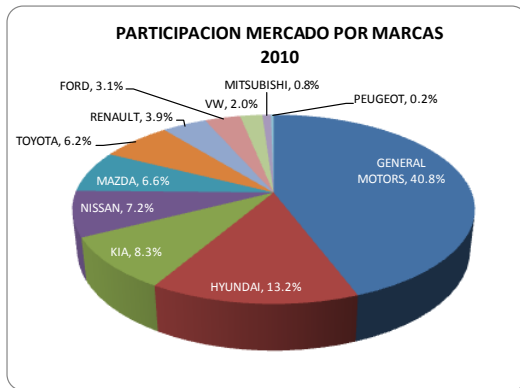
El País no tiene una industria automotriz autosuficiente, la mayor parte de los vehículos comercializados localmente son importados, pero la participación de los de ensamblaje local muestra una tendencia creciente.

La competencia es fuerte entre marcas de todos los orígenes (de ensamblaje nacional o importado) lo que promueve exigencias de servicios postventa como atributos diferenciadores. La tendencia entre concesionarios 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 pasaría a ser la principal fuente generadora de ingresos¹.

La industria automotriz ha sido reactiva en los últimos años frente a cambios en el entorno macroeconómico, o a la introducción de restricciones arancelarias. Los participantes del sector han tomado medidas en función del nicho de mercado al que atienden. Desde 2009, se observa un cambio en la combinación de productos de mayor venta entre las principales marcas en el país.

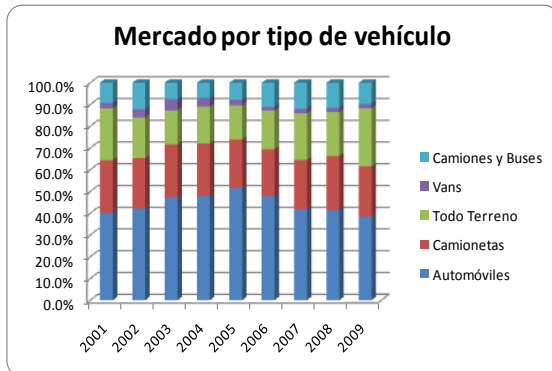
Por marcas, el mercado ecuatoriano está altamente concentrado. En 2010, al igual que en años anteriores, la marca dominante es GM; sin embargo, marcas emergentes fueron las de mayor crecimiento. En los últimos años el sector ha observado la entrada de diversas marcas, la mayoría de las cuales maneja una estrategia de precios, compitiendo en segmentos similares.

¹ AEADE, Anuario 2009.



Fuente: AEADE

De acuerdo a datos oficiales de la AEADE, el segmento más importante en ventas es el de automóviles, que el año pasado representó el 38.7% del mercado de vehículos nuevos.

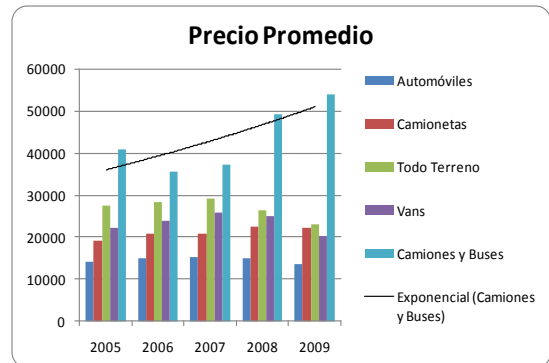


Fuente: AEADE

Geográficamente, el grueso de las ventas de automotores nuevos se concentran en la provincia de Pichincha (42.48% a dic-09); para 2010, dicha tendencia se habría mantenido.

Los cambios en el entorno de la industria han llevado a que los modelos más pequeños y/o de menor equipamiento sean los vehículos más comerciales. Ello ha llevado a una caída en el precio promedio para casi todos los segmentos.

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.

SECTOR FINANCIERO

Importadora Tomebamba compete directamente con las instituciones financieras privadas para el otorgamiento de créditos automotrices. Por este motivo, es relevante analizar la evolución del sistema bancario ecuatoriano.

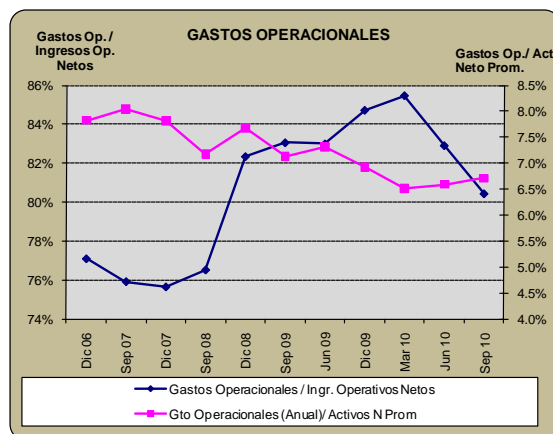
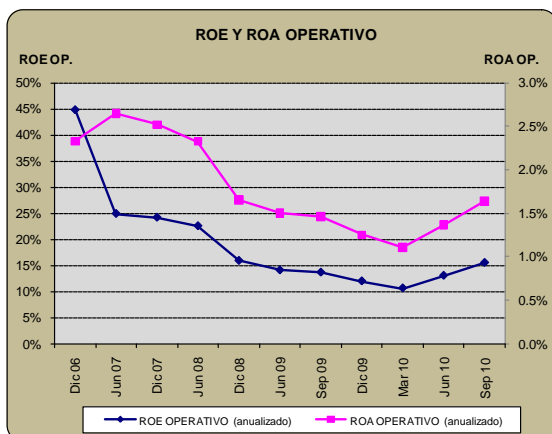
Crecimiento 3T 2009 - 3T 2010	Bancos Privados	COAC	Mutualistas	Bancos Públicos
Cartera productiva bruta	18.05%	29.31%	48.60%	32.79%
Obligaciones con el público	18.50%	32.10%	19.60%	57.18%
A la vista	22.32%	25.23%	15.51%	37.64%
A plazo	7.14%	47.43%	25.10%	69.41%
Patrimonio	10.42%	15.44%	1.25%	9.15%
Resultados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

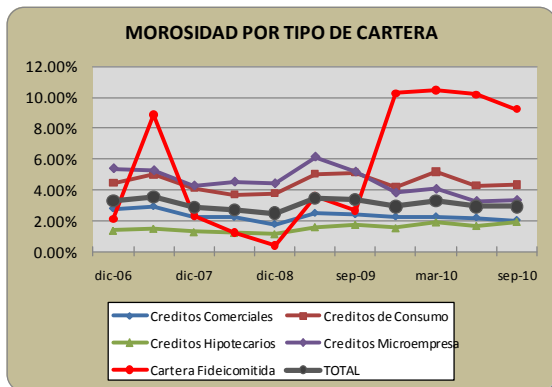
CARTERA

- 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 morosidad² 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

² Cartera en Riesgo / Cartera Bruta Total. La Cartera en Riesgo está definida como: Cartera Vencida + Cartera que no devenga intereses.

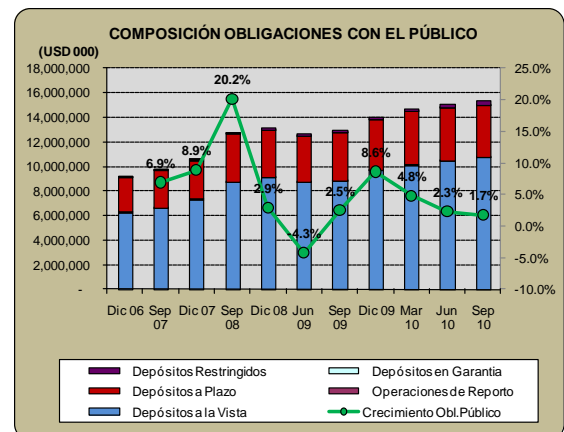
altas, tomando en cuenta la característica del sistema (especialmente bancos dedicados al segmento comercial) de mantener altos niveles de concentración de deudores.

- 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

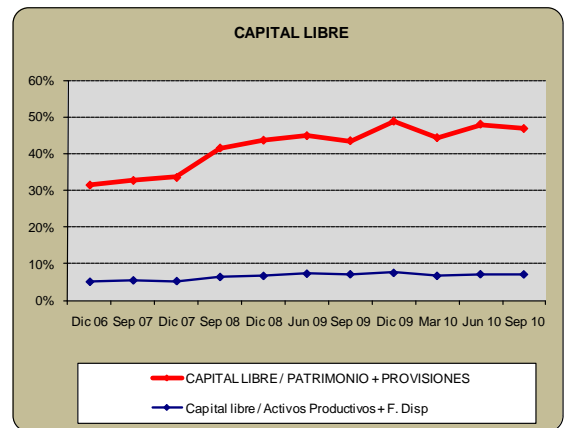


presiones en el mercado de fondos a nivel internacional.

- 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.