

Octavo Seguimiento
Titularización de Flujos Futuros

**Fideicomiso Mercantil Segunda
Titularización de Flujos Dineros**

Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Anterior	Calif. Actual	Ultimo Cambio
Serie A	cancelada junio, 2013		
Serie B	AAA	AAA	--
Serie C	AAA	AAA	--

Descripción de la Estructura

	Serie A	Serie B	Serie C
Monto emisión autoriz	USD 15 MM	USD 10 MM	USD 25 MM
Monto emitido (USD)	USD 15 MM	USD 10 MM	USD 25 MM
Saldo Insoluto (USD)	Pagado	USD 4.375M	USD 19.792 MM
Número de Resolución	Q.I.M.V. 2011.1895		
Fecha Aprobación SIC	26-may-2011		
Plazo total	720 días	1440 días	2520 días
Fecha Emisión	17-jun-2011	17-jun-2011	17-jun-2011
Fecha Vencimiento	17-jun-2013	17-jun-2015	17-jun-2018
Período gracia capital	--	--	14 meses
Amortización Capital	Cada 90 días	Cada 90 días	Cada 90 días
Pago Interés	Cada 90 días	Cada 90 días	Cada 90 días
Tasa de interés (reajuste trimestral)	Pasiva Refer. + 1.75%	Pasiva Refer. + 2.50%	Pasiva Refer. + 3.00%
Base cálculo interés	360 días	360 días	360 días

NOTA: Reajuste considera la Tasa de Interés Pasiva Referencial publicada por el Banco Central del Ecuador, más un margen.

Contrapartes Relevantes

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

Administración Fiduciaria: ANEFI

Estructuración Financiera y Legal: PICAVAL S.A.

Colocación: PICAVAL S.A.

Punto de equilibrio: Un valor

Contactos

Carlos Ordóñez
(593 2) 292 2426 ext.105
cordonez@bwratings.com

Xavier Navas
(593 2) 226 9767 ext.112
xnavas@bwratings.com

Ana Zurita
(593 2) 2922-426 ext. 113
azurita@bwratings.com

RAZONAMIENTO DE CALIFICACIÓN

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings ha decidido mantener la calificación de las series B y C emitidas por el **Fideicomiso Mercantil Segunda Titularización de Flujos Dineros**, en **AAA**, categoría que de acuerdo a la Ley de Mercado de Valores:

“Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.”

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

La calificación se fundamenta en la holgada cobertura de los flujos esperados del Fideicomiso, respecto de los dividendos por pagar a los inversionistas, y en el análisis de la continuidad como negocio en marcha del Originador.

Esta calificación considera la baja participación de las dos titularizaciones de flujos vigentes, dentro del pasivo y contingentes de Dineros Club del Ecuador, lo que permite reconocer la prelación que tienen los inversionistas sobre los flujos titularizados, en relación a otros acreedores de la Sociedad Financiera.

El análisis de continuidad del negocio incorpora la expectativa de que en un escenario de estrés elevado, Dineros Club del Ecuador continúe como empresa en marcha, aun si la capacidad de pago de sus obligaciones generales se viera limitada. La calificación de las dos series vigentes de la Segunda Titularización de Flujos Dineros es consistente con la probabilidad de continuidad del negocio de la Sociedad Financiera.

Los flujos futuros titularizados corresponden a un porcentaje del derecho de cobro generado por los consumos de los tarjetahabientes Dineros, y demás cargos asociados a esta tarjeta de crédito, los cuales

FECHA COMITÉ: Enero 30, 2014

CORTE INFORMACIÓN: Noviembre 30, 2013

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado. La información de este reporte es propiedad de BankWatch Ratings y podrá ser reproducida únicamente con indicación de la fuente.

son acreditados directamente en la cuenta del Fideicomiso por parte del Banco Pichincha.

La calificación considera que el Fideicomiso contiene cláusulas expresas que definen que, tanto la cesión de los derechos, como las instrucciones a los bancos recaudadores y al Fideicomiso, son irrevocables. Todo esto mitiga el riesgo de desvío de fondos y confirma la prelación de los inversionistas en esta deuda estructurada frente al resto de acreedores de Dineros Club del Ecuador S.A.

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

ENTORNO ECONÓMICO

Ver anexo 1

RIESGO SECTORIAL FINANCIERAS

Ver anexo 2

PRESENTACIÓN DE CUENTAS

El análisis del octavo seguimiento considera principalmente la siguiente información disponible:

- Estados financieros e información financiera suplementaria del **Fideicomiso Mercantil Segunda Titularización de Flujos Dineros** a diciembre-2012, auditados por la empresa **Deloitte & Touche**, los cuales expresan una opinión limpia sobre su presentación razonable, preparados con las Normas Internacionales de Información Financiera NIIF.
- Estados financieros interinos sobre el **Fideicomiso Mercantil Segunda Titularización de Flujos Dineros** a noviembre-2013 e información adicional solicitada sobre la evolución de la generación y recaudación del derecho de cobro titularizado.
- Estados Financieros consolidados del Grupo Financiero liderado por **Dineros Club del Ecuador** a diciembre-2012, auditados por KPMG Ecuador Cía. Ltda. Estos se preparan de acuerdo a normas contables contenidas en el Catálogo de Cuentas y Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros y Junta Bancaria, y en lo no previsto por dichas normas, ni por la citada codificación, con las Normas Internacionales de Información Financiera NIIF. La auditora emitió opinión limpia sobre la presentación razonable de la posición financiera, desempeño financiero, los cambios en su patrimonio y el flujo de efectivo por el año terminado en esa fecha.
- Información adicional de **Dineros Club del Ecuador**, en calidad de Originador, a noviembre-2013.
- Informe de calificación de riesgo global de **Dineros Club del Ecuador**, con datos a septiembre-2013, publicado por BankWatch Ratings en diciembre-2013.
- Estados financieros auditados por Deloitte & Touche de la **Administradora de Fondos y Fideicomisos ANEFI S.A.**, en calidad de Fiduciaria, a diciembre-2012, que contienen una opinión limpia sobre su presentación razonable, los que están preparados con Normas Internacionales de Información Financiera NIIF.

HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES

No se han producido hechos relevantes en el periodo de actualización, ni subsecuentes que afecten directamente el riesgo de la titularización o que puedan tener un efecto en las ventas o en los respectivos flujos futuros del Fideicomiso.

EVOLUCIÓN SEGUNDA TITULARIZACIÓN DE FLUJOS

Títulos Emitidos

El Fideicomiso Mercantil Segunda Titularización de Flujos Diners se constituyó en diciembre 8 de 2010, su escritura se reformó en febrero 8 de 2011, y se inscribió en el Registro del Mercado de Valores como fideicomiso mercantil y emisor en mayo 26 de 2011.

La oferta pública de los títulos valores y primera colocación de títulos arranca en junio 17 de 2011, que se convierte en la fecha de emisión de todas las tres series. En julio 20 de 2011 se termina la colocación de las series A, B y C.

A la fecha de corte de este informe, se ha cancelado la totalidad de la serie A (junio-2013); se han realizado nueve pagos de capital e interés de la serie B; y nueve pagos de interés y cinco de capital de la serie C, luego de haber finalizado en agosto-2012 su periodo de gracia de capital.

El 17 de septiembre de 2013 se cancela el respectivo dividendo de la series B y C, y se indica como hecho subsecuente que el pago de dividendo de las dos series vigentes se realizó en diciembre de 2013.

La tasa pasiva referencial publicada por el Banco Central del Ecuador, que sirve como base para determinar el próximo dividendo de capital e intereses a pagar en diciembre-2013, es de 4.53%, porcentaje que se ha mantenido sin cambios desde octubre-2011.

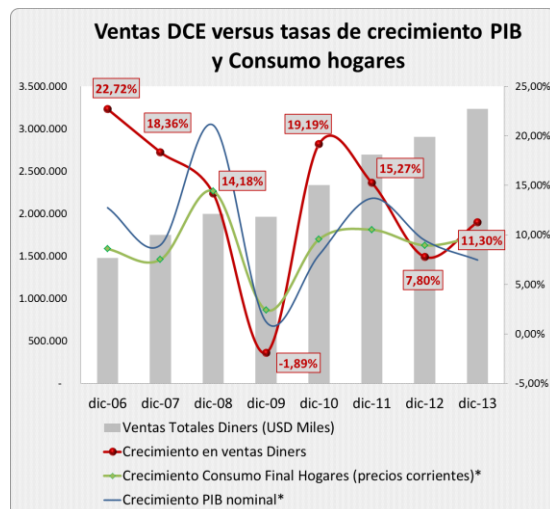
Fondos Disponibles e Inversiones

A la fecha de corte el Fideicomiso Mercantil Segunda Titularización de Flujos Futuros cuenta con recursos líquidos por USD 2.13 MM, destinados a la provisión para el pago del próximo dividendo de las series emitidas (USD 705 M), al depósito en garantía (USD 529 M), y a excedentes por devolver al Originador. El referido depósito en garantía, de acuerdo a la estructura de la titularización, equivale al 25% del próximo dividendo trimestral (USD 2.1 MM) de los títulos.

Estos recursos se encuentran colocados principalmente en un depósito a la vista en Banco Pichincha y depósitos a plazo en Banco Bolivariano y Banco Guayaquil, con vencimientos

anteriores a la próxima fecha de pago de los valores calificados.

Evolución de Ventas Diners



Fuente: Ventas Diners Club del Ecuador (2013) y Estadísticas sobre Oferta y Utilización Final de Bienes y Servicios, ajustadas por el BCE a septiembre, 2013.

Tal y como se evidencia en el gráfico, Diners conserva un crecimiento del volumen de ventas, mismo que está relacionado con la tendencia del consumo de los hogares en el Ecuador, y sus estrategias de comercialización. El crecimiento se ha desacelerado en los dos últimos años, con la misma tendencia, aunque en mayor proporción que el consumo de los hogares.

La administración de Diners estima, para los próximos tres años, crecimientos en la facturación de 7.3% en 2013, 9% en 2014 y 10% en 2015. Las ventas de enero a septiembre-2013, crecen 12.4% respecto al mismo periodo del 2012, por lo que las proyecciones se mantienen conservadoras.

En el mercado de tarjetas de crédito, los principales competidores son Visa, MasterCard y American Express. Si bien la SBS ya no publica estadísticas de la facturación y volumen de crédito del negocio de tarjetas de crédito, estimamos que el fuerte posicionamiento de la tarjeta Diners persevera, considerando el crecimiento sostenido de su facturación.

El menor crecimiento de crédito de consumo en el sistema financiero desde 2012, se encuentra influenciado por varias regulaciones, entre las que están la exigencia a las instituciones financieras de considerar para el cálculo de patrimonio técnico los cupos de crédito aprobados y no utilizados, y la regulación de costos de servicios a cobrar a tarjetahabientes y establecimientos afiliados.

Evolución de los Flujos y Coberturas

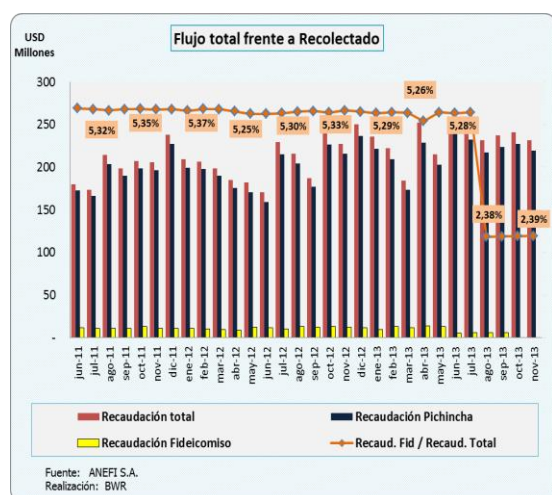
La principal fuente de pago del Fideicomiso, constituye el derecho de cobro presente y futuro de los pagos de los tarjetahabientes Diners, por sus

consumos y demás cargos relacionados. Conforme a la estructura del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Dineros, la Fiduciaria debe revisar continuamente que el valor recibido represente al menos el 5.15% de la recaudación total hasta junio-2013; de 2.32% entre julio-2013 y junio-2015; y de 1.38% a partir de julio-2015.

Banco Pichincha ha recaudado históricamente un promedio superior a 94% de la recaudación de Dineros. La estructura permite a la Fiduciaria obtener los fondos correspondientes al derecho de cobro directamente de este recaudador.

Desde junio-2011 hasta julio-2013, la Fiduciaria instruyó a Banco Pichincha la acreditación del 5.6% de la recaudación de los tarjetahabientes Dineros, directamente a la cuenta del Fideicomiso.

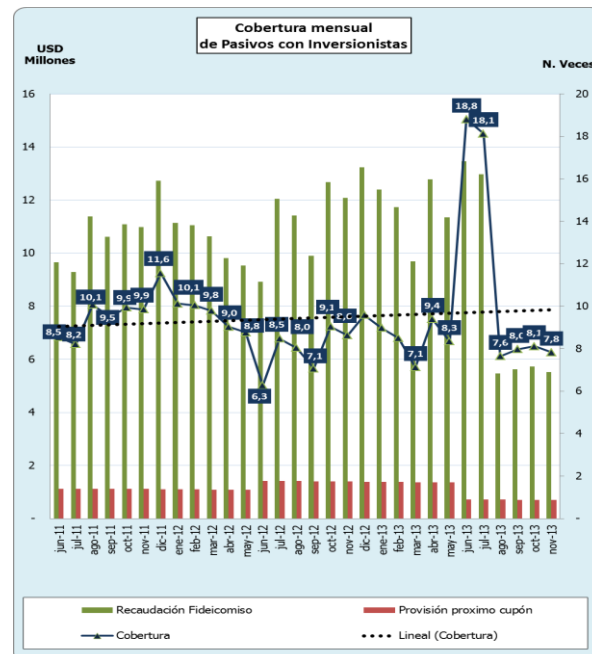
Posteriormente, la Fiduciaria solicitó a Banco Pichincha que a partir de agosto-2013 dicho porcentaje disminuya a 2.52% en función del cambio del porcentaje de derecho de cobro titularizado de junio. Por la demora en la instrucción se aprecian coberturas extraordinariamente altas en los meses de junio y julio que luego se normalizan en agosto-2013.



El gráfico revela la relación entre la recaudación mensual de Dineros y lo recaudado a través del Banco Pichincha, así como el cumplimiento del porcentaje del derecho de cobro establecido para cada período. De la fecha de emisión a la fecha de corte de este análisis, el flujo de la recaudación del Banco del Pichincha permite que hasta junio-2013 el derecho de cobro titularizado sea superior al 5.15% previsto en la estructura de la titularización de flujos futuros, y a partir de junio-2013 sea superior al 2.32 también previsto en la estructura.

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

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



Nota 1: Supone colocación total de las series en cada período.

Nota 2: Recaudación del Fideicomiso incluye un flujo que, por instrucción de la Fiduciaria, no se transfiere al completarse la provisión mensual requerida.

La cobertura de los dividendos trimestrales por pagar, con los flujos provenientes del derecho de cobro titularizado del segundo Fideicomiso es holgada y se mantiene.

Superior a la estimada en la calificación inicial, gracias al crecimiento de la facturación de la tarjeta de crédito Dineros.

Las mayores coberturas en los primeros 12 meses transcurridos desde la emisión se explican por la existencia del período de gracia de capital de la serie C, el cual terminó en agosto-2012.

Los costos y gastos del Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos Dineros se mantienen bajos, y no son materiales respecto del flujo recibido mensualmente. Los gastos se relacionan con: administración fiduciaria, costos bancarios, custodia, suministros de oficina y calificación de riesgos.

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

La capacidad del Originador para mantenerse como empresa en marcha, generadora de flujos titularizados, es consistente con la calificación de las series emitidas por el Fideicomiso de Titularización de Flujos Dineros, y superior a la

calificación global de riesgo AAA- en escala local, que Bankwatch Ratings ha otorgado a Diners Club del Ecuador.

El análisis de continuidad del negocio incorpora la expectativa que, en un escenario de estrés elevado Diners Club del Ecuador continúe como empresa en marcha, aun si su capacidad de pago se viera limitada. Esto se fundamenta en que Diners presenta fortalezas destacables en cuanto: **a)** su importancia para la economía ecuatoriana, **b)** posicionamiento dentro del mercado de emisión y adquisición de tarjetas de crédito, y **c)** su rentabilidad para los accionistas, la cual ha sido consistentemente superior a la mayoría de las instituciones del sistema financiero ecuatoriano.

El accionista mayoritario de Diners Club del Ecuador (89.56%), también lo es del 61% del Banco Pichincha. La sociedad financiera y el banco en referencia, son los más grandes y antiguos dentro de los sistemas a los que pertenecen. Estos conforman el mismo grupo económico por el accionista común, pero son grupos financieros distintos e independientes, de acuerdo a la Ley General de Instituciones Financieras. Dentro de los grupos financieros, el Grupo Diners se ubica en el quinto lugar, medido por el volumen de activos a noviembre-2013.

La principal actividad de la Sociedad Financiera es la organización, promoción y explotación de las tarjetas de crédito expedidas en el Ecuador, con la franquicia de The Diners Club Internacional Ltd. La experiencia de Diners operando 45 años en el mercado ecuatoriano, ha posicionado su tarjeta de crédito como líder, con 35.305 establecimientos afiliados a nivel nacional a septiembre-2013.

Diners conserva un favorable posicionamiento en el mercado que atiende. Diners mantiene la exclusividad de sus marcas, cuya franquicia está bien posicionada en el mercado local, y lidera a nivel nacional, tanto como emisor, medido por el volumen de sus ventas, como dentro del mercado de adquierecia.

De acuerdo a información proporcionada por un estudio de mercado privado a diciembre-2012, el monto de facturación anual de las tarjetas de crédito asciende a un total de USD 9,668 MM. El líder en facturación es Diners con una participación del 39%, le sigue Pacificard que maneja las marcas Visa y MasterCard con 16% del mercado; Banco Pichincha 13% y Banco Guayaquil con la marca American Express conserva el 10% de la facturación.

Además, el Grupo Diners cuenta con su subsidiaria, Interdin, que le permite también abarcar otra parte adicional del mercado de emisión (4%).

Diners posee una de las redes comerciales con mayor cobertura en el país gracias a las alianzas estratégicas con Banco Pichincha, que posee la red comercial más grande del país en cuanto a cajeros automáticos.

La administración tiene experiencia, capacidad técnica y una gestión dinámica del negocio, necesarios para alcanzar una posición fuerte en el mercado, al margen de la creciente competencia en este segmento de crédito de consumo.

El Grupo Diners Club es el grupo financiero más rentable del país. A noviembre-2013 conserva la más alta rentabilidad sobre el activo promedio (ROA) del sistema. Cabe indicar que varias regulaciones que restringieron la generación de ingresos y crearon nuevos gastos han contribuido a una reducción de resultados en el sistema, lo cual también se reproduce en el Grupo Financiero Diners Club.

El saldo insoluto agregado de las dos titularizaciones de flujos vigentes de Diners Club del Ecuador representa 1.37% de los pasivos y contingentes del Grupo a noviembre-2013. La última titularización (tercera) de USD 60MM, no fue autorizada por parte del organismo regulador y por lo tanto no se incorpora en el cálculo.

La participación antes indicada es baja y permite reconocer en la calificación de las titularizaciones, la prelación sobre los flujos titularizados, frente a otras obligaciones del Originador. El pago se realiza con fondos segregados del flujo de ingresos, por parte del recaudador de la titularización, quien los entrega directamente al Fiduciario. Este mecanismo independiza a la titularización de la voluntad de pago del Originador, en un escenario de estrés.

Los informes de calificación global de Diners, que se encuentran disponibles en nuestra página web, www.bankwatchratings.com, dan mayor detalle sobre el Originador y la evolución de su negocio.

ANEFI S.A. (Fiduciaria)

ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos actúa como agente de manejo de la primera titularización de flujos de Diners. La Fiduciaria se constituyó bajo la denominación social de Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A., mediante escritura pública otorgada el 4 de marzo de 1994, ante la Notaría Décimo Octava del cantón Quito, inscrita en el Registro Mercantil del mismo cantón el 29 de marzo del mismo año, con un plazo de duración de 50 años.

La empresa fue autorizada para operar como administradora de fondos y fideicomisos por parte de las Superintendencias de Compañías, mediante Resolución No. 94.1.8.AF.005 del 01 de julio de

1994. Mediante Resolución SCQ.IMV.02.006 de octubre 18 de 2002, es autorizada para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización por parte de la Superintendencia de Compañías.

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

El 24 de junio de 2013, la Superintendencia de Compañías aprobó el cambio de denominación comercial de la Fiduciaria por ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos. En agosto-2013 dicho cambio se registra en el Registro Mercantil de Quito.

La Fiduciaria ha comunicado que, junto con el cambio de denominación e imagen, el objeto social de la empresa se va a concentrar en la administración de fideicomisos, encargos fiduciarios y procesos de titularización.

No se espera que este cambio tenga ningún efecto en la calidad de la administración fiduciaria, puesto que ANEFI mantiene a su personal técnico y con experiencia. Con respecto a su infraestructura tecnológica, seguirá utilizando el sistema fiduciario GESTOR, especializado en la administración de fideicomisos, fondos de inversión, de pensiones, titularización y activos de carteras, bajo estructura parametrizable.

Consideramos que ANEFI posee la capacidad técnica y experiencia para desempeñar en forma adecuada la función de Administradora del Fideicomiso. La Empresa ha gestionado varias titularizaciones de flujos, lo que le otorga experiencia en este tipo de transacciones.

• **PRESENCIA BURSÁTIL DEL VALOR**

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado, ni de su presencia bursátil; en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

Los siguientes son los valores emitidos u originados por Dineros Club del Ecuador S.A., que se encuentra actualmente en circulación:

Operación	Monto USD'000	Monto Colocado USD'000	Fecha de negociación	Calificadora de Riesgo	Calificación
Fideicomiso 1era Titularización Dineros	50.000	50.000	24-abr-09	BWR	AAA
Fideicomiso 2da Titularización Dineros	50.000	50.000	17-jun-11	BWR	AAA
Papel comercial 2012	150.000	20.120	24-oct-12	BWR	AAA
Papel comercial 2013	120.000	7.690	02-sep-13	BWR	AAA
Obligaciones Generales 2012	20.000	20.000	19-dic-12	BWR	AAA-

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil, reporte Emisiones Vigentes al 10 de diciembre, 2013.

• **POSICIÓN RELATIVA DE LAS GARANTÍA FRENTE A OTRAS OBLIGACIONES DEL ORIGINADOR EN EL CASO DE QUIEBRA O LIQUIDACIÓN**

La calificación otorgada se fundamenta en el análisis del emisor u originador que como negocio en marcha, el cual se describe a lo largo de este informe, por lo que el análisis de la capacidad de liquidación de los activos no es relevante para la calificación.

La siguiente tabla referencial muestra una estimación realizada por el Originador respecto a la prelación relativa del pasivo de Dineros Club del Ecuador Sociedad Financiera S.A, en un escenario en que la Sociedad Financiera tuviera que liquidarse. Dicha tabla se encuentra construida tomando como base lo dispuesto en el artículo 167 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero.

Activo líquido (\$M)	\$	122.618
Activo para garantía (\$M)	\$	1.473.147
Activo total (\$M)	\$	1.475.755

PRELACIÓN	DESCRIPCIÓN	Pasivo + contingentes tributarios (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobertura Activos Líquidos	Cobertura Activos Gtía
1	Obligaciones con el Público (incluye intereses)	718.128	718.128	0,17	2,05
2	Obligaciones patronales, retenciones, contribuciones, impuestos, multas	37.708	755.837	0,16	1,95
3	Obligaciones financieras	19.641	775.477	0,16	1,90
4	Valores en circulación	151.860	927.337	0,13	1,59
5	Otros pasivos	314.745	1.242.082	0,10	1,19
6	Pasivos y Contingentes no sujetos a prelación	595.995	1.838.077	0,07	0,80
TOTAL		1.838.077	1.838.077	0,08	0,96

***Las cifras corresponden al balance de Dineros Club del Ecuador Sociedad Financiera S.A. al 31 de diciembre de 2013.**

Para el cálculo de los activos susceptibles de convertirse en garantía, se restaron los activos diferidos y gastos anticipados del activo total. Cabe mencionar también que, con criterio conservador, los pasivos por impuestos, tasas y contribuciones han sido ubicados en una prelación anterior a la citada norma.

En caso de liquidación de la institución, los inversionistas del presente proceso de titularización se encontrarían en el cuarto nivel de prelación dentro del pasivo total del Originador.

Por último, de acuerdo a la certificación suscrita por el Originador, el monto emitido se encontraría dentro del límite legal establecido respecto al monto de activos libres de gravamen.

• ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN

Descripción del Activo Subyacente:

Los flujos futuros de los derechos de cobro que el Originador aporta al Fideicomiso, y que consisten en porcentajes de la totalidad de los derechos que se generan por el uso de la tarjeta Dineros, son la principal fuente de pago de las series emitidas por el Fideicomiso de la Segunda Titularización de Flujos Futuros de Dineros.

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

Los porcentajes de la totalidad de los derechos de cobro que se transfieren al Fideicomiso varían a lo largo del tiempo, de acuerdo a la tabla que consta en la escritura.

Período (meses desde emisión)	%
1-24	5.15%
25-48	2.32%
49 en adelante	1.38%

El servidor de los flujos titularizados es el Banco Pichincha, quien recauda en promedio el 94% anual de los flujos de Dineros, porcentaje que muestra una cierta tendencia a decrecer. Existen otros recaudadores, quienes mantienen calificaciones de riesgo local de al menos A, que por mandato del Fideicomiso deben entregar al Administrador Fiduciario los flujos que este requiera, si fuera necesario.

El Originador instruyó a Banco Pichincha que transfiera diariamente los fondos correspondientes a los derechos de cobro titularizados a la cuenta del Fideicomiso. Dicho documento establece que la instrucción podrá ser modificada, cambiada, terminada o cancelada, únicamente por disposición

de la fiduciaria. Banco Pichincha ha aceptado expresamente dicha instrucción.

Bajo el supuesto de que los fondos recaudados del Banco Pichincha sean insuficientes, Dineros otorga al Administrador Fiduciario el poder irrevocable y suficiente para que instruya a otros recaudadores de flujos de tarjetahabientes, que entreguen los recursos necesarios para completar el porcentaje de los derechos de cobro titularizados.

El texto de la escritura del Fideicomiso Mercantil de la Segunda Titularización de Flujos Futuros de Dineros y su reforma de febrero-2011, no incorporan aspectos que a nuestro criterio afecten en forma material el riesgo de crédito de las series emitidas y en circulación.

Mecanismo de Garantía:

La titularización se encuentra respaldada por tres mecanismos de garantía:

- Exceso de Flujos de Fondos: que son los flujos que recibe el Fideicomiso por los derechos de cobro aportado, superior a los derechos reconocidos a los inversionistas.
- Depósito de Garantía (antes Fondo de Reserva): dinero en efectivo proveniente del exceso de flujos, constituido antes de la colocación de valores.
- Garantía Subsidiaria: el Originador garantiza subsidiariamente a los inversionistas, en caso de que el Fideicomiso no cuente con los recursos suficientes para el pago de valores.

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo. La cesión irrevocable de los derechos de cobro titularizados al Fideicomiso está realizada y definida en la escritura del Fideicomiso. La cesión de los derechos de cobro se hace efectiva cada vez que se producen las cuentas por cobrar a los tarjetahabientes.

Considerando la recaudación del derecho de cobro de los últimos 12 meses, el exceso de flujos cubriría en 10.1 veces el índice de desviación calculado por el estructurador financiero en la calificación inicial de 8.86%, cumpliendo holgadamente el requerimiento legal de 1.5 veces.

Un amplio resumen de la estructura de la presente titularización consta en el informe de calificación inicial disponible en nuestra página web www.bankwatchratings.com.

ANEXO No.1

ENTORNO MACROECONÓMICO

DATOS GENERALES

	2012	2013
Inc. PIB (Año base 2007) %	5,01	3,60
PIB CORRIENTE (Mill USD)*	87.495	93.577
Inc. PIB CORRIENTE%	8,80%	6,66%
Inflación Anual %	4,16	2,70%
Total Ingresos Efectivos**	19.855	20.488
Total Gastos **	21.111	25.138
Deficit / Superavit	(1.256)	(4.650)
Deuda Gobierno *	18.652	22.847
Deuda Interna *	7.781	9.927
Deuda externa *	10.913	12.920
Deuda total del Gobierno / PIB%*	21,3%	24,40
Deuda externa del Gobierno / PIB%*	12,4%	13,80
Deuda interna del Gobierno / PIB%*	8,9%	10,60
Precio del Petroleo / barril USD (ref)	94,20	97,30
Precio Programado Petroleo	79,3	86,5
Gasto Corriente Gobierno / PIB%	21,3%	26,9%
Fuentes: Ministerio de Finanzas		
** Observatorio Política Fiscal		
* Ministerio de Finanzas		

NOTA ACLARATORIA

A la presentación de este reporte, las fuentes de información varían en las fechas de corte, en vista de no contar con cifras oficiales o que aún no han sido procesadas.

SECTOR REAL

Producto Interno Bruto (PIB) USD 93.577mm:

Cifras preliminares indican que el PIB 2013, estaría alrededor del 3.5%, menor al proyectado por el Gobierno (4.05%) y se esperaría llegar en el 2014 y 2015 a 4.5% y 5.1%, respectivamente.

A nuestro criterio vemos que, dadas las condiciones económicas actuales se esperaría resultados muy similares al año 2013.

Algunos estimados de Organizaciones Multinacionales son menos alentadores, así el Banco Mundial y la CEPAL proyectan que la economía crecería en 3.8%; un crecimiento similar al de 2013, las proyecciones apuntan a una desaceleración de la Economía.

Factores externos como el estancamiento o caída del precio del petróleo, una revalorización del dólar frente a las monedas de los países vecinos, la desaceleración de la economía China, nuestro principal proveedor de fondos, incidiría en limitar el crecimiento planificado del País.

El segmento de manufacturas, contrario a las expectativas del gobierno, se ha desacelerado, a pesar de las medidas tomadas para incentivar su crecimiento. El crecimiento obtenido para el 2013 llegaría al 4.25%, diferente al esperado de 5.8%.

Este comportamiento se explicaría, en que las empresas no realizan las inversiones nuevas para su crecimiento, dedicándose a cubrir la demanda interna utilizando su capacidad ociosa.

Las medidas dictadas últimamente de restricción de importaciones, podría afectar el desarrollo de algunas empresas.

Sobre la construcción, aún no se tiene datos concretos del crecimiento de este sector, que ha sido uno de los más dinámicos de la Economía, pero se siente una desaceleración, que estaría mayormente influenciada más por el comportamiento de la inversión pública que por la privada.

La información respecto al crecimiento del crédito de vivienda, tanto público como privado, nos da una dirección de un crecimiento importante en el 2013.

Datos de la Superintendencia de Bancos y Seguros (SBS), indican que el crédito hipotecario creció de dic 2012 a nov 2013 en 32.4%, llegando a USD 5.3 billones.

Para el 2014, conforme al escenario económico que se proyecta más lento, sería de esperarse una mayor desaceleración de este segmento.

El petróleo y la refinación, el precio promedio del crudo de oriente hasta noviembre 2013 terminó en USD 97.93 el barril, registrando una baja pequeña respecto de diciembre 2012.

Las condiciones del mercado hacen prever que el precio del petróleo no tendrá mayores variaciones y que mantendrá un promedio similar o ligeramente inferior para el 2014, lo cual generaría mayores retos al Gobierno por la dependencia que tiene la economía en el petróleo y el hecho de que los gastos continúan aumentando en mayor proporción a los ingresos.

La producción petrolera a noviembre 2013 registra una variación positiva de 504 a 545 barriles diarios, incremento que se da en la producción de empresas públicas, ya que las privadas siguen contrayéndose, sin que se avizore nuevas participaciones privadas.

La inflación se convierte en el mayor logro del este gobierno al tener en diciembre 2013 un

FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO



comportamiento a la baja, llegando a un 2.70% anual, siendo una de las más bajas de la región, superado por Colombia con 1.94% y menor que Perú y Chile.

Esta baja proviene especialmente del grupo de alimentos, que constituye una tercera parte de la canasta familiar del IPC y representa un 25% de la ponderación del índice, que experimentó una variación mensual de 0.31% y anual de 1.92%.

El Mercado Laboral: el índice de desempleo relacionado con diciembre 2013 baja en 3.5%, situándose en 4.86%.

El subempleo sube en el mismo periodo, (dic12-dic13), 39.83% a 43.35%.

La Ocupación Plena, se reduce de 52.07% a 51.51%.

El salario básico: para el 2014 se eleva a USD 340.00, con un incremento de 6.9%, bastante superior a la inflación registrada en el 2013, superando en 9% a la canasta familiar básica de bienes y servicios. Con este aumento el gobierno excede el salario digno que se impuso como meta, superando a varios países latinoamericanos.

Las tasas de interés referenciales no han registrado cambios, conservándose estables desde el 2011 y no se esperarían variaciones en el corto, plazo. La tasa pasiva referencial se mantiene en 4.53% y la tasa activa referencial en 8.17%.

Las tasas de interés de los segmentos crediticios registran pequeñas variaciones negativas del año anterior al 2013, así vemos que la tasa corporativa se reduce de 8.37% a 7.81%; Productiva Empresarial de 9.56% a 9.41%; Productiva Pymes 11.24% a 11.14%; Vivienda de 10.93% a 10.87%. Consumo es la única que registra un leve incremento de 15.94% a 16.0%. En el caso de la tasas de Microcrédito (Acumulado ampliada, acumulado simple y minorista), registran bajas de -0.28%, -0.31% y -0.33%, respectivamente.

SECTOR EXTERNO

La brecha externa se presenta como uno de los principales problemas que debe afrontar el gobierno, por lo cual se han tomado ciertas medidas de control y se esperarían otras adicionales.

La balanza comercial a noviembre 2013, presenta un saldo negativo de USD -1.352mm FOB, mayor al obtenido a noviembre 2012, que fue de USD -507 millones. Esta diferencia se debe a un mayor incremento de las importaciones petroleras que crecen en mayor proporción que las exportaciones. El cierre parcial de la Refinería de Esmeraldas influyó en el aumento de importación de combustibles.

Una política de restricción de subsidios a la gasolina y afines es una prioridad para el gobierno.

EXPORTACIONES USD 22.765mm (nov 2013).

Las exportaciones anuales (Nov12-Nov13) aumentan en 4.8%.

Las **Exportaciones petroleras** suman USD 12.923 mm y representan el 56.7% del total, tuvieron un crecimiento de del 1.8%.

Exportaciones no petroleras suman USD 9.842 mm, creciendo en 9.2%

IMPORTACIONES USD 24,117mm (nov 2013).

Las importaciones totales (nov12 a nov13), crecen 8.5%

Importaciones FOB Petroleras llegan a USD 5.623mm incrementándose en 12.9% en términos monetarios

Importaciones FOB no Petroleras fueron USD 18.194mm, registrando un incremento de 7.3%.

La importación de bienes de consumo registra un incremento de 4.7%; las materias primas de 9.1% y los bienes de capital 6.4%

SECTOR PÚBLICO

El Presupuesto General del Estado (PGE) proyectado a diciembre 2014 registra un crecimiento menor al realizado en periodos anteriores y llega a USD 34.000mm.

Entre diciembre 2012 y 2013 los ingresos crecen 3.2% y los gastos aumentan 19.1% dando como resultado una situación no compatible. El crecimiento del gasto público se mantiene mayor al de los ingresos.

Se espera que el precio del petróleo, el cual alimenta el presupuesto, se mantenga estable o con ligera tendencia a la baja. La disminución en el crecimiento de China, la situación reprimida de Europa, la paralización de la refinería de Esmeraldas, entre otros factores, tendría incidencia negativa en los ingresos petroleros del País.

El déficit que muestra el Presupuesto General del Estado (PGE), aprobado para el 2014, superará los USD 6.000 millones, el mayor monto reportado en la era del actual gobierno. Las fuentes para el financiamiento aún no están claras, pero de la información otorgada por las autoridades, se buscará financiamiento con “gobiernos amigos” y la posibilidad de renovar contratos de venta anticipada de petróleo con la China. Sin embargo, otra de las posibilidades que ha mencionado el Gobierno es salir a los mercados internacionales con la emisión de deuda por un monto estimado de USD 500 a 1.000 millones. (Fuente: Economía y Entorno Político. Multienlace).

INGRESOS

	2012	2013	Variación 2012/2013
TOTAL INGRESOS EFECTIVOS	19.855	20.488	3,2%
TRIBUTARIOS	11.958	13.599	13,7%
PETROLEROS	5.407	4.533	-16,2%
NO TRIBUTARIOS Y OTROS	2.490	2.356	-5,4%

Fuente: Ministerio de Finanzas

elaborado por: Observa política Fiscal

Tributación: a diciembre 2013 USD 13.599mm

La recaudación tributaria mantiene un crecimiento continuo, reportando 13.7% respecto al 2012 y la tendencia ha sido constante durante los últimos seis años.

El impuesto al Valor Agregado IVA, que de alguna manera mide la actividad económica, ha tenido un incremento del 11.8%, el ICE 8.8%, ISD 5.6% el IR 16.1% y otros

EGRESOS

	2012	2013	Variación 2012/2013
TOTAL GASTOS DEVENGADOS	21.111	25.138	19,1%
Gasto Corriente	12.472	13.471	8,0%
- Sueldos	7.353	7.892	7,3%
- Bienes y servicios	1.658	2.011	21,3%
- Transferencias y otros gastos.	2.413	2.237	-7,3%
Financieros	934	1.183	26,7%
Gasto de Capital	8.639	11.667	35,1%

Fuente: Ministerio de Finanzas

elaborado por: Observa política Fiscal

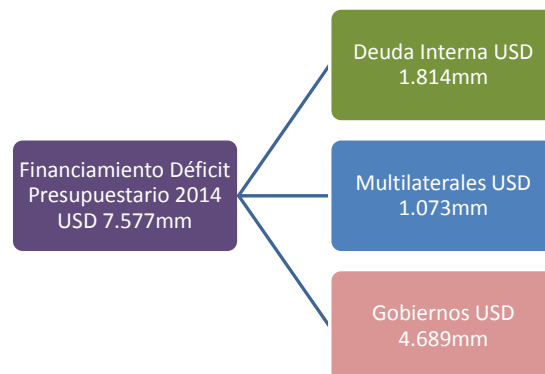
El cambio ajustado a precios constantes del 2007 da como resultado que el peso de las cuentas nacionales en la economía sea menor, lo que da mayor holgura al gasto público para seguir creciendo.

El comportamiento expansivo del gasto es cada vez mayor, disminuyendo la flexibilidad de la economía ecuatoriana, en especial porque un alto porcentaje se concentra en gastos corrientes (53.6%), sin que se sienta un re direccionamiento de la política del Gobierno, en este aspecto.

Según datos publicados por el Banco Central del Ecuador (BC), la Inversión Extranjera Directa (IED) durante el periodo Enero-Septiembre 2013 llegó a \$495,28 millones con un incremento interanual del 31.47% ya que a septiembre del 2012 el ingreso de capital fue de USD 376,74 millones. La IED durante el año 2013 se concentró en 3 sectores; explotación de minas y canteras, servicios prestados a las empresas e industria manufacturera, presentando incrementos significativos del 8.94% y el 191.05% respectivamente. De acuerdo a este informe (BC) se conoce que los países con mayores aportes de capital fueron los europeos, que en este periodo invirtieron USD 148,45 millones, presentando un incremento interanual del 61.52%, en comparación de los USD 91,91 millones registrados en el 2012. Los créditos recibidos, tanto del exterior como internos, empiezan a amortizarse, incidiendo en el flujo de los gastos; a diciembre 2013 la deuda total suma USD 22.846 millones,

distribuida en: deuda interna de USD 9.927 millones y deuda externa de USD 12.920 millones. El porcentaje de la deuda PIB, es de 24.4% a dic 2013 y de 21.3% en dic 2012.

FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT FISCAL



Fuente: Presupuesto 2014

Elaboración: BWR

SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Las regulaciones y leyes emitidas en el 2012 han impactado en los resultados del Sistema Financiero, especialmente en cuanto a las tendencias y modalidades de crédito y a la obtención de utilidades, las mismas que de acuerdo a las expectativas, se han reducido substancialmente.

El sistema financiero Bancos (diciembre 2013) está conformado por 24 instituciones, dos menos que el 2012, y registra **activos más contingentes por USD 35.389 millones**, con un crecimiento anual de 8,4%; en el lado de los pasivos **USD 23.544 millones**, con un crecimiento de 11.9% anual.

La cartera neta registra un monto de **USD 16.174 millones**, con un incremento de 9.8% anual.

El Sistema continúa su crecimiento, pero la tendencia no tiene el mismo impulso de años anteriores.

Calidad de Activos (Cartera vencida / Total cartera + Contingentes) muestra una tendencia a la baja en el sistema (1.12%).

Resultados USD 268 millones.

El Sistema Bancos Privados tiene una caída anual de USD 46,3 millones de utilidad equivalente a un decrecimiento de -14.6%.

PERSPECTIVAS 2014

Las proyecciones del gobierno para mediano y largo plazo están apalancadas en el cambio de matriz productiva, a la cual le ha dado énfasis y esta se sostiene en una reorientación hacia la exportación.

Si bien el tener un direccionamiento planificado para el desarrollo de la economía es importante, este tiene que ir de la mano del apoyo del gobierno, generando el ambiente adecuado de confianza y cubriendo las necesidades que faciliten el desarrollo de las empresas privadas grandes y pequeñas.

Los cambios en la matriz productiva deberían empezar creando un mejor clima de negocios y adecuando los tiempos de los trámites burocráticos acordes a un rápido desarrollo esperado.

El modelo económico de cambio en la matriz productiva requiere escoger sectores con mayor probabilidad de éxito y una participación cercana del gobierno con las empresas, tanto nuevas como las ya existentes, apoyándolas con créditos a tasas subsidiadas a largo plazo para que puedan incrementar su capacidad productiva.

Los sectores potenciales a ser promovidos y que tiene relación con resultados a corto plazo, que es lo que se busca, están los alimentos frescos y procesados, así como productos metálicos procesados, la fabricación de piezas y partes para incorporar a productos de ensamblaje nacional.

La Vicepresidencia de la Republica ha recibido amplios poderes del Ejecutivo, para poner en ejecución las actividades productivas del País y a criterio de la Vicepresidencia hay tres pilares donde debe apoyarse este cambio:

- 1.- Desarrollo de las industrias básicas,
- 2.- Fomento del talento humano de calidad, y
- 3.- Apoyo a la empresa privada mediante el sistema de compras públicas.

Para cumplir con este proyecto se proponen un ambicioso plan de inversión en infraestructura que soporte el modelo:

Plan estratégico de Movilidad (PEM), que se desarrollará progresivamente, en el que se contarían con inversiones a largo plazo por USD 118 billones hasta el 2037.

Plan Energético, con énfasis en la inversión de proyectos hidroeléctricos, para sustituir la energía térmica y de gas, solucionando en parte el alto subsidio de combustibles.

Plan de Telecomunicaciones, que considera tener un cable submarino para obtener servicios de internet de primera calidad.

Proyectos Estratégicos: La Refinería del Pacifico es el principal proyecto macro, se calcula una inversión de USD 10.000 millones para un proceso de 200M bpd. La segunda etapa será la construcción de una planta petroquímica y luego una planta de urea. Se planifica el traslado de las

instalaciones siderúrgicas a un nuevo sitio, no identificado aún.

Talento Humano: el objetivo del gobierno es fortalecer los niveles de educación y conseguir un mayor número de ciudadanos con postgrados, para lo cual incentiva con programas locales y créditos masivos para estudios en el exterior.

La Ciudad del Conocimiento Yachay, se construye en Imbabura. El presupuesto para este programa es de USD 662 millones.

Compras Públicas: este es el tercer pilar en el que se sustenta el plan de gobierno y el objetivo radica en fomentar la producción nacional, otorgando mayor prioridad a aquellas empresas que vendan sus productos utilizando componentes nacionales.

El presupuesto proyectado para el 2014 refleja una desaceleración de la economía, continúa la política de endeudamiento público y aumento del gasto en mayor proporción que el crecimiento económico.

La política de subsidios con el nuevo presupuesto se mantiene y en lo internacional se complican las relaciones comerciales con nuestros principales socios.

Las expectativas de incentivar o conseguir mayor inversión extranjera no son muy prometedoras.

Se espera que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público, soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2014.

La paralización de la refinería de Esmeraldas, que se dio parcialmente en 2012 y en 2013, afecta al presupuesto del Estado pero por otra parte es necesaria para mantener activa y en buenas condiciones a la refinería, la paralización explica en parte la desaceleración esperada de la Economía y reduciría los ingresos para el Estado.

Fuentes: BCE, Análisis Semanal, Revista Cordes, Observatorio de la Política fiscal, ABPE y Multienlace.

Elaboración: BWR, febrero 2014.

ANEXO No.2

**RIESGO SECTORIAL:
FINANCIERAS**

Crecimiento Jun 2012 - Jun 2013	Bancos Privados	COAC	Mutualistas	Financieras	Financieras Sin Dineros
Activos netos	8,7%	16,5%	12,5%	14,9%	4,1%
Cartera productiva bruta	10,4%	12,8%	12,9%	9,7%	-0,1%
Obligaciones con el público	9,3%	17,8%	10,9%	18,2%	3,9%
A la vista	9,5%	11,5%	6,3%	15,2%	123,4%
A plazo	8,8%	23,4%	15,0%	18,4%	3,9%
Patrimonio	4,4%	16,8%	37,3%	4,0%	2,9%
Resultados	-33,8%	1,7%	100,1%	-39,9%	-34,3%
INDICADORES a Jun-13	Bancos Privados	COAC	Mutualistas	Financieras	Financieras Sin Dineros
ROE	9,0%	9,8%	21,0%	12,4%	3,7%
ROA	0,9%	1,4%	2,0%	2,0%	0,5%
Margen de interés neto	76,1%	63,0%	57,8%	61,4%	42,4%
Cartera en riesgo/ T. Cartera	3,1%	4,8%	3,6%	5,5%	6,3%
Cartera en riesgo + reestructurada por vencer/	3,4%	4,8%	3,6%	6,2%	6,7%
Capital libre / Activos Productivos + F. Disp	7,5%	10,9%	-8,7%	13,9%	5,3%
Capital Libre / Patrimonio + Provisiones	50,0%	55,9%	-54,1%	58,5%	26,6%

Fuente: SBS
Elaborado: BWR

SISTEMA FINANCIERAS

El Sistema Financieras administra USD 1.651 MM o 4,8% del total de activos gestionados por todos los sistemas financieros activos en el país (privados y del sector público). Este Sistema incorpora entidades que por su constitución legal sólo captan a plazo del público¹.

Dentro del sistema, Dineros Club del Ecuador, compañía emisora de tarjetas de pago y crédito a nivel nacional, continúa como la entidad de mayor contribución con el 81% del total de activos. Esta compañía es la única con esa especialidad en el sistema y su desarrollo sustenta los indicadores del sistema; aunque por la actividad y tamaño de activos, es comparable con bancos y emisoras de tarjetas de crédito.

El presente informe se centrará en el restante 19% del sistema Financieras que lo integran nueve entidades con actividades similares. Sin considerar Dineros Club, el Sistema Financieras continúa con un comportamiento poco favorable. A pesar de leves mejoras en la calidad de crédito en una de las instituciones más representativas del sistema financieras sin Dineros, el desarrollo del sistema continúa con un comportamiento negativo en comparación a los demás entornos financieros.

El sistema Financieras sin Dineros es el más débil de todos los sistemas, con entidades que resaltan por problemas de rentabilidad, baja eficiencia operativa, y bajo soporte patrimonial para los riesgos asumidos.

ENTIDAD	Activos Netos Jun-2013	Cartera Neta Jun-2013	Cartera Neta / Activos Netos
UNIFINSA	132.161	89.695	68%
VAZCORP	65.919	45.322	69%
CONSULCREDITO	11.489	6.873	60%
LEASINCORP	26.539	22.630	85%
FIDASA	24.098	12.913	54%
PROINCO	26.905	3.644	14%
GLOBAL	19.702	16.117	82%
INTERAMERICANA	11.941	4.123	35%
FIRESA	2.300	392	17%
SISTEMA FINANCIERAS SIN DINEROS	321.054	201.709	63%

Fuente: SBS

Elaborado: BWR

**ESTRUCTURA ACCIONARIAL Y
SOPORTE**

En el sistema financieras sin Dineros persiste la característica de concentración accionarial en una o pocas familias. Esta condición que es histórica toma más relevancia a partir de la expedición de la Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado (2011), que limita a los gobiernos corporativos de las instituciones de un criterio práctico de profesionales que se desenvuelven en otros sectores de la economía.

El soporte ha provenido esencialmente de la capitalización de una parte de los resultados anuales de cada institución, sin embargo, por la restricción en los resultados, el soporte para sostener riesgos no evidenciados es débil. El acceso a capital fresco está supeditado a la voluntad y capacidad de sus accionistas.

PERFIL

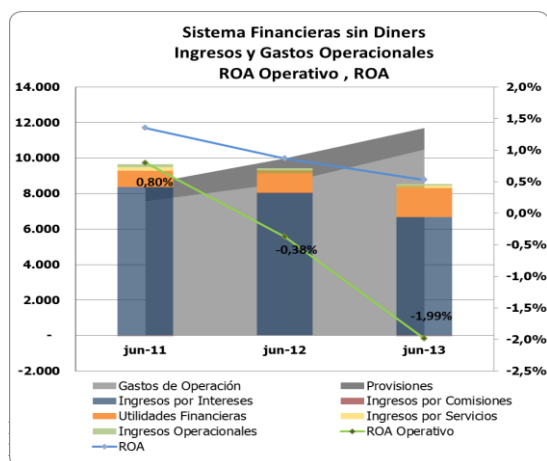
A jun-2013 los activos del sistema financieras sin Dineros mantiene una baja representación respecto del sistema financiero total con el 0.9% de los activos.

El crecimiento menor del sistema financieras sin Dineros Club con relación a los demás sistemas evidencia una baja apreciación del público, como resultado de su poca penetración comercial y concentración geográfica. También influye en la percepción del mercado la alta rotación de instituciones en este segmento ya por liquidaciones forzadas, voluntarias, por absorciones, o transformaciones a bancos.

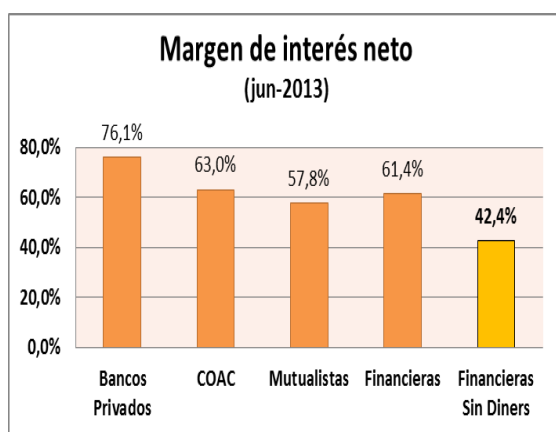
¹ Los estados financieros de algunas instituciones muestran obligaciones a la vista las cuales corresponden a pre cancelaciones de tarjetas y no renovaciones de depósitos a plazo.

RENTABILIDAD Y GESTIÓN

Históricamente el sistema financieras sin Diners Club ha mostrado un ritmo de generación de nuevos negocios inferior al de otros tipos de instituciones, en razón de una gestión comercial dirigida a mercados geográficos y tipo de clientes específicos; también por la falta de elementos diferenciadores ante una numerosa y activa competencia.



La actividad de intermediación constituye el 77% de los ingresos totales del sistema; es menos rentable al ejercicio anterior por una menor colocación de crédito — desde junio del 2012 la representación de cartera productiva cae de 59% a 56%. La contracción de las operaciones se debe a problemas operativos en una de las entidades de este sistema, y por las ventas de cartera como forma de operar de otras tres entidades. El mayor problema radica en la baja eficiencia comercial de la mayoría de las entidades del sistema, y los limitados recursos operativos, y de liquidez.



Fuente: SBS
 Elaborado: BWR

El margen de interés neto es presionado además por un costo de fondeo más costoso tomando en cuenta que no pueden captar depósitos a la vista, en comparación con otros sistemas. Esta situación en conjunto con un ambiente cada vez más

competitivo y regularizado, resulta en el uso más agresivo de las tasas pasivas de interés. La media del margen de interés del segmento continúa en declive, al momento es de 42.4% y sigue por debajo del promedio del sistema mutualistas (57.8%) y del mejor sistema financiero competidor, el sistema banco privados que alcanzó 76%.

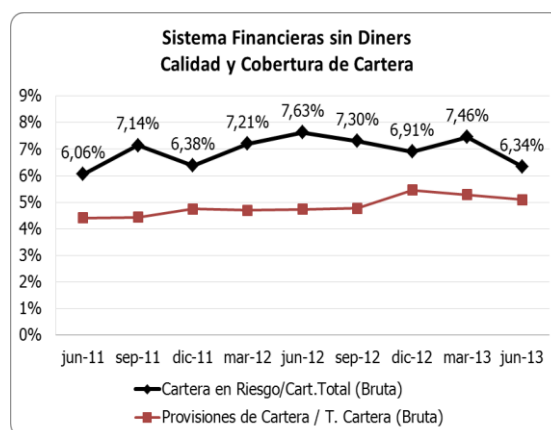
La estructura operativa de estas entidades es pesada y continúa creciendo en la mayoría; no se esperaba que dichas estructuras se vuelvan más eficientes en el corto plazo. Ingresos operativos bajos (negativos en cinco instituciones) y gastos operacionales relativamente altos, hacen que la eficiencia operativa del sistema sea la peor entre todos los sistemas financieros.

A pesar de que la constitución de provisiones no incrementó durante el semestre, para jun-2013 cinco de las nueve instituciones tienen un MON negativo — en jun-2012 fueron solamente tres.

La utilidad neta depende en gran parte de ingresos no operativos (otros), rubro que históricamente era alto en la institución de mayor tamaño dentro del sector sin Diners, a la fecha el rubro es representativo en cuatro entidades. En jun-2013 el resultado final es menor a igual periodo del año anterior en 34%. Para final de año se espera una leve mejoría en la cantidad, más no calidad, de los resultados de este sistema dado la liquidación voluntaria de una institución mediana en el sistema que ha tenido pérdidas por cuatro trimestres consecutivos.

Históricamente la posición financiera de Diners Club se ha sustentado y continúa sustentándose en un MON de buena calidad generado en su gestión de intermediación e ingresos operativos cuya representación es mayor que en el sistema de análisis. El ROA final continúa representativo (2.39%) frente al sistema de instituciones financieras total (0.53%), aunque muestra contracción por requerimientos operativos.

CALIDAD DEL ACTIVO



Fuente: SBS
 Elaborado: BWR

En el sistema financieras sin Diners el portafolio de crédito es el activo principal (59.1% respecto a activos brutos).

La cartera de crédito se distribuye en: 65% consumo, 15.5% comercial, microempresa 13.3%, vivienda 2.3%, y cartera en fideicomisos 3.9%. Por retorno y competencia la gestión comercial del sector se ha enfocado en el crédito de consumo y microcrédito. Este sistema, mantiene la menor calidad de cartera y cobertura con provisiones promedio (0.77:1 para cartera en riesgo más reestructurada por vencer), observándose una leve recuperación en el 2012 gracias a una reducción de cartera en riesgo más que por incremento en provisiones.

La cartera del sistema sin Diners continúa con problemas de crecimiento, puesto que en el semestre los activos de crédito del sistema en análisis crecieron tan sólo en 1%. Como referencia, los activos de crédito del sistema bancos crecieron 10%.

La morosidad y restructurados de Diners Club continúa en alza (5.38% a la fecha de estudio), crecimiento que es mitigado con coberturas de 1.27:1 veces con provisiones y considerando la menor antigüedad de sus cuentas vencidas. De todas formas se continúa evidenciando una tendencia de menor cobertura con provisiones en Diners Club, ya que las coberturas con provisiones decrecieron 18% durante el primer semestre del 2013.

A diferencia del 2012, durante el primer semestre del 2013 no existió incremento en provisiones. Por lo tanto, la cobertura promedio con provisiones para cartera en riesgo continúa por debajo de uno.

FONDEO Y LIQUIDEZ

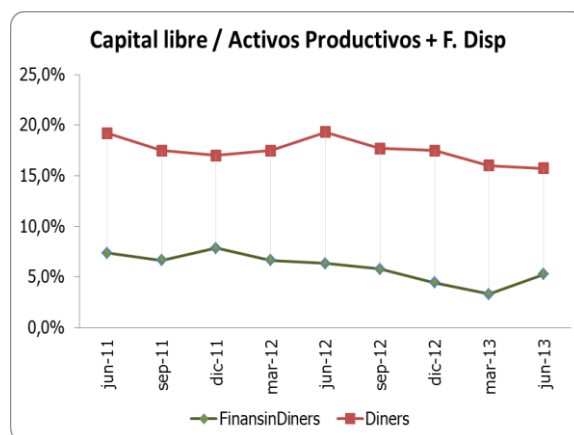
La fuente principal de fondeo de las financieras sin Diners son los depósitos del público (77% respecto al activo bruto). Por la composición del pasivo se observa un acceso limitado de estas entidades a obligaciones financieras o el mercado de valores.

Las captaciones a plazo no se encuentran concentradas en periodos cortos (29% hasta 180

días), la mayor parte de su activo principal supera los 180 días (al menos 71%). El descalce de plazos en el balance y la alta concentración en clientes es atendido con una liquidez que sigue apretándose por un menor crecimiento de depósitos.

Diners Club administra sus riesgos de liquidez de manera adecuada con 2.8:1 veces su liquidez de segunda línea con relación a su mayor riesgo.

SUFICIENCIA DE CAPITAL



Fuente: SBS
 Elaborado: BWR

El sistema financieras sin Diners tiene un nivel importante de PTC (17% promedio). El último crecimiento trimestral del capital libre en relación a activos productivos y fondos disponibles es más un tema matemático que de calidad. Se debe a un bajo crecimiento de activos productivos y a la reducción de activos improductivos, ya que las provisiones y el patrimonio se contraen. Anualmente estas continúan debilitándose.

El comportamiento de la calidad de sus activos y la contracción de sus resultados mitigan el soporte de estas instituciones para enfrentar riesgos adicionales.

Las relaciones patrimoniales en Diners Club confirman el soporte de sus accionistas y la calidad de la gestión. La entidad maneja un PTC de 14.2% sustentado en capital primario principalmente, y una relación de capital libre sobre activos productivos más fondos disponibles de 15.7%.