



Ecuador
Décimo Primer Seguimiento

Fideicomiso Mercantil Segunda Titularización de Flujos DINERS

Calificación

Serie	Calificación anterior	Calificación actual	Último cambio
B	Cancelada en junio-2015		
C	AAA	AAA	---

DESCRIPCIÓN DE LA CALIFICACIÓN:

“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.”

Principales participantes:

- Originador y Agente Pagador:
Diners Club del Ecuador S.A.
- Fiduciaria: ANEFI.
- Estructurador Financiero y
Legal: PICAVAL S.A.

Punto de Equilibrio: Un valor.

Contactos:

Carlos Ordóñez, CFA
(5932) 226 9767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

MBA Guissela Salgado
(5932) 292 2426 ext.106
gsalgado@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación decidió mantener la calificación de “AAA” a la serie C emitida por el Fideicomiso Mercantil Segunda Titularización de Flujos Diners, que se encuentra vigente a la fecha. Con respecto a la serie B esta fue cancelada en tiempo y forma a su vencimiento, en junio 17 de 2015.

Calificación Local: La calificación emitida es una calificación en escala local, la cual 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.

Continuidad del negocio del Originador y del derecho de cobro titularizado: La perspectiva de continuidad de negocio se fundamenta en la alta capacidad crediticia de Diners, reflejada en su calificación de riesgo global, su posición de liderazgo en el mercado de tarjetas de crédito, su importancia como medio de pago dentro de la economía ecuatoriana y su atractiva rentabilidad. El derecho de cobro titularizado, que corresponde a un porcentaje de las ventas con tarjeta de crédito Diners, también mantendrá su generación futura, porque está directamente relacionado con la continuidad del negocio del Originador. El Originador se mantiene como empresa en marcha, y a futuro adoptará la reforma jurídica que convenga a sus intereses, con base en la resolución de sus accionistas y en cumplimiento de las disposiciones del Código Orgánico Monetario Financiero.

Estructura legal adecuada: La recaudación del derecho de cobro, la realizan instituciones independientes al Originador. Esto permite que la recepción de los flujos, y posterior pago a los inversionistas por parte del Fideicomiso, no dependa de la voluntad de pago del Originador.

Cobertura de flujos a ingresar al Fideicomiso holgada: Los flujos provenientes de la recaudación del derecho de cobro titularizado son holgados, frente a los dividendos por pagar a los inversionistas. Esto permitirá mantener el servicio de la deuda, aun en un escenario donde las ventas se reduzcan en forma significativa.

Bajo peso en relación al pasivo total del Originador: El saldo insoluto de la segunda titularización de flujos de Diners, sometida a calificación, representa 1.19% del pasivo total y contingentes por avales del Originador. Esta relación es poco significativa y permite reconocer en la calificación, la prelación existente respecto al derecho de cobro titularizado.

Opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo: BWR ha recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia del derecho de cobro titularizado al Fideicomiso.

Contrapartes evaluadas positivamente: Consideramos que las principales contrapartes de la transacción se encuentran capacitadas y mantienen una infraestructura adecuada para cumplir con las funciones a ellas encomendadas.



Hechos Relevantes del Grupo Financiero

El Código Orgánico Monetario y Financiero establece que las sociedades financieras, deben optar por convertirse en bancos múltiples o bancos especializados, fusionarse con otras instituciones financieras, o liquidarse, para lo cual ha fijado un plazo de 18 meses, a partir de su vigencia (marzo-2016). Diners Club del Ecuador (DCE) sustituirá su certificado de autorización, por el que resulte de la resolución que adopte. La Superintendencia de Bancos (SB), en coordinación con la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, podrán ampliar el plazo por 18 meses adicionales, por una sola vez, por razones justificadas.

BWR considera que DCE tiene una posición financiera sólida a la fecha de análisis, y que es sostenible en el tiempo, bajo las circunstancias actuales y parámetros previsible. Considerando las características del negocio actual, estimamos altamente probable la continuidad de DCE como empresa en marcha.

Presentación de Cuentas

La calidad crediticia del Originador se establece con base al análisis de los estados financieros individuales de Diners Club del Ecuador, estados financieros consolidados del Grupo Financiero Diners Club del Ecuador, y demás documentación relacionada con su negocio. Los estados financieros y la documentación analizada son de propiedad de Diners Club del Ecuador, y su contenido es de responsabilidad de sus administradores.

El presente análisis considera la documentación recibida del Originador y la Fiduciaria, que se detalla a continuación:

- Estados financieros e información financiera suplementaria del Fideicomiso Mercantil Segunda Titularización de Flujos Diners a diciembre-2013, auditados por Deloitte & Touche, quien emite opinión limpia sobre su presentación razonable. Estos se han elaborado con base a las Normas Internacionales de Información Financiera NIIF.
- Estados financieros mensuales no auditados sobre el Fideicomiso Mercantil de la Segunda Titularización de Flujos Diners a mayo-2015, e información adicional presentada sobre la evolución de la generación y recaudación del derecho de cobro titularizado.
- Estados Financieros consolidados del Grupo Financiero liderado por Diners Club del Ecuador a diciembre-2014, auditados por KPMG Ecuador Cía. Ltda, que contienen opinión limpia sobre su razonable presentación. Estos se preparan

con base a normas contables contenidas en el Catálogo Único de Cuentas y la Codificación de las Resoluciones de la Superintendencia de Bancos, y en lo no previsto por dichas normas, ni por la citada codificación, con Normas Internacionales de Información Financiera NIIF.

- Estados financieros individuales de Diners Club del Ecuador Sociedad Financiera, e información adicional a marzo-2015 y mayo-2015.
- Informe de calificación de riesgo global de Diners Club del Ecuador con datos a marzo-2015, publicado por BankWatch Ratings en junio-2015.
- Estados financieros comparativos a diciembre-2014 y diciembre-2013 de la Administradora de Fondos y Fideicomisos ANEFI S.A., que actúa en calidad de Fiduciaria, auditados por Price WaterhouseCoopers. Estos tienen una opinión limpia sobre su presentación razonable, y han sido preparados bajo Normas Internacionales de Información Financiera NIIF.

Evolución de la Emisión

El siguiente cuadro revela las principales características de la segunda titularización de flujos de Diners a mayo-2015:

	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 625M	USD 13,542M
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
Autorización Superintendencia de Compañías (SIC)			Q.IMV.2011.1895
Fecha autorización SIC			26-may-11

El Fideicomiso Mercantil Segunda Titularización de Flujos Diners se constituye en diciembre 8 de 2010, se reforma en febrero 8 de 2011, e inscribe como fideicomiso mercantil y emisor en el Registro del Mercado de Valores en mayo 26 de 2011. La oferta pública y primera colocación de los títulos valores arranca en junio 17 de 2011, fecha que se convierte en la emisión de las tres series. En julio 20 de 2011 termina de colocar las series A, B y C.

A mayo-2015 el Fideicomiso tiene cancelada la serie A, que venció en junio-2013, y ha realizado el pago de quince dividendos de capital e interés de la serie B, además de quince pagos de interés y once de capital de la serie C, cuyo periodo de gracia de capital terminó en agosto-2012.



Cabe indicar como hecho subsecuente que el último dividendo de la serie B se pagó el 17 de junio de 2015, por lo cual únicamente la serie C se encuentra vigente a la fecha del presente informe.

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 junio-2015, es 5.31%. De octubre-2011 a abril-2014 la tasa pasiva referencial se mantuvo estable en 4.53%, luego de lo cual ha mostrado una tendencia a incrementarse, siendo a julio-2015 de 5.54%.

Para efectos del cálculo de los intereses a pagar a los inversionistas, así como los plazos de pago de cada dividendo, se toma la forma 30/360 que corresponde a años de 360 días, de 12 meses, con duración de 30 días cada mes. El repago de la emisión provendrá principalmente del derecho de cobro titularizado, cuya evolución se explica en párrafos posteriores.

Fondos Disponibles e Inversiones

El Fideicomiso Mercantil Segunda Titularización de Flujos Diners cuenta con recursos líquidos por USD 1.835M a mayo 31 de 2015. Estos recursos se van provisionando para pagar el próximo dividendo de las series emitidas, reponer el depósito en garantía de requerirse; y el excedente se devuelve al Originador. De acuerdo a la estructura de la titularización, el depósito en garantía actualmente debe equivaler a USD 490M, o 25% del próximo dividendo trimestral de los títulos en circulación, que asciende a USD 1.960M, y venció en junio 17 de 2015.

Los recursos líquidos se colocan en depósitos a la vista, en una cuenta de ahorro en Banco del Pichincha por USD 1.833M incluidos intereses, otra en Produbanco por USD 1.8M, una cuenta corriente en Produbanco por USD 437, y otra en el Banco Central del Ecuador por USD 2.8. Estos recursos pueden retirarse antes de la fecha en que se debe amortizar los próximos dividendos de la presente titularización.

Análisis de la Titularización

Estructura Legal y prelación sobre los flujos titularizados.

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.

El Originador instruyó a Banco Pichincha, recaudador de más del 94% del derecho de cobro titularizado, que transfiera diariamente dichos fondos al 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 tales instrucciones.

Bajo el supuesto que los fondos recaudados por el Banco Pichincha fueren insuficientes, Diners 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 los derechos de cobro titularizados.

La estructura no se encuentra ligada a la voluntad de pago del Originador, por el hecho que, una vez generados los flujos recaudados, estos ingresan directamente en la cuenta del Fideicomiso de la Segunda Titularización de Flujos Diners.

Esta titularización representa 1.19% de los pasivos y contingentes de Diners, o 1.12% de los pasivos y contingentes del Grupo DCE a mayo-2015, sin considerar en ambos casos los cupos aprobados y no desembolsados a favor de tarjetahabientes. Esto permitirá que, en un escenario elevado de estrés, Diners pueda negociar con otros acreedores una reestructuración de su deuda, manteniendo al mismo tiempo la operatividad normal de su negocio, y reflejando la prelación efectiva de esta titularización sobre otros pasivos de la Sociedad Financiera.

Riesgo de Crédito y de Continuidad del Negocio del Originador

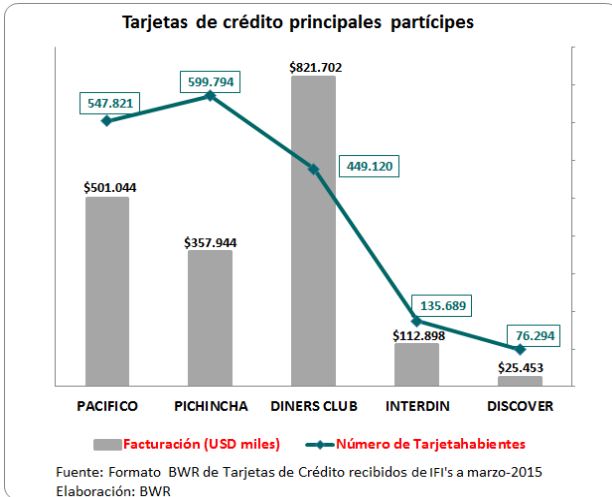
El análisis de continuidad del negocio incorpora la expectativa que, en un escenario de estrés elevado, Diners Club del Ecuador continúe como empresa en marcha, aun si su capacidad de pago se viera limitada.

El análisis efectuado respalda una perspectiva positiva, fundamentada en que Diners presenta fortalezas destacables en los siguientes aspectos: a) importancia como medio de pago para la economía ecuatoriana; b) posicionamiento dentro del mercado de emisión y adquisición de tarjetas de crédito; y c) rentabilidad para los accionistas, que supera al promedio de las instituciones del sistema financiero privado.

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 Segunda Titularización de Flujos Diners; y superior a la calificación global de riesgo AAA- en escala local,



que BankWatch Ratings ha otorgado a Diners Club del Ecuador. Bajo las circunstancias actuales y los parámetros previsible, BWR no espera cambios de calificación a mediano plazo.



Diners Club del Ecuador satisface la demanda de crédito de consumo, mediante la colocación de tarjetas de crédito emitidas bajo la franquicia The Diners Club International Ltd., con quien mantiene un convenio de exclusividad y uso de marca.

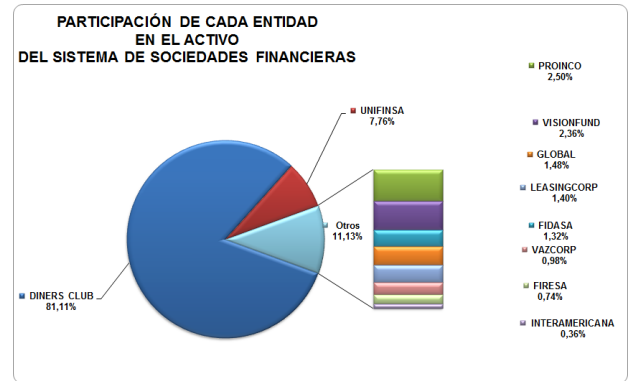
Interdin, como integrante del Grupo Financiero Diners, atiende como emisor autorizado para operar la marca Visa, cubriendo parte del nicho de mercado de la competencia. El vínculo comercial con su subsidiaria permite que el Grupo incurra en el negocio de procesamiento, en el que Interdin ocupa el primer lugar en adquirencia del mercado, al realizar el procesamiento de cinco instituciones financieras locales y una en el exterior.

El Grupo Financiero Diners también comercializa la tarjeta de crédito Discover, que facilita el acceso a nichos de mercado más amplios que el tradicional, a través de diferentes tipos de crédito: corriente, diferido y rotativo.

En el mercado de emisión de tarjetas de crédito, la principal competencia de DCE son las tarjetas Visa, Mastercard y American Express, emitidas por 14 bancos privados. Las marcas Visa y Mastercard se dividen el negocio entre los diferentes emisores; mientras que las marcas Diners, American Express y Cuota Fácil tienen definido un único adquirente en el Ecuador.

Diners Club del Ecuador ha liderado el mercado de tarjetas de crédito por su volumen de facturación, seguido de Pacificard (ahora Banco del Pacífico), Banco Pichincha y Banco de Guayaquil. La Superintendencia de Bancos (SB) ha dejado de publicar las estadísticas del volumen de facturación por emisor de tarjetas de crédito, tipo de financiamiento, u otros. La información que

consta en el gráfico sobre los principales participantes en el mercado de tarjetas de crédito tiene datos a marzo-2015, y se ha obtenido de reportes remitidos por el Banco del Pacífico, Banco del Pichincha y DCE, relativos a las tarjetas de crédito Visa, Mastercard y las del Grupo Financiero DCE.



Fuente: Página WEB de la Superintendencia de Bancos, Estadísticas, Boletines

La experiencia en el mercado ha permitido que DCE se posicione como la sociedad financiera más grande del país, medida tanto por su volumen de activos, como por su red comercial. A marzo-2015 esta incluye 39.760 establecimientos afiliados a Diners Club, así como 44.468 dispositivos electrónicos POS (Point of Sale). El grupo liderado por DCE se apoya además en el servicio de cajeros automáticos de la red de Banco Pichincha y Banred, que es la más extensa a nivel nacional.

Las instituciones financieras y emisoras de tarjetas de crédito se encuentran en un mercado regulado y cada vez más competitivo. DCE continúa liderando el mercado como emisor y es pionero en el negocio de adquirencia. En el sistema de diez sociedades financieras, DCE marca las tendencias del desempeño financiero, por ser la entidad más representativa, tenedora de 81% de los activos, 81% de patrimonio y 84% de cartera a mayo-2015.

En cumplimiento del Código Orgánico Monetario y Financiero, expedido en septiembre-2014, las diez sociedades financieras existentes a mayo-2015 podrán convertirse en bancos, sin que puedan tener participación accionaria en otra institución financiera. Estas también podrían resolver la venta de sus acciones, o su fusión a otra institución, dentro del plazo reglamentario. A la fecha de análisis, DCE todavía no ha presentado la resolución que adoptará, sobre el mecanismo de adecuación a las disposiciones legales vigentes.

La administración de DCE tiene experiencia, capacidad técnica y una gestión dinámica del negocio. El soporte de los accionistas se refleja en un patrimonio que se mantiene robusto, pese a las presiones del entorno.



Las regulaciones gubernamentales que controlan los precios de ciertos servicios, y la reforma tributaria sobre la estructura de costos e ingresos de compañías subsidiarias de grupos financieros, impactaron en la rentabilidad del sistema, sin que el Grupo Financiero Diners sea una excepción. No obstante, este registra una de las rentabilidades sobre el activo promedio (ROA) más alta del sistema financiero.

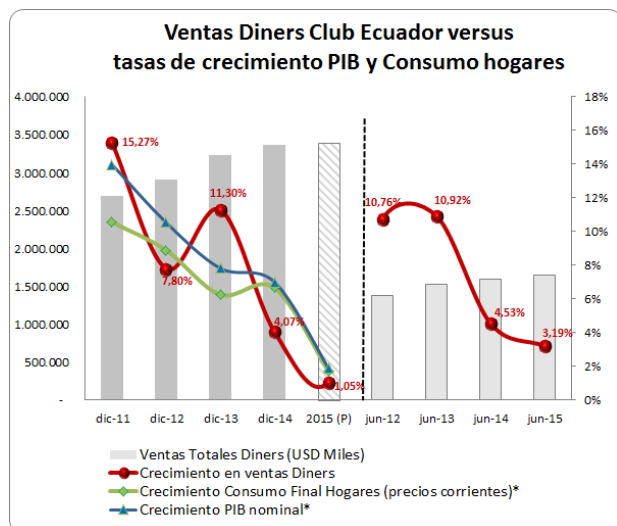
Los informes de calificación global de Diners, que se encuentran disponibles en nuestra página web, www.bankwatchratings.com, dan mayor detalle sobre el Originador y la evolución de su negocio.

Riesgo de Continuidad del Derecho del cobro titularizado

La generación de los flujos que requiere el Fideicomiso dependerá en el futuro, tanto de la continuidad del negocio del Originador, como del derecho de cobro titularizado. El primero se abordó en el apartado anterior y el segundo se analiza a continuación.

El derecho de cobro titularizado consiste en un porcentaje de la facturación con tarjeta de crédito Diners Club del Ecuador. Considerando que la emisión de dicha tarjeta y posterior facturación de consumos es parte fundamental de la naturaleza del negocio de la Sociedad Financiera, es altamente probable que el derecho de cobro se siga generando mientras el Originador se mantenga como empresa en marcha.

Ventas y Flujos Históricos



Fuente: Banco Central del Ecuador (IEM-4.3.1 y 4.4.1 a junio-2015) y Ventas Diners. Elaboración: BWR

Las ventas de Diners están correlacionadas con el comportamiento de la economía nacional, y en especial con el consumo de los hogares. La desaceleración del crecimiento del crédito de consumo en el sistema financiero desde 2012,

estuvo influenciada por varios cambios en las regulaciones sobre tarjetas de crédito. Las más trascendentales son: exigencia de considerar en el cálculo de patrimonio técnico a los cupos de crédito aprobados y no utilizados por los tarjetahabientes, y eliminación o fijación de precios sobre los costos de servicios a los tarjetahabientes y establecimientos afiliados.

El 2013 Diners incrementa ventas en 11,3%, porcentaje similar al crecimiento del PIB nominal y superior al del consumo final de los hogares de 7,1%, y a su estimación inicial de 7,3%. Para el 2014, la administración estimó inicialmente un crecimiento en la facturación de 9,2%, que superó al crecimiento real de 4,07%, porcentaje que también resultó menor al crecimiento del PIB nominal de 7,01% y al del consumo final de los hogares de 6,7%.

Para 2015 la Sociedad Financiera estima crecer 1.05%, es decir 3.02 puntos porcentuales menos que el 2014, inclusive por debajo del crecimiento estimado por el Banco Central del Ecuador para el PIB nominal y consumo de los hogares. Las ventas reales del primer semestre de 2015, confirman que la facturación de DCE desacelera su crecimiento a 3.19%, aunque en menor proporción que el estimado anual. Adicionalmente el cuarto trimestre de cada año, DCE presenta usualmente una mayor facturación, por su comportamiento cíclico.

Derecho de cobro titularizado y cobertura de la emisión

La principal fuente de pago del Fideicomiso es 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 Diners, la Fiduciaria debe revisar continuamente que el valor recibido represente al menos 5.15% de la recaudación total hasta junio-2013; 2.32% entre julio-2013 y junio-2015; y 1.38% a partir de julio-2015.

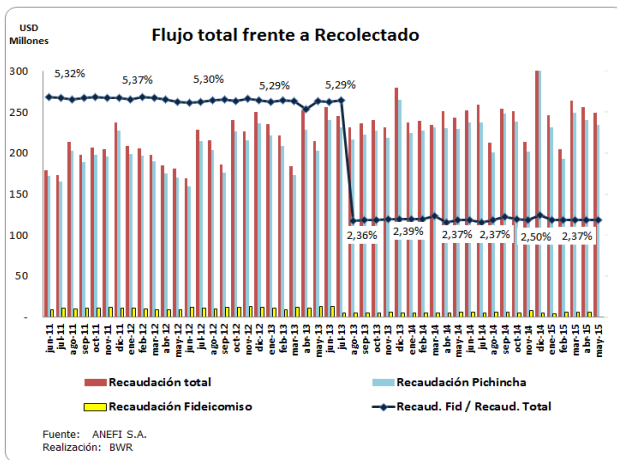
El Banco del Pichincha recauda históricamente un promedio superior a 94% de la recaudación total que registra Diners. La estructura de la titularización permite a la Fiduciaria obtener los fondos correspondientes al derecho de cobro, directamente de este recaudador, aunque también podría hacerlo de los demás recaudadores, en caso de ser necesario.

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



Pichincha que a partir de agosto-2013 este se disminuya a 2,52%, en función del cambio del porcentaje de derecho de cobro titularizado que aplicaba a julio de ese año. Por la demora en la instrucción se aprecian coberturas altas en junio y julio de 2013, que luego se adecúan al porcentaje previsto en la estructura de la titularización.

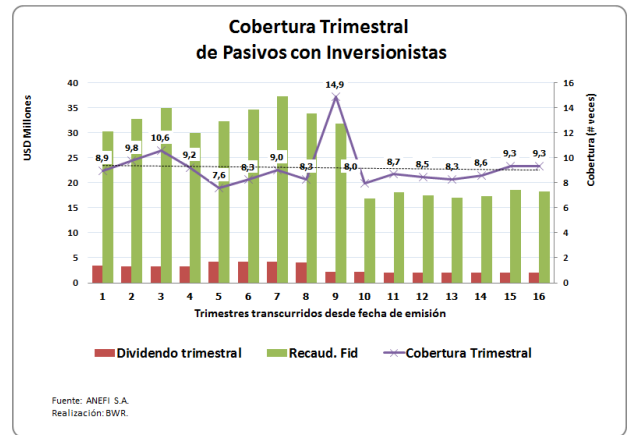
La estructura prevé que, dentro de cada período mensual, si la Fiduciaria cubre los recursos que requiere para completar el fondo rotativo, fondo de reserva y la provisión para el próximo dividendo de las series emitidas, esta debe instruir al banco recaudador la suspensión de las transferencias hasta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



El gráfico revela la relación entre la recaudación mensual de Diners y lo recaudado a través del Banco del Pichincha, así como el cumplimiento del porcentaje del derecho de cobro establecido para cada período. Desde la fecha de emisión a la fecha de corte de este análisis, el flujo derivado del porcentaje definido en relación a la recaudación del Banco del Pichincha ha sido superior que el monto calculado en función del porcentaje titularizado del derecho de cobro total, con pocas excepciones generadas por la estacionalidad de las ventas de Diners.

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 cobertura de los dividendos trimestrales por pagar, con los flujos provenientes del derecho de cobro titularizado del Fideicomiso de la Segunda Titularización de Flujos de Diners es holgada, y se mantiene superior a la estimada en la calificación inicial, gracias al crecimiento de la facturación de la tarjeta de crédito Diners y amortización periódica de los dividendos.



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.

Las fluctuaciones en las coberturas se explican por el período de gracia de capital de la serie C, que terminó en agosto-2012, cancelación de la serie A en junio-2013, y la cancelación de la serie B en junio-2015. Luego de pagar la serie B, el valor del derecho de cobro titularizado se reduce a 1,38%, desde julio-2015 hasta el vencimiento en junio-2018, acorde a la estructura de la segunda titularización de flujos de DCE.

Considerando la recaudación del derecho de cobro de los últimos 12 meses, el exceso de flujos cubriría en 10,02 veces el índice de desviación calculado por el estructurador financiero en la calificación inicial de 8,86%. En consecuencia, este cumple holgadamente el requerimiento legal de 1,5 veces.

Gastos proyectados del Fideicomiso

La estructura establece un fondo rotativo por un valor de USD 10,000, con el objeto de cubrir los gastos mensuales proyectados del Fideicomiso. Dicho fondo se repondrá a partir de los flujos que ingresen al fideicomiso, y si por cualquier causa no fuera posible reponerlo de esa manera, el Originador está obligado a hacerlo dentro de dos días hábiles posteriores a la fecha en que la Fiduciaria lo haya solicitado mediante carta. Esta solicitud adjuntará la liquidación de los gastos a realizarse con el fondo rotativo.

Los gastos proyectados no son significativos respecto al volumen de flujos que ingresarán a la titularización, con corte a mayo-2015.

Posición relativa de la 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 como negocio en



marcha, el cual se describe a lo largo de este informe.

ACTIVOS LÍQUIDOS	126.031
ACTIVO TOTAL	1.438.761
ACTIVO GARANTÍA GENERAL	1.237.059

Prelación	Descripción	Pasivo + contingentes (USD M)	Pasivo Acum (USD M)	Cobertura Activos Líquidos (veces)	Cobertura Activos Garantía (veces)
1	Obligaciones con el Público (hasta monto asegurado por COSEDE)	173.799	173.799	0,73	7,12
2	Obligaciones patronales, remuneraciones, utilidades, fondo de reserva, pensiones jubilares, desahucio	21.249	195.048	0,65	6,34
3	Obligaciones con el público que excede el valor asegurado	650.234	845.282	0,15	1,46
4	Valores en circulación, obligaciones financieras, derechos fiduciarios	14.650	859.932	0,15	1,44
5	Impuestos tasas y contribuciones	19.512	879.444	0,14	1,41
6	Proveedores, intereses y cuentas por pagar	209.737	1.089.181	0,12	1,14
7	Otros pasivos	83.892	1.173.073	0,11	1,05
8	Pasivos y contingentes no sujetos a prelación	17.346	1.190.419	0,11	1,04
TOTAL		1.190.419	1.190.419	0,11	1,04

Fuente: Diners Club del Ecuador (datos a junio-2015)

La tabla referencial detalla la estimación realizada por el Originador, respecto a la prelación relativa del pasivo de Diners Club del Ecuador, en un escenario en que la Sociedad Financiera se tuviera que someter a liquidación forzosa, así como el certificado del Originador en cuanto a los activos susceptibles de constituirse en garantía general, con datos a junio-2015. Dicha tabla se estructura tomando como base lo dispuesto en el artículo 315 del Código Orgánico Monetario y Financiero, vigente desde septiembre-2014.

Para el cálculo de los activos susceptibles de convertirse en garantía, se restaron del activo total, los activos e impuestos diferidos, activos gravados, activos en litigio e impugnaciones tributarias, derechos fiduciarios del emisor-originador provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros (cartera e inversiones en fideicomiso Fondo de Liquidez CFN, y depósito en garantía titularización de flujos futuros Diners II), e inversiones en acciones en compañías locales y del exterior que no cotizan en bolsa, vinculados al emisor-originador en los términos de la ley de Mercado de Valores y demás normas.

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 y contingentes del Originador. En consecuencia, de acuerdo a la certificación suscrita por el Originador, el monto emitido se encontraría dentro del límite legal establecido, respecto al valor de los activos libres de gravamen.

ANEFI S.A. (Fiduciaria)

ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos actúa como agente de manejo de la segunda titularización de flujos de Diners. La Fiduciaria se constituyó bajo la denominación

social de Administradora de Fondos y Fideicomisos Profundos 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 por parte de la Superintendencia de Compañías, para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización.

En julio-2012, Produbanco cumple las normas de la Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado, y vende su Administradora de Fondos y Fideicomisos. Los nuevos accionistas son el grupo presidido por el economista José Samaniego Ponce, que fue Gerente General de Profundos, 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 aprueba 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. ANEFI decide enfocarse en la administración de fideicomisos, encargos fiduciarios y procesos de titularización.

No se espera que este cambio tenga algún 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, la Fiduciaria sigue 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.

Posicionamiento del Valor en el Mercado, Presencia Bursátil, Liquidez de los Valores

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 Diners Club del Ecuador S.A., que se encuentra en circulación al mes de mayo-2015:

Operación	Valor USD miles	Resolución SIC	Fecha Resolución SIC	Fecha vencimiento	Calificadora de Riesgo	Calificación
Fideicomiso Segunda Titularización de Flujos	50.000	Q.IMV.2011.1895	02-may-11	17-jun-18	BWR	AAA
Papel comercial	120.000	Q.IMV.2013.3613	22-jul-13	12-jul-15	BWR	AAA

Fuente: Diners Club del Ecuador

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones de riesgo no constituyen una recomendación para comprar, vender o mantener un valor; tampoco constituyen una garantía del pago del mismo. Las calificaciones de riesgo no implican una opinión respecto de la estabilidad de su precio de mercado, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en este. Todos los derechos reservados. ©® BankWatch Ratings 2015.