

Calificación Inicial  
 Titularización de Flujos Futuros

**Segunda Titularización  
 De Flujos Futuros Diners**

**Calificación**

Tipo Instrumento	Calificación
Serie A	AAA
Serie B	AAA
Serie C	AAA

**Descripción de la Estructura**

	Serie A	Serie B	Serie C
Monto emisión autoriz	USD 15 MM	USD 10 MM	USD 25 MM
Plazo total	720 días	1440 días	2520 días
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

**Contrapartes Relevantes**

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

**Administración Fiduciaria:** PRODUFONDOS

**Estructuración Financiera y Legal:** PICAVAL S.A.

**Colocación:** PICAVAL S.A.

**Punto de Equilibrio:** Cumplido

**Contactos**

Patricia Pinto (593 2) 222 23 23  
[pintop@bankwatchratings.com](mailto:pintop@bankwatchratings.com)

Carlos Ordóñez (593 2) 254 83 93  
[carlosordonez@bankwatchratings.com](mailto:carlosordonez@bankwatchratings.com)

**RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN**

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings ha decidido otorgar a las series A, B y C que emitirá el **Segundo Fideicomiso Mercantil de Titularización de Flujos Diners**, la calificación de 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.**”

La calificación otorgada es una calificación local que indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano, por lo tanto no incorpora el Riesgo País ni los efectos que se generarían por cambios en la política monetaria y/o cambiaria.

La decisión del Comité se fundamenta tanto en la holgada cobertura de los flujos titularizados frente a las obligaciones asumidas por el Fideicomiso, como en el análisis de la probabilidad de continuidad como negocio en marcha de Diners Club del Ecuador, que se considera consistente con la calificación otorgada.

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

Los flujos titularizados corresponden a un porcentaje del derecho de cobro a los tarjetahabientes Diners por los consumos y demás cargos asociados a su tarjeta de crédito. En un escenario conservador, los flujos trimestrales representarían en promedio 6.4 veces la provisión mensual requerida para el pago de los dividendos de todas las series.

En nuestro criterio, la estructura protege a los inversionistas del desvío de flujos por parte del Originador, ya que estos serán entregados directamente al Fideicomiso por parte de Banco Pichincha, principal institución recaudadora. El Originador ha comunicado expresamente a esta institución que la instrucción solamente podrá ser modificada por la fiduciaria, como representante legal del Fideicomiso. Banco Pichincha ha aceptado por escrito dicha instrucción.

La deuda con prelación de flujos futuros (considerando el saldo insoluto del primer

**FECHA COMITE: Septiembre 08, 2010**

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.

fideicomiso de titularización de flujos futuros de Diners y el monto autorizado de la presente titularización) representaría el 12% del pasivo, porcentaje bajo que nos permite reflejar tal prelación dentro de la calificación de las estructuras.

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 de Diners Club del Ecuador S.A. al Fideicomiso está realizada 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 partir de la fecha de constitución del fideicomiso y mientras este se encuentre vigente.

▪ **ENTORNO ECONÓMICO**

Ver anexo 1

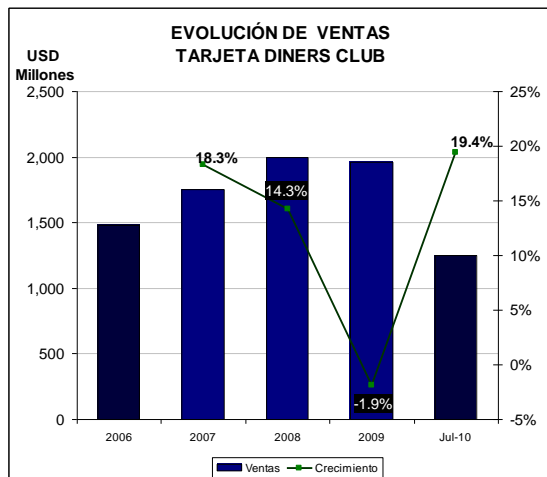
▪ **ANÁLISIS SECTORIAL**

Ver anexo 2

▪ **ANÁLISIS DE LA TITULARIZACIÓN**

**Análisis del Activo Titularizado**

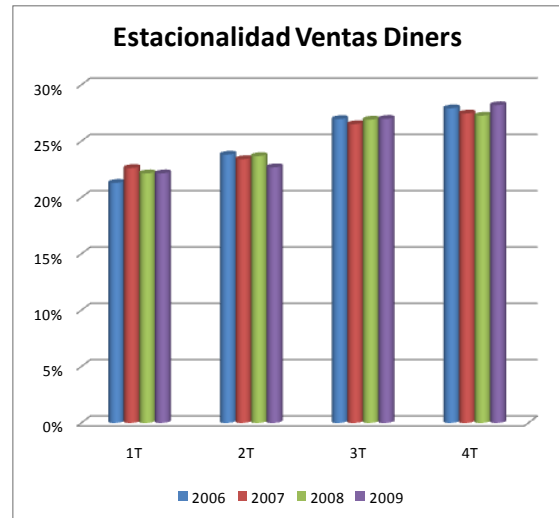
La principal fuente de pago del Fideicomiso lo constituye el derecho de cobro presente y futuro de los pagos de los tarjetahabientes Diners por sus consumos y demás cargos relacionados.



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

En el año 2009, la ventas decrecen en 1.9%, debido principalmente al entorno económico de ese año y la estrategia aplicada por la Sociedad. En el 2010, se aprecia una recuperación importante del nivel de ventas, reflejando en cambio la recuperación

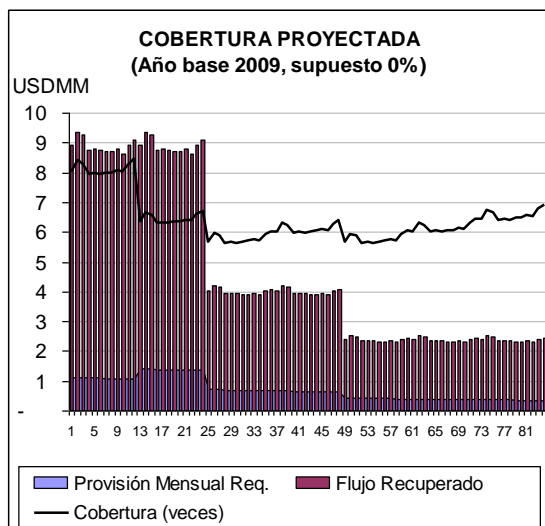
económica del País. A inicios de año, la Sociedad se planteó un crecimiento en su facturación de 9.85%, lo cual probablemente sea superado si se mantiene la tendencia observada en el primer semestre del 2010.



Dentro del año, las ventas muestran estacionalidad, registrándose mayores consumos conforme se acerca el fin de año. La Tarjeta no maneja actualmente crédito rotativo, por lo que aproximadamente el 47% de su cartera es de cobro corriente.

Del monto facturado mensualmente, se cobra sin retrasos aproximadamente el 90.8%. La diferencia se vuelve a facturar en el siguiente mes, a la vez que se ejecutan labores tendientes a su recuperación.

Para analizar la cobertura de los flujos que recibirá el Fideicomiso respecto a los recursos que necesita para honrar los pagos a los inversionistas, se ha tomado como base la recuperación de la facturación del año 2009, suponiendo adicionalmente un crecimiento de 0% durante el tiempo de vigencia de la emisión. A estos valores se les multiplicó por el porcentaje del derecho de cobro titularizado, el cual es de 5.15% para los primeros 24 meses, 2.32% desde el mes 25 hasta el 48, y de 1.38% desde el mes 49 en adelante.



Nota: Supone en todos los períodos la colocación total de las series, y una tasa pasiva referencial de 4.25% para el reajuste de la tasa de interés de las series emitidas.

La cobertura mensual de los flujos bajo el escenario expuesto sería en promedio de 6.4 veces, nivel holgado que en nuestro criterio protegería al Fideicomiso de escenarios extremos de reducción en la facturación de la tarjeta, siendo esto consistente con la calificación otorgada a la titularización.

La cobertura es poco sensible a las variaciones en la tasa pasiva referencial. Por ejemplo, si la tasa de interés se duplicara, esta solamente bajaría a 5.9 veces.

Si es que se realiza el análisis de cobertura de forma trimestral, en consistencia con el plazo de los dividendos, la cobertura se mantiene consistente a la calificación otorgada.

<b>ANÁLISIS DE COBERTURA TRIMESTRAL</b>			
<b>FLUJO AÑO BASE - 2009 (Supuesto 0% crecimiento)</b>			
	<b>24 meses</b>	<b>48 meses</b>	<b>84 meses</b>
Cobertura mínima	6.30	5.65	5.65
Cobertura máxima	8.25	8.25	8.25
Cobertura Promedio	7.28	6.61	6.42

**Análisis de la Garantía General**

Al tener garantía subsidiaria del Originador, el Fideicomiso, además de las garantías específicas de la estructura, se beneficia de la garantía general del Originador.

A continuación se muestra el cuadro de relación entre las emisiones del Originador (incluyendo sus titularizaciones) y los activos libres de gravamen:

(\$MILES)	jul-2010	Activos Restring	Activos Libres	Activos Diferid	Activos Gtía General
<b>ACTIVOS</b>					
Depositos en Instit. Financ.	68,278		68,278		68,278
Inversiones Brutas	5,862	13,580	-7,717		-7,717
Cartera Productiva Bruta	655,082		655,082		655,082
Otros Activos Product. Br.	76,702		76,702		76,702
<b>Total Activos Productivos</b>	<b>805,924</b>		<b>792,345</b>		<b>792,345</b>
Fondos Disp. Improductivos	9,856		9,856		9,856
Cartera en Riesgo	35,170		35,170		35,170
Activo Fijo	3,589		3,589		3,589
Otros Activos Improductivos	30,143		30,143	1,885	28,258
Total Provisiones	-88,564		-88,564		-88,564
<b>Total Activos Improduct.</b>	<b>78,757</b>		<b>78,757</b>		<b>76,873</b>
<b>Total Activos</b>	<b>796,118</b>	<b>13,580</b>	<b>782,538</b>	<b>1,885</b>	<b>780,654</b>
<b>Valores en circulación y por emitirse:</b>					
Programa de Papel Comercial (monto autorizado)					50,000
Obligaciones Generales (monto autorizado)					20,000
Primera Titularización de Flujos Futuros					29,233
Segunda Titularización de Flujos Futuros (por Emitir)					50,000
<b>Monto Total emisiones:</b>					<b>149,233</b>
<b>Valores / Garantía General</b>					<b>19.1%</b>

Como se observa en el cuadro anterior, la relación valores en circulación/garantía general es baja en relación al límite legal de 80%.

Debe tomarse en cuenta que la operación del caso tiene prelación sobre los flujos generados por las cuentas por cobrar de Diners Club del Ecuador pero que en relación al activo todo el pasivo que no tiene garantía específica tiene el mismo grado de prelación después de Ministerio de Finanzas, IESS y empleados.

**ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN**

**Descripción del Activo Subyacente**

La principal fuente de pago de las series emitidas por el Fideicomiso son los flujos futuros de los derechos de cobro que el Originador aporta al Fideicomiso y que consisten en porcentajes de la totalidad de los derechos de cobro que se generan por el uso de la tarjeta Diners. Los derechos de cobro están constituidos por los derechos que tiene y que tendrá en el futuro Diners, a recibir de parte de los tarjetahabientes, por los pagos correspondientes a la cartera, así como los derivados de servicios, pagos a terceros, emisión de estado de cuenta y otros costos o tarifas que deban asumir los tarjetahabientes, de conformidad con las estipulaciones constantes en los contratos de emisión.

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

<b>Período (meses desde emisión)</b>	<b>%</b>
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 alrededor del 95% de los flujos de Diners generados por este concepto. Existen otros bancos recaudadores, quienes mantienen calificaciones al menos de A y quienes por mandato del Fideicomiso deben entregar al Administrador Fiduciario los flujos que este los requiera en caso de que fuera necesario.

La recaudación de los consumos se realiza a través de distintas instituciones recaudadoras, entre las que resalta Banco Pichincha, quien recibe en promedio alrededor del 95% del monto recuperado.

El Originador deberá instruir al Banco Pichincha que transfiera los fondos correspondientes a los derechos de cobro titularizados a la cuenta del Fideicomiso, diariamente. En dicho documento debe establecerse que la instrucción únicamente podrá ser modificada, cambiada, terminada o cancelada por expresa disposición de la fiduciaria. Adicionalmente, el Banco Pichincha deberá emitir una comunicación aceptando tal instrucción.

En el supuesto improbable de que los fondos recaudados del Banco Pichincha no fueran suficientes, Diners a través del Fideicomiso le otorga al Administrador Fiduciario el poder irrevocable y suficiente para que pueda instruir a los otros bancos recaudadores para que entreguen los fondos correspondientes para completar el porcentaje de los derechos de cobro titularizados.

El Fideicomiso cuenta con los siguientes mecanismos de garantía:

1. **Exceso de flujos de fondos:** Los flujos titularizados son superiores a los derechos reconocidos a favor de los inversionistas, en virtud de los valores Diners Club. El porcentaje de los derechos de cobro que se transfieren al fideicomiso se indicó anteriormente.

El exceso de flujos supera holgadamente la cobertura de 1.5 veces el índice de desviación de los flujos calculado por el estructurador financiero.

2. **Fondo de Reserva:** Este fondo está destinado al pago a los inversionistas, cubriendo el riesgo de falta de liquidez en el Fideicomiso Mercantil. Dicho fondo se forma inicialmente con los recursos provenientes de la colocación de los valores Diners Club emitidos. La reposición del fondo, de requerirse, se realizará con los recursos que ingresen en el Fideicomiso Mercantil, en virtud de los derechos de cobro aportados. El monto de este fondo debe representar el 25% del siguiente pago (capital + interés) de todas las series vigentes.

3. **Garantía Subsidiaria:** Consiste en que el Originador garantiza subsidiariamente a los inversionistas de la presente titularización. Para la aplicación de esta cláusula, la Fiduciaria deberá determinar, con al menos 15 días antes del vencimiento cada dividendo, si es que los flujos titularizados serán suficientes para cubrir el pago de los valores emitidos.

Si es que el Fideicomiso cayere en mora de pago de los valores, se activará la garantía subsidiaria y la obligatoriedad del pago por parte de Diners, que deberá cubrir los pasivos del Fideicomiso. Una vez que el Fideicomiso contare nuevamente con los flujos suficientes para el pago de los valores la obligación de pago por efecto de la garantía subsidiaria se suspenderá hasta que nuevamente se produzca la insuficiencia de flujos y así sucesivamente.

#### **Inversión de Excedentes:**

Las instituciones recaudadoras seleccionadas (inicialmente Banco Pichincha) deben depositar diariamente los flujos que se generan por los consumos de la tarjeta Diners en el porcentaje titularizado, directamente en las cuentas del Fideicomiso.

Las cuentas corrientes o de ahorros, son manejadas únicamente en instituciones financieras del país que tienen por lo menos calificación de riesgo AA- en la escala local o la calificación al menos de BBB en escala internacional en el caso de instituciones financieras del exterior. Las cuentas abiertas son las necesarias para la correcta administración de los dineros que son de propiedad del Fideicomiso Mercantil.

Los recursos líquidos que existen en el Fideicomiso, pueden ser invertidos hasta su totalidad, en títulos valores o en opciones de inversión que concuerden con las fechas de cumplimiento de las obligaciones del Fideicomiso, siempre y cuando pertenezcan a emisores o entidades distintos al Originador, que estén aprobados por éste y que tengan al menos calificación de riesgo AA+ en la escala local o una calificación al menos de A en escala internacional para el caso de inversiones en el exterior. Si Diners no se pronuncia en tres días hábiles luego de requerido para efectos de aprobar dichas inversiones, la Fiduciaria podrá seleccionar la opción de inversión que considere más conveniente, teniendo en cuenta que cumpla con al menos las calificaciones antes mencionadas.

#### **Orden de Prelación**

Los flujos recibidos deben ser utilizados, hasta con un día hábil de posterioridad a su recepción en las cuentas del Fideicomiso, de acuerdo al siguiente orden de prelación:



1. Aprovisionar los recursos necesarios para la reposición del Fondo Rotativo (gastos del Fideicomiso)
2. Aprovisionar los recursos necesarios para realizar o completar el requerimiento de provisiones mensuales para el pago de los intereses de los valores emitidos.
3. Aprovisionar los recursos necesarios para realizar o completar el requerimiento de las provisiones mensuales para el pago del capital de los valores emitidos.
4. Aprovisionar los recursos necesarios para la reposición del Fondo de Reserva
5. Devolver al originador el remanente de los flujos siempre y cuando no se activen causales de retención de flujos o redención anticipada de títulos.

Con cargo a la provisión realizada en los numerales 2 y 3 y de ser insuficiente, utilizando el fondo de reserva y los flujos retenidos de existir, el fideicomiso pagará los dividendos de los títulos emitidos.

Es importante indicar que la estructura prevé que, dentro de cada período mensual, si es que la Fiduciaria completa los recursos que se requieren para completar el fondo rotativo, fondo de reserva, y la provisión para el próximo dividendo de las series emitidas, esta debe instruir a la institución recaudadora la suspensión de las transferencias hasta el inicio del próximo mes, siempre que no se ponga en riesgo el cumplimiento del objeto del Fideicomiso.

#### Causales de Retención de Flujos Excedentes

Los causales de retención de los flujos excedentes, pertenecientes al originador implica que no se devolverá el exceso de flujos de fondos que existan en virtud de los porcentajes de los derechos de cobro aportados, hasta alcanzar un monto máximo del 70% del monto total que esté pendiente de pago por concepto de capital e intereses derivados de los valores Diners Club. En caso que durante la Retención de Flujos se produjera alguna de las causales de Redención Anticipada, se procederá de conformidad a lo estipulado para dicho evento. Si se superan las causales que han dado lugar a la Retención de Flujos, bajo las condiciones determinadas en el contrato de fideicomiso, los recursos que se hayan retenido serán devueltos al Originador.

Los causales de retención de Flujos son los siguientes:

- Si la Fiduciaria encuentra que los flujos titularizados mensuales generados y efectivamente recibidos por el Fideicomiso, en virtud del porcentaje de derechos de cobro

aportado por el Originador, registran un nivel inferior a 2.5 veces las provisiones requeridas mensualmente para el próximo pago de capital e interés de todos los valores Diners Club vigentes, durante tres meses consecutivos. Se continuará con la devolución de los fondos inmediatamente cuando los niveles de cobertura de las provisiones requeridas regresen a niveles de 4.7 veces.

- Si la Fiduciaria identifica que el Originador muestra una pérdida operativa neta y/o una pérdida neta en cuatro trimestres consecutivos. Se mantendrá la retención hasta que el Originador muestre una utilidad operativa neta y una utilidad neta en cuatro trimestres consecutivos.
- Si la fiduciaria, a través de información recibida del originador y/o a través de la Superintendencia de Bancos y Seguros, encuentra que existe el riesgo de que el originador no cumpla con sus emisiones de valores colocadas en el mercado de valores. La retención se mantendrá hasta que estas situaciones sean superadas.
- Si la Fiduciaria, a través de información recibida del Originador y/o a través de la Superintendencia de Bancos y Seguros, encuentra que existe el riesgo de que el Originador sea sometido a un proceso de regularización, disolución y liquidación forzosa, y/u otros similares que pongan en riesgo la continuidad de la operación del Originador. La retención se mantendrá hasta que estas situaciones sean superadas.

#### Causales de Redención Anticipada

Los Causales de Redención Anticipada son los siguientes:

De darse los siguientes causales de redención anticipada, el 100% de los flujos serán retenidos por el fideicomiso y utilizados para prepagar las emisiones:

- Si la Fiduciaria encuentra que los flujos titularizados mensuales generados y efectivamente recibidos por el Fideicomiso, registran un nivel inferior a 1.5 veces las provisiones requeridas mensualmente para el próximo pago de capital e interés de todos los valores Diners Club vigentes, durante tres meses consecutivos, salvo que el Originador deposite mensualmente en la cuenta del fideicomiso, hasta por un máximo de tres meses consecutivos, la suma suficiente para que la cantidad de recursos en el Fideicomiso cubran las provisiones requeridas en 4.7 veces.



- Si la Fiduciaria identifica que el Originador tiene una pérdida operativa neta y/o una pérdida neta en seis trimestres consecutivos.
- Si el Originador incumple con el pago de sus emisiones de valores colocadas en el mercado de valores.
- Si el Originador es sometido a un proceso de regularización, disolución o liquidación forzosa, y/u otros similares; y/o ha adoptado resoluciones de disolución y liquidación voluntaria, concurso preventivo, y/u otros similares.
- Si la Fiduciaria, a través de información recibida del Originador y/o a través de información de la Superintendencia de Bancos y Seguros, identifica que el Originador ha incumplido con la liquidez estructural mínima definida por la Superintendencia de Bancos y Seguros por más de diez días hábiles dentro de un determinado mes calendario.
- Si la Fiduciaria, a través de información recibida del Originador y/o a través de información de la Superintendencia de Bancos y Seguros, identifica que el Originador ha presentado un patrimonio técnico menor al 10%, visto de manera mensual, durante tres meses consecutivos.
- Si la Fiduciaria, a través de información recibida del Originador y/o a través de información de la Superintendencia de Bancos y Seguros, identifica que el indicador de Capital Libre del Originador ha sido negativo, visto de manera mensual, durante tres meses consecutivos.

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

Del análisis de la capacidad del originador para mantenerse como empresa en marcha generadora de los flujos titularizados, se concluye que la calificación de los flujos futuros titularizados es consistente con la calificación otorgada a las series emitidas por el presente Fideicomiso y superior a la calificación global de AA+ en escala local que Bankwatch ratings ha otorgado a Diners Club.

El monto autorizado de la presente titularización, en conjunto con el saldo insoluto de la primera emisión (USD 29.2 MM a julio-2010), representaría aproximadamente el 12% del pasivo de Diners, porcentaje bajo que permite que se reconozca la prelación que tienen las titularizaciones frente a la demás deuda de la Sociedad.

El análisis de continuidad del negocio incorpora la expectativa que en un escenario de estrés elevado, la Sociedad continúe como empresa en marcha aún si es que la capacidad de pago de sus obligaciones generales se viera limitada. Consideramos que en caso de necesidad la Sociedad recibiría soporte externo.

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

Diners Club del Ecuador es la cabeza del Grupo Diners, séptimo grupo financiero más importante a nivel nacional medido por el monto de sus activos. Su principal accionista es también el accionista mayoritario del Banco Pichincha, banco más grande y antiguo del País. El grupo Diners y el grupo Pichincha pertenecen al mismo grupo económico aunque son grupos financieros distintos.

La principal actividad de la Sociedad Financiera es la organización, promoción y explotación de tarjetas de crédito expedidas en el Ecuador, con la franquicia de The Diners Club Internacional Ltd. Su experiencia de 40 años en el mercado le ha permitido posicionarse como la tarjeta de crédito líder del mercado, con más de 29,000 establecimientos afiliados a nivel nacional.

La tarjeta Diners es líder en facturación a nivel nacional, con ventas que en el 2009 representaron aproximadamente el 3.8% del PIB y el 5.6% del consumo de los hogares ecuatorianos, atendiendo a alrededor de 191,000 tarjetahabientes principales y 95,000 tarjetahabientes adicionales.

Se reconoce la capacidad técnica y proactividad de la Administración, cuyas estrategias y procedimientos le permiten mantener una posición fuerte en el mercado pese a la creciente competencia en el sector, que ha logrado captar gran parte del endeudamiento con tarjeta a nivel nacional.

Para mayor detalle sobre el Originador, revisar el informe global de Diners, el cual se encuentra disponible en nuestra página web.

**Mercado de Tarjetas de Crédito**

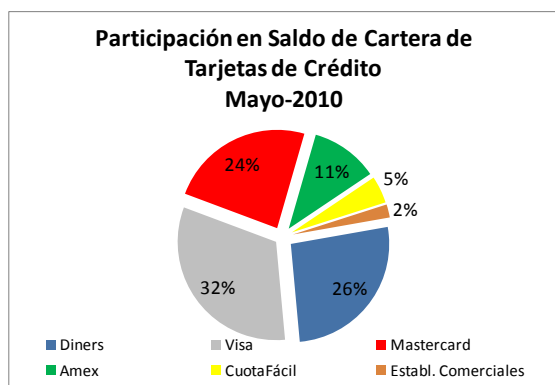
Según información de la SBS a junio del 2010 existen en el Ecuador 1.9 millones de tarjetas de crédito vigentes, lo que en relación a la población económicamente activa (PEA) Urbana del Ecuador (4.4 millones a marzo-2010 según INEC) representa una cobertura de 43%. Si calculamos este indicador con la PEA Urbana Ocupada (4.1 millones), la cobertura se incrementaría a 46%.

Por otro lado, de acuerdo a datos de la Superintendencia de Bancos y Seguros, en el 2009 se habrían realizado consumos con tarjeta de crédito por alrededor de USD 5,000 millones, lo que representa alrededor del 14% del consumo de los hogares.

Considerando estos indicadores, se concluye que existe potencial para el crecimiento en tarjetas habientes y ventas con tarjeta de crédito, aunque con mayor dificultad para aquellas enfocadas en un segmento económico medio-alto y alto.

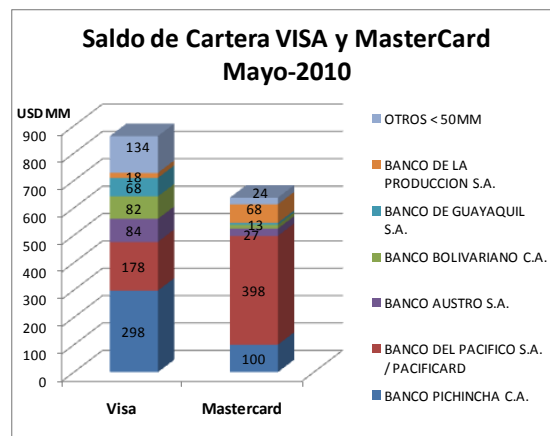
El mercado de tarjetas de crédito está constituido por la tarjeta de crédito Dineros, líder en el mercado medido por su facturación; las tarjetas VISA, Mastercard y American Express; y en una proporción menor, por la tarjeta local CuotaFácil y las tarjetas emitidas por establecimientos comerciales. Mientras que Dineros es emisor exclusivo de su tarjeta, las tarjetas VISA, Mastercard son emitidas por distintos bancos a nivel local.

Al ser una tarjeta de consumo, Dineros mantiene un menor volumen de cartera en relación a su facturación, por lo cual al comparar los saldos de cartera de cada institución aparece como segundo en participación en el mercado. No obstante, esta tarjeta es la que mayores ventas presenta (USD 1,962 millones en 2009). En el mismo período, la facturación de Pacificard llega a USD 883 millones.



Fuente: SBS  
 Elaboración: BWR

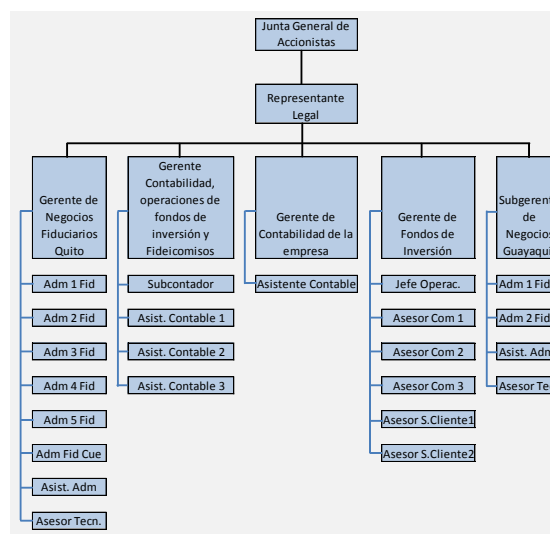
Pacificard y Banco Pacífico, como grupo, mantienen el liderazgo en la emisión de tarjetas Mastercard (participación de 62%) y se encuentran en segundo lugar en la marca VISA (21%), después de Banco Pichincha (35%). Estos indicadores son calculados con base a su participación en el saldo de cartera de tarjeta de crédito a mayo-2010.



Fuente: SBS  
 Elaboración: BWR

**PRODUFONDOS (Fiduciaria)**

La Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos actúa como agente de manejo de la presente titularización. Esta institución forma parte del Grupo Financiero Producción, cuya cabeza es Banco Prodbanco; este último tiene una calificación emitida por Bankwatch Ratings de AA+ en escala local.



Produfondos se constituyó mediante escritura pública otorgada el 4 de marzo de 1994 ante la Notaría Décimo Octava del cantón Quito, Dr. Enrique Díaz Ballesteros, inscrita ante el Registro Mercantil del mismo cantón el 29 de marzo del mismo año, bajo la denominación social de compañía Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A. con un plazo de duración de 50 años.

La empresa fue autorizada para operar como Administradora de Fondos y Fideicomisos por parte de las Superintendencias de Compañías mediante Resolución No. 94.1.8.AF.005 del primero de julio de 1994. Mediante Resolución No. SCQ.IMV.02.006 del 18 de octubre del 2002



Profundos es autorizada para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización por parte de la Superintendencia de Compañías.

Profundos cuenta con personal técnico, una administración con experiencia, y respaldo del grupo financiero al que pertenece. Con respecto a su infraestructura tecnológica, utiliza el sistema fiduciario GESTOR, especializado en la administración de fideicomisos, fondos de inversión, de pensiones, titularización y activos de carteras, bajo una estructura parametrizable.

Al momento la institución administra cinco titularizaciones de flujos, entre la que se encuentra la primera titularización de flujos de Diners, lo cual aporta a la experiencia de la empresa en este tipo de transacciones.

Consideramos que la empresa posee la capacidad técnica y experiencia para desempeñar adecuadamente su función de Administradora del Fideicomiso.



## ANEXO 1

## ENTORNO ECONÓMICO

Indicadores de la economía ecuatoriana:

	2006	2007	2008	2009
PIB (Mill 2000)	21.962	22.410	24.032	24.119
Inc. % PIB (Mill. 2000)	4,75	2,04	7,24	0,36
Inflación	2,87	3,32	8,83	4,31
Deuda Públ. Ext. /PIB	24,7	23,9	19,2	14,4
Cta. Cte. /PIB	3,9	3,6	2,3	-3,1
Resultado Global /PIB	3,3	2,1	-0,4	-3 prov.

Algunas perspectivas de crecimiento para el 2010:

AÑO	BCE	CEPAL	FMI	BM	Fitch
2010	3,4	2,5	2,5	1,8	2,5

Consideramos que la economía ecuatoriana reanudará su crecimiento en el 2010 pero a un ritmo muy lento. Nuestra opinión se respalda en la débil estructura de inversión privada con la que cuenta el país, un marco institucional también muy debilitado y una producción petrolera en declive.

Los indicadores más recientes muestran una ligera recuperación de la Economía a partir de marzo de 2010, tendencia que se espera se mantenga durante el año. La industria reporta mayor producción, el comercio mayores ventas, y el crédito en los bancos empieza a reactivarse.

Las importaciones crecen también de manera importante tanto en cuanto a bienes de consumo como en cuanto a insumos para la producción.

Esta reactivación sin embargo no incluye a las exportaciones privadas ya que el mercado internacional no ha recuperado el dinamismo anterior al 2008 y por lo tanto el crecimiento de las exportaciones privadas es más lento que el de la economía interna. Estas crecen al mismo ritmo que la inflación.

Motivos de incertidumbre en cuanto a las ventas al exterior son la relación de las principales monedas del mundo y los tipos de cambio de las monedas de Latinoamérica.

El dólar ha seguido fortaleciéndose en relación al euro; en mayo tuvo una caída particularmente importante. La situación económica de la Unión Europea y una mayor caída del euro podrá convertirse en una debilidad competitiva para las exportaciones ecuatorianas, en la medida en que se vayan ajustando las otras monedas de la región.

Tal como sucedió con los Estados Unidos, Ecuador se mantuvo al margen del TLC acordado por Colombia y Perú con la Unión Europea. El gobierno ecuatoriano propone negociaciones especiales con las economías más importantes del mundo lo cual consideramos poco probable.

Mientras tanto y en el corto plazo los principales productos de exportación ecuatorianos continuarán beneficiándose de las preferencias unilaterales. Si dichas preferencias no se prorrogan, las exportaciones ecuatorianas tendrán desventajas competitivas en relación a Colombia y Perú.

La recuperación de la economía ecuatoriana a partir de marzo de 2010, se sustenta en la permanente inyección de fondos por parte del gobierno. Dichos fondos provienen de algunas fuentes: desembolso de un crédito de la CAF por USD362M, recaudación tributaria que con respecto a abril del año anterior creció en 14.5%, mayores ingresos generados por los altos precios del petróleo que en abril se ubica en USD75.3 promedio mes por barril y el crecimiento de la deuda interna.

La mayor recaudación tributaria obedece a: tasas más altas de los impuestos indirectos, más eficiencia en la recaudación, e impuestos extraordinarios a los ingresos petroleros. Los ingresos netos por impuesto a la renta se redujeron en 5.9% en consistencia con los malos resultados del 2009.

Los altos precios del petróleo compensaron holgadamente la reducción en la producción nacional (-18% en relación al primer trimestre del 2009) permitiendo generar un superávit en la balanza comercial en marzo e incluso para los últimos doce meses.

En el primer trimestre la deuda interna termina con el mismo saldo que en 2009, pero en mayo el gobierno emite bonos por USD1.500 millones colocados en su mayor parte al IESS (USD550 millones de largo plazo).

La mayor parte de los ingresos se gastaron, incluyendo fondos de la reserva monetaria, reduciendo las cuentas atrasadas al sector público. Esto, y los créditos del gobierno con fondos del BCE a la banca pública fomentaron el crecimiento de depósitos en el sistema financiero y la consecuente originación de crédito.

Se está rezagando el gasto de inversión y capital para el 2010. Alcanzar los niveles presupuestados por el gobierno (USD5000 millones) dependerá de que se mantenga el precio del petróleo y de la habilidad del gobierno para conseguir fuentes externas de financiamiento.

El reto para la economía ecuatoriana es soportar el incremento del gasto sin fuentes estructurales de generación. Si bien el riesgo en cuanto a la sostenibilidad de la política fiscal se mantiene, consideramos que el riesgo de liquidez se lo ha transferido para el próximo año.

Fuente: BCE y Ecuador Analysis.



**ANEXO 2**

**ANÁLISIS SECTORIAL**

**SISTEMA FINANCIERO PRIVADO**

- El desempeño de la gestión operativa del sistema de bancos privados sigue siendo un reto y está totalmente ligado a las estrategias del gobierno frente al sistema y al ambiente macroeconómico que este propicie. El desafío más importante gira en torno a la generación de negocios que promuevan ingresos recurrentes y suficientes para soportar las estructuras de los bancos y fomentar su solvencia a través del fortalecimiento de los niveles de patrimonio.
- El comportamiento del sistema financiero en el 1T10 es consistente con el de la economía ecuatoriana que se ha visto alimentada por el gobierno. La importante inyección de fondos a través del gasto público y de la distribución de las reservas monetarias en forma de créditos a las IFIS públicas está fomentando la reactivación macroeconómica y la originación de crédito.
- Existe preocupación entre los agentes del mercado en cuanto a que los fondos del IESS que están depositados en el BCE y el resto de la Reserva Internacional, se estén utilizando para financiar el presupuesto del estado y robustecer a la banca pública.
- En el primer trimestre de 2010, el sistema de bancos privados del Ecuador, medido por el total de activos mostró un crecimiento antes de inflación del 4.2% con respecto a dic-10 y un 15% con respecto al mismo período del año anterior. Si bien estos crecimientos siguen siendo pequeños en relación al comportamiento del 2007 y 2008, muestran recuperación con respecto al 2009.
- Tanto la economía como el sistema financiero gozan de importantes niveles de liquidez lo cual representa una oportunidad para el financiamiento de capital de trabajo y de proyectos de inversiones para el sector empresarial. Esto también ha promovido una ligera contracción de la tasa pasiva para las captaciones a corto plazo para fomentar el retiro de los depósitos a 30 días.
- Sin embargo la demanda de crédito no ha recuperado su dinamismo y el crecimiento de los depósitos (17.3% entre marzo-09 y marzo-10) ha sido utilizado en incrementar las inversiones del sistema principalmente. La cartera de créditos se redujo a marzo-10 en

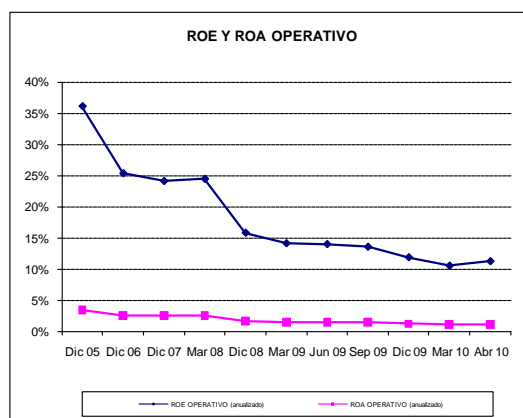
USD69 millones o 0.74% y en abril-10 ya muestra un crecimiento del 3%.

- En el trimestre a marzo-10 las obligaciones del sistema bancario crecieron en USD720 millones, de los cuales el 41.25% fueron colocados en títulos del sector público y el 35% en títulos del sector privado. Las emisiones del sector privado han servido principalmente para la restructuración de pasivos, especialmente de créditos externos y para financiar capital de trabajo. El financiamiento externo para el sector empresarial se ha reducido en USD143 millones en el primer trimestre del 2010, seguramente a consecuencia de los impuestos establecidos para la salida de capitales.
- Independientemente de la limitada demanda del crédito, a partir del régimen monetario de dolarización, el sistema financiero ha preferido mantener niveles altos de liquidez como una medida conservadora frente a las incertidumbres que debe enfrentar la economía ecuatoriana y el sistema en general. Durante el primer trimestre del 2009 la liquidez de la economía y del sistema financiero empezó a contraerse continuando con esta tendencia hasta septiembre-09.
- A partir de noviembre-09, la liquidez de la economía empieza a recuperarse reflejándose en los depósitos de la banca privada. Los especialmente altos indicadores de liquidez estructural mostrados el último trimestre del 2009 y el primer trimestre del 2010 empiezan a regresar a los niveles anteriores a los tres primeros trimestres del 2009, desde abril-10, en la medida en que se va originando nueva cartera.

	dic-08	mar-09	dic-09	mar-10	abr-10
Activos Líquidos (USD millones)	4.181	3.930	5.177	5.345	5.277
Fondos Disponibles/Depósitos de Corto Plazo	32.7%	30.6%	34.5%	34.1%	32.7%
Liquidez Estructural/Pasivos Corto Plazo	35.4%	34.4%	40.6%	40.5%	39.3%

Composición del Pasivo USD miles	dic-08	mar-09	dic-09	mar-10	abr-10
Depósitos a la vista	9.067.568	8.628.129	9.705.532	10.105.594	10.290.801
Depósitos a Plazo	3.901.747	3.751.215	4.102.947	4.383.373	4.290.675
Total Depósitos	12.969.315	12.379.344	13.808.479	14.488.967	14.581.476
Operaciones Reporto	1.134	7.997	2.602	2.513	-
Depósitos en Garantía	1.145	1.157	887	997	1054
Depósitos Restringidos	199.511	167.605	224.143	219.893	226.484
Operaciones Interbancarias	-	700	-	-	30.000
Aceptaciones en circulación	77.680	45.783	38.416	27.647	27.691
Obligaciones Financieras	707.117	775.631	762.161	715.608	721.154
Valores Circulación	10.231	12.011	8.514	49.075	64.158
Obligaciones Inmediatas	120.412	133.774	137.167	169.502	320.099
Obligaciones Convertibles y Aport.F.C	96.613	101.581	109.060	115.448	117.771
Total Captaciones	14.183.158	13.625.580	15.091.430	15.789.451	16.089.887
Cuentas x pagar	429.058	428.082	449.092	472.381	437.628
otros pasivos	103.983	95.128	115.400	114.311	130.004
Total	14.716.199	14.148.790	15.655.922	16.376.142	16.657.518

- La calidad de la liquidez de las IFIS para cumplir con su objetivo, estaría amenazada si el estado insiste en intervenir en el manejo y el destino de los fondos sin fundamentos técnicos. Es de esperarse que los niveles de liquidez del sistema se mantengan para el 2010.
- En cuanto a los resultados que genera la banca ecuatoriana, estos se mantienen a la baja. Los resultados netos que obtiene el sistema en el año 2009, son los menores obtenidos desde el año 2006. Los resultados netos a mar-10 son menores a los de mar-09 en -6.7% y anualizándolos son menores en -6.3% a los de dic-10.
- Tanto el ROA como el ROE mantienen una tendencia decreciente en consistencia con las expectativas del gobierno. A marzo-10 se ubican en 1.14% y 10.84% respectivamente, cuando en marzo 2008 estos indicadores fueron de 2.45% y 24.46% respectivamente.



- Los gastos operativos frente a los ingresos operativos, se vuelven desde mediados del 2008, cada vez más pesados, produciendo la correspondiente contracción del margen operativo que se aprieta aún más con las provisiones establecidas para cubrir el riesgo de los activos.

	dic-08	mar-09	dic-09	mar-10	abr-10
Gastos Operacionales / Ingr. Operativos Netos	82,34%	82,99%	84,72%	85,47%	84,76%
Gastos Operacionales sin Pro v/ Ingr Oper Netos	65,14%	66,54%	68,64%	71,06%	70,68%
Gasto Operacionales (Anual)/ Activos N Prom	7,67%	7,30%	6,93%	6,52%	6,55%

- Los ingresos operativos se contraen en el 2009 en -1.2%. A marzo-10 estos son menores a los de marzo-09 en -3.99% y anualizándolos serían menores a los del 2009 en -1.72%. Mientras tanto los gastos de operación de los bancos privados suben aunque a ritmos menos

acelerados que la inflación (4.13%, en 2009, 2.52% entre marzo-09 y marzo-10 y 1.74% anualizando entre dic-09 y dic-10) lo cual muestra el esfuerzo realizado para controlarlos.

- El gasto de provisiones de marzo-10 es menor en -15.83% frente a marzo 09, y anualizándolo sería menor en -12% al del 2009.
- Se esperaría que la rentabilidad del 2010 alcance al menos las mismas utilidades del 2009, considerando la reactivación económica mencionada y la liquidez del sistema financiero. Pudiera ser que el margen financiero siga presionándose por la competencia que existe más bien por el lado de los activos, lo cual presionaría la tasa activa a la baja en todos los segmentos.
- Si bien las expectativas de crecimiento están alrededor del segmento de consumo, el crecimiento registrado en abril-10 proviene principalmente en el segmento comercial.
- A continuación algunas tablas que muestran la composición y el comportamiento de la cartera de los bancos ecuatorianos:

CRECIMIENTO POR TIPO DE CARTERA	dic-08	mar-09	dic-09	mar-10	abr-10
Creditos Comerciales	20,6%	-7,2%	6,7%	-12%	4,3%
Creditos de Consumo	24,4%	-15%	3,7%	2,5%	2,1%
Creditos Hipotecarios	21,3%	15%	3,5%	-16%	16%
Creditos Micro empresa	33,2%	-7,2%	1%	-7,3%	15%
Derechos Fiduciarios Cartera	122,5%	-16,5%	-12,7%	-6,3%	-2,0%
CARTERA BRUTA	23,07%	-4,40%	4,65%	-0,74%	3,01%

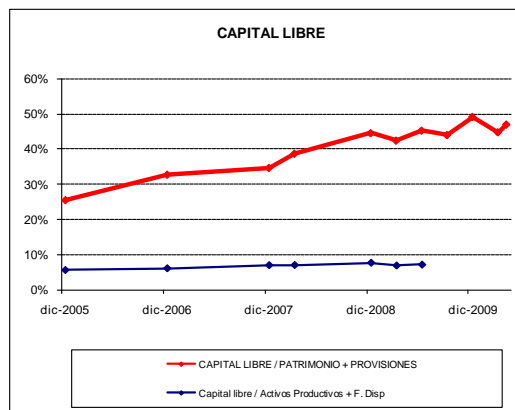
COMPOSICION DE LA CARTERA POR SEGMENTO	dic-08	mar-09	dic-09	mar-10	abr-10
Creditos Comerciales	48,3%	46,9%	46,5%	46,3%	46,9%
Creditos de Consumo	29,1%	30,0%	30,2%	31,1%	30,9%
Creditos Hipotecarios	13,5%	14,3%	13,8%	13,6%	13,5%
Creditos Micro empresa	8,6%	8,4%	8,9%	8,3%	8,2%
Derechos Fiduciarios Cartera	0,5%	0,4%	0,6%	0,6%	0,6%
CARTERA BRUTA	100%	100%	100%	100%	100%

MOROSIDAD TOTAL POR TIPO DE CARTERA (CART RESIGO / CART BRUTA DE CADA TIPO)	dic-08	mar-09	dic-09	mar-10	abr-10
Creditos Comerciales	1,76%	2,56%	2,25%	2,26%	2,25%
Creditos de Consumo	3,79%	4,94%	4,18%	5,18%	4,71%
Creditos Hipotecarios	1,16%	1,47%	1,55%	1,92%	1,83%
Creditos Micro empresa	4,42%	5,88%	3,82%	4,06%	3,84%
Cartera Fideicomitida	0,40%	2,06%	10,27%	10,48%	10,91%
TOTAL	2,49%	3,39%	2,92%	3,32%	3,13%

COBERTURA DE CARTERA CON PROVISIONES					
	dic-08	mar-09	dic-09	mar-10	abr-10
Prov. de Cartera + Contingentes / Cartera en Riesgo	229,16%	183,66%	227,20%	204,27%	213,34%
Prov. de Cartera + Contingentes / Cartera CDE	232,94%	240,20%	220,54%	218,54%	221,61%
Prov de Cartera / T. Cartera (Bruta)	5,42%	5,98%	6,37%	6,51%	6,42%

- Debemos destacar algunos temas:
- La cartera de los bancos ecuatorianos es en general de buena calidad, con tendencia a deteriorarse en los segmentos de consumo, hipotecario y microempresa.
- La cartera que se registra como cartera fideicomitida es de mala calidad y muestra una mora mayor al 10%.
- La cartera calificada CDE es menor a la cartera en riesgo en el balance consolidado de los bancos del sistema y para la mayoría de los bancos particularmente. Existen sin embargo algunos bancos cuya cartera CDE es mayor a la cartera en riesgo, lo que podría insinuar que dentro de la cartera por vencer hay cartera de alto riesgo de crédito que posiblemente ha sido reestructurada.
- La cobertura con provisiones tanto de la cartera CDE como de la cartera en riesgo para el sistema de bancos privados es adecuada a pesar de que se están constituyendo menores provisiones que en períodos anteriores.
- El fortalecimiento patrimonial de los bancos que por mucho tiempo se fomentó con la retención de parte de las utilidades, se ha detenido. Durante el primer semestre de 2010 se contrae el índice de PTC/APPR. Lo que se observa es que la calidad del patrimonio técnico mantiene una tendencia a mejorar ya que la mayor parte es TIER 1 o capital primario.

POSICIÓN PATRIMONIAL	dic-08	mar-09	dic-09	mar-10	abr-10
PTC / APPR	13,0%	13,7%	13,8%	13,4%	13,4%
Patrimonio Efectivo / APPR	10,9%	12,7%	12,8%	13,3%	13,6%
PTC / Activos y contingentes	7,4%	7,9%	7,7%	7,3%	7,3%
Activo total / Patrimonio (s)	9,66	9,21	9,37	9,66	9,74
Capital Libre (USD M)	1101.144	1068.989	1303.736	1208.061	1279.131
Capital Libre / Activ Product + F. Disp	7,0%	7,0%	7,7%	6,9%	7,1%
Capital libre / Patrimonio + Provisiones	44,5%	42,4%	49,1%	44,8%	47,0%
TIER I / Patrimonio Técnico	85,0%	97,2%	92,8%	102,1%	102,1%
TIER I / TIER II (s)	2,47	4,30	3,20	4,49	4,49
TIER I / APPR	11,0%	13,3%	12,8%	13,7%	13,7%



- El capital libre del sistema bancos privados en términos de USD se redujo con respecto a diciembre-09 y se debe a que crecieron los activos improductivos especialmente en los rubros de cartera en riesgo, cuentas por cobrar y otros activos. A pesar de que el capital libre sobre activos y en relación al patrimonio más provisiones se ajustan, como se ve en la tabla y el gráfico anteriores, el sistema sigue manteniendo un pequeño colchón para enfrentar situaciones adversas que pudieran presentarse. Los activos productivos podrían deteriorarse en alrededor del 7% y todavía tendrían la capacidad para honrar los pasivos.