

Segundo Seguimiento
 Titarización de Flujos Futuros

**Segunda Titularización
 De Flujos Futuros Diners**

Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Anterior	Calif. Actual	Ultimo Cambio
Serie A	AAA	AAA	--
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
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: Un valor

Contactos

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

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

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

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

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

CORTE INFORMACIÓN: Diciembre, 2010

FECHA COMITE: Febrero 21, 2011

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.



legal del Fideicomiso. Banco Pichincha ha aceptado por escrito dicha instrucción.

La deuda con prelación de flujos futuros (considerando el saldo insoluto del primer fideicomiso de titularización de flujos futuros de Diners y el monto autorizado de la presente titularización) representaría el 9.1% 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

▪ **HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES**

Reforma del Fideicomiso

El 8 de febrero del 2011 se realizó una reforma a la escritura de este fideicomiso de titularización, la cual incluye modificaciones que de acuerdo a nuestro criterio no tienen ningún efecto material en el riesgo de crédito de las series a emitirse.

De los cambios realizados, el más relevante es la eliminación del Fondo de Reserva como mecanismo de garantía, y su reemplazo con un Fondo de Garantía, que trabaja de la misma forma que el anterior mecanismo, pero formando parte del mecanismo de garantía de Exceso de Flujos.

Este informe incorpora el análisis de todos los cambios descritos en la referida reforma.

▪ **ANÁLISIS DE LA TITULARIZACIÓN**

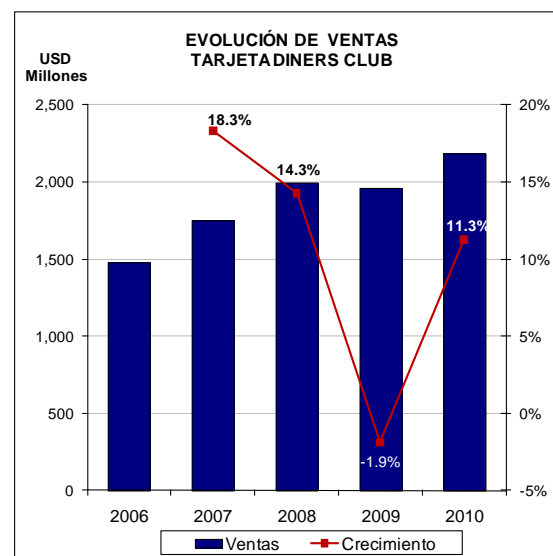
Análisis del Activo Titularizado

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.

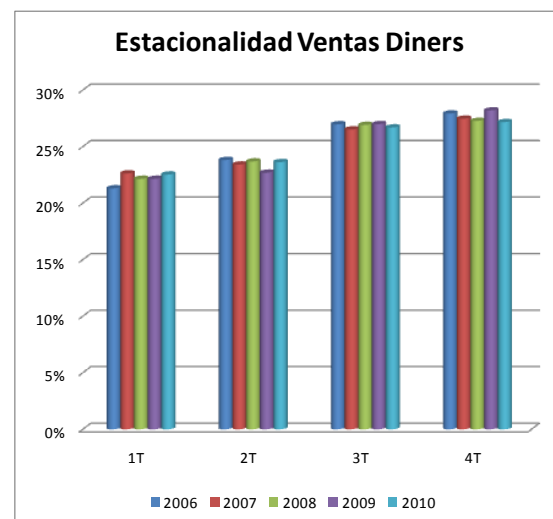
El comportamiento de las ventas de Diners proviene tanto del posicionamiento de la tarjeta en el mercado y sus estrategias de comercialización,

como del comportamiento del consumo de los hogares en el País.

En el año 2009, las 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. En el último año Diners logra un crecimiento anual en ventas de 11.3%, superando su meta de crecimiento de 9.85%.



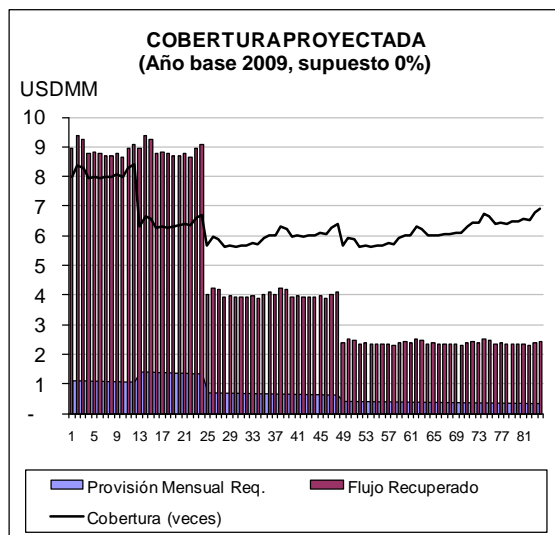
Dentro del año, las ventas muestran estacionalidad, registrándose mayores consumos conforme se acerca el fin de año. La Tarjeta no maneja actualmente crédito rotativo, por lo que aproximadamente el 47% de su cartera es de cobro corriente.



Del monto facturado mensualmente, se cobra sin retrasos aproximadamente el 91%. 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 4.30% 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.

ANÁLISIS DE COBERTURA TRIMESTRAL			
FLUJO AÑO BASE - 2009 (Supuesto 0% crecimiento)			
	24 meses	48 meses	84 meses
Cobertura mínima	6.30	5.64	5.64
Cobertura máxima	8.24	8.24	8.24
Cobertura Promedio	7.26	6.60	6.41

▪ **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 saldo insoluto de la titularización, sumado a la nueva titularización de flujos futuros que se encuentra en proceso de aprobación, representa el 9.1% de los pasivos de la Sociedad, participación que permite reconocer la prelación sobre los flujos titularizados que tiene la titularización, frente a otras obligaciones generales del Originador.

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 alrededor de 27,000 establecimientos afiliados a nivel nacional.

La tarjeta Diners es líder en ventas a nivel nacional, que en el 2010 representaron aproximadamente 3.8% del PIB y 5.8% de los hogares (3.8% y 5.6% respectivamente, en 2009). La sociedad atiende alrededor de 201,300 tarjetahabientes principales.

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 Dineros, el cual se encuentra disponible en nuestra página web.

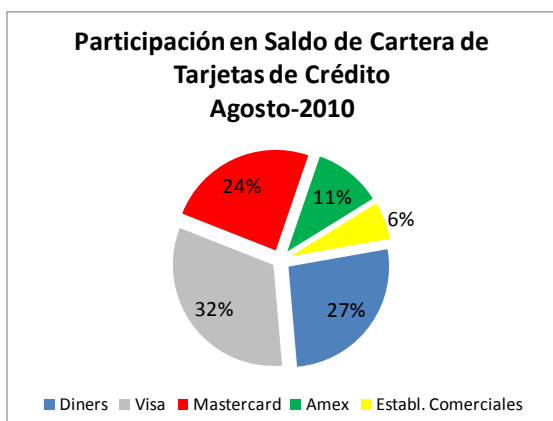
Mercado de Tarjetas de Crédito

Según información de la SBS a agosto del 2010 existen en el Ecuador dos millones de tarjetas de crédito vigentes. Las tarjetas de crédito emitidas son principalmente individuales, existiendo apenas 1% de tarjetas corporativas.

Por otro lado, de acuerdo a datos de la Superintendencia de Bancos y Seguros, en el 2010 se habrían realizado consumos con tarjeta de crédito por cerca de USD 6,000 millones, lo que representa alrededor del 16% del consumo de los hogares.

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

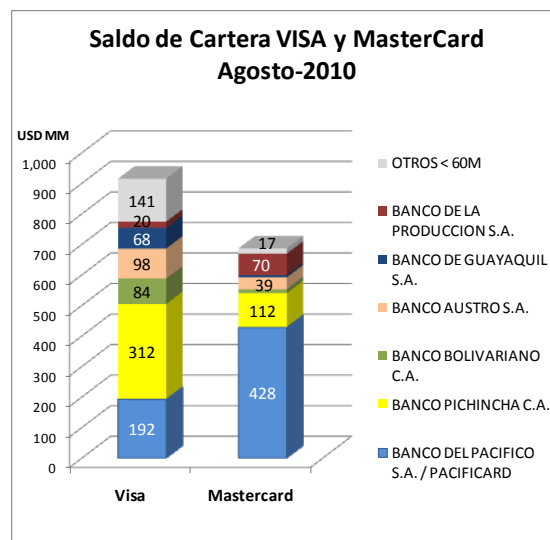
El mercado de tarjetas de crédito está constituido por la tarjeta de crédito Dineros, líder en el mercado medido por su nivel de ventas; las tarjetas VISA, Mastercard y American Express; y en una proporción menor, por tarjetas emitidas por establecimientos comerciales.



Fuente: SBS
 Elaboración: BWR

Dineros mantiene un menor volumen de cartera en relación a sus ventas, 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 mayor volumen de ventas presenta (USD 2,000 millones en 2009, USD 2300 millones en 2010).

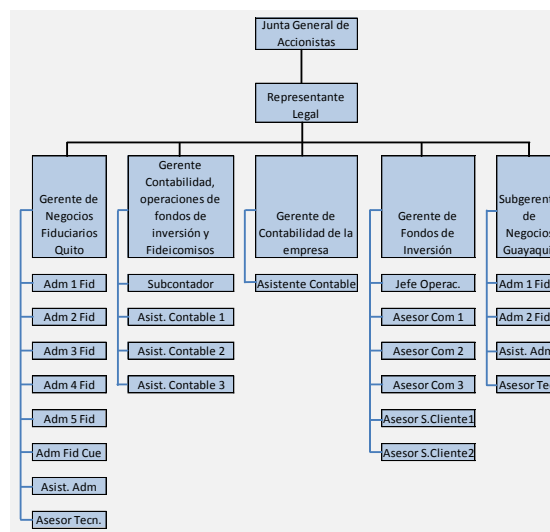
Pacificard y Banco Pacífico, como grupo, mantienen el liderazgo en la emisión de tarjetas Mastercard (participación de 62.3%) y se encuentran en segundo lugar en la marca VISA (21.0%), después de Banco Pichincha (34.1%). Estos indicadores son calculados con base en su participación en el saldo de cartera de tarjeta de crédito a agosto-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 Produbanco; 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 Produfondos es autorizada para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización por parte de la Superintendencia de Compañías.

Produfondos 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 seis 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.

▪ 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:

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 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.

Como consecuencia de este mecanismo, se constituirá un depósito de garantía, el cual tiene como objetivo mantener en el Fideicomiso una reserva en dinero en efectivo o en documentos de alta liquidez, que podrá ser utilizada para el pago de los inversionistas, en caso de que por variaciones de los flujos titularizados éstos puedan llegar a ser escasos en un momento determinado.

El depósito de garantía 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.

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. **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. Aprovechamiento de los recursos necesarios para la reposición del Fondo Rotativo (gastos del Fideicomiso)
2. Aprovechamiento de los recursos necesarios para realizar o completar el requerimiento de provisiones mensuales para el pago de los intereses de los valores emitidos.
3. Aprovechamiento de los recursos necesarios para realizar o completar el requerimiento de las provisiones mensuales para el pago del capital de los valores emitidos.
4. Aprovechamiento de 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.



ANEXO 1

ENTORNO ECONÓMICO

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

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

* Datos preliminares de PIB según BCE

** Indicador calculado con datos a septiembre-2010

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

INDICADORES PROYECTADOS

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

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

Algunos factores que han influenciado positivamente en la economía:

1. El precio del petróleo todavía se mantiene alto. Si baja a menos de USD73/b, sería un factor negativo.
2. El Gobierno ha logrado financiar la mayoría del déficit presupuestario a través de préstamos del gobierno de China y emisiones compradas por el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social.
3. Incremento en la recaudación tributaria.
4. El consumo de los hogares se seguirá beneficiando de las inyecciones de dinero a la economía a través de subsidios y del permanente crecimiento del gasto en la administración pública.

Aspectos que han afectado negativamente en la economía son:

1. La economía mundial en el segundo semestre del 2010 no se reactivó al mismo ritmo que en el primer semestre, limitando la demanda de nuestros productos y el aumento de las remesas. El déficit de la balanza comercial se incrementa en el 2010 a 3.5% del PIB.
2. En el primer semestre del 2010, la producción petrolera cae en -4.2% en relación al mismo período del año anterior y la producción de

combustible en -12,8% (obras de rehabilitación de la refinería de Esmeraldas). Si bien se nota recuperación a partir del segundo semestre, la producción petrolera habría terminado el 2010 con una caída de 1.9% respecto al año anterior. El crecimiento estable y sostenido de la producción petrolera es todavía un reto para el País, que depende de las inversiones que ha futuro se realicen en este sector.

3. La estructura de inversión privada no ha logrado fortalecerse y el marco institucional sigue siendo débil, no se ha logrado generar las fuentes necesarias de empleo ni fomentar el gasto de capital.
4. Las exportaciones no petroleras y que no dependen del gasto público ni de las importaciones se están desacelerando, en parte debido al deterioro del marco jurídico y regulatorio para la producción y exportación de productos. Es de esperarse presión adicional tanto en la balanza comercial como en la global, las mismas que al momento ya son deficitarias.

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

El reto para la economía ecuatoriana es soportar el incremento del gasto sin fuentes estructurales de generación y con alternativas limitadas de financiamiento.

La estrategia de crecimiento económico a través de los fondos del IESE, de crédito externo (que es limitado) y de impuestos adicionales no constituye una estrategia sostenible en el tiempo, por lo que tanto analistas económicos internos como externos coinciden en que el crecimiento económico del Ecuador se desacelerará a partir del 2011.

A menos que surjan fuentes adicionales de nuevo financiamiento, la economía ecuatoriana irá perdiendo gradualmente su liquidez y por lo tanto se esperaría que el volumen de ventas en el 2011 sea menor que en el 2010.

Fuentes: BCE y Ecuador Analysis
Superintendencia de Bancos y Seguros
FitchRatings-Rating Report Ecuador

Elaboración: BWR.

FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO

ANEXO 2

ANÁLISIS SECTORIAL
SISTEMA FINANCIERO PRIVADO

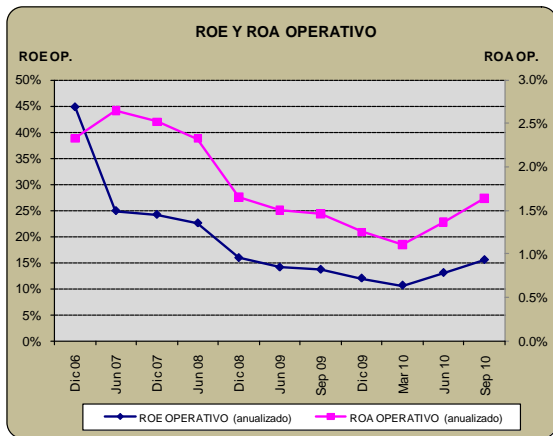
Crecimiento 3T 2009 - 3T 2010	Bancos Privados	COAC	Mutualistas	Bancos Públicos
Cartera productiva bruta	18.05%	29.31%	48.60%	32.79%
Obligaciones con el público	18.50%	32.10%	19.60%	57.18%
A la vista	22.32%	25.23%	15.51%	37.64%
A plazo	7.14%	47.43%	25.10%	69.41%
Patrimonio	10.42%	15.44%	1.25%	9.15%
Resultados	15.85%	26.80%	-44.13%	11.09%

INDICADORES a Sep-10	Bancos Privados	COAC	Mutualistas	Bancos Públicos
ROE	12.94%	10.91%	5.50%	4.80%
ROA	1.37%	1.81%	0.53%	1.61%
Margen de interés neto (NIR)	73.28%	68.49%	59.44%	79.50%
Cartera en riesgo/ T. Cartera	2.92%	3.98%	3.91%	8.57%
Cartera C+D+E/ T. Cartera	2.90%	2.57%	1.37%	6.92%
Capital libre / Activos Productivos + F. Disp	7.17%	13.39%	-10.17%	25.38%
Capital Libre / Patrimonio + Provisiones	46.77%	63.73%	-72.91%	52.41%

Fuente: Focus Financiero, Superintendencia de Bancos y Seguros
Elaboración: BWR

RENTABILIDAD

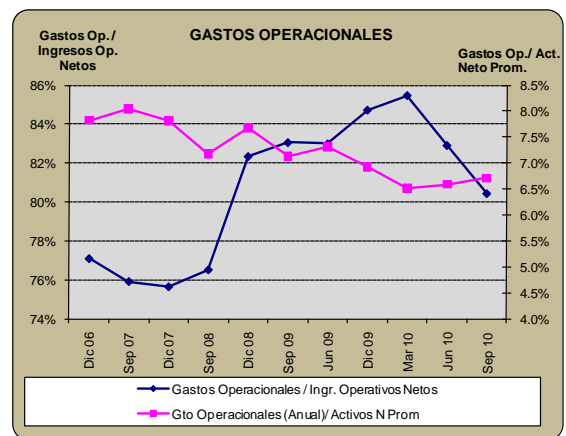
- Desde el segundo trimestre del 2010 se puede observar un repunte en la rentabilidad del sistema, apoyado especialmente por una mejor utilización de los activos productivos, mayor control de gastos y menores requerimientos de provisiones. A sep.10, los resultados del sistema fueron de USD 188 MM, que representa un crecimiento del 16% con respecto al mismo periodo un año atrás.



- El crecimiento anual de 18% en cartera bruta, con mayor incidencia en el sector de consumo, ha sido clave para sostener los niveles de rentabilidad. A esto se suma un fondeo de bajo costo por ser en su mayoría depósitos a la vista. De esta manera el margen bruto financiero llegó hasta USD 846MM, representando un crecimiento anual de 11%. A sep.10, el margen de interés neto aumentó a 73.3% comparado con el 69.8% del año anterior, gracias al crecimiento en cartera, a una disminución en obligaciones financieras y

a una reducción de la tasa pasiva más pronunciada que la activa.

- Tanto la tasa activa como la pasiva han presentado una tendencia decreciente, sin embargo, el margen entre las tasas activa y pasiva referencial ha mostrado un comportamiento variable. El margen de tasas durante el 2010 es mayor al registrado en el 2009.
- Las provisiones muestran un decrecimiento del 12% frente a septiembre del año pasado, lo que ha respaldado el rendimiento en 3T10. La participación del gasto de provisiones sobre el MON (antes de provisiones) se reduce a 41.1% en sep.10 de un promedio cercano al 50% registrado desde fines del 2008.
- El sistema bancario se ha esforzado por tener un mejor control de sus gastos operativos, siendo que el indicador de gastos de operación sobre activo neto promedio se ha reducido a 6.71% de niveles promedio de 7.12% en el 2009. A pesar del control de tasas y comisiones, se puede observar una tendencia a la baja en los últimos dos trimestres de los gastos de operación frente a los ingresos operacionales netos, determinando mejor eficiencia en el manejo administrativo.



- Hasta finales de este año se espera que el crecimiento de cartera se mantenga, sin embargo a futuro, este crecimiento podría presionar los indicadores de rentabilidad, tomando en cuenta la intención de gran parte del sistema en focalizar su desarrollo en los segmentos de consumo y microcrédito; sectores que históricamente requieren mayores provisiones.
- Si bien no se descartan nuevas políticas gubernamentales que limiten la generación de ingresos como ha sucedido en años anteriores, la necesidad del gobierno de contar con un sistema financiero sano y robusto para el desarrollo, nos lleva a pensar que nuevas



regulaciones no influirán significativamente en la rentabilidad del sistema.

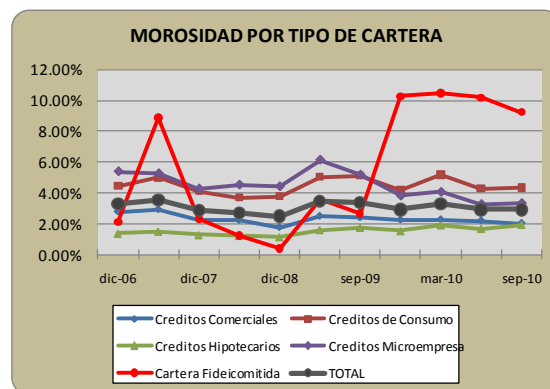
CALIDAD DE ACTIVOS

- El total de activos del sistema de bancos privados del Ecuador a sep.10 alcanza USD 19,133 MM. Dichos activos históricamente han mantenido una estructura cercana a 87% como Activos productivos, siendo los más representativos: cartera, inversiones y depósitos en instituciones financieras. La cuenta "Otros activos productivos" ha tenido una participación creciente debido a la implementación del Fondo de Liquidez (manejado por un fideicomiso en el BCE) en abril 2009. A la fecha el Fondo de Liquidez mantiene USD 488 MM.

CARTERA

- La demanda de crédito a sep.2010 ha intensificado la tendencia creciente que se viene dando durante todo el año, impulsada por un incremento de las captaciones y mejores perspectivas económicas. Esta recuperación ha estado liderada por los sectores de Consumo y Comercial y en menor proporción por créditos de Vivienda y Microcrédito.
- La efectiva gestión de los bancos (especialmente los grandes) en sus procesos de originación, han permitido mantener niveles de morosidad controlados. A pesar de los altos crecimientos en cartera en años anteriores (a excepción del 2009), la morosidad¹ total de la cartera se ha mantenido en rangos de 2.5% a 3.5%. A sep.10 la morosidad promedio del sistema es de 2.92%, sin embargo, la desviación estándar de la morosidad de las 25 instituciones a la misma fecha es de 4.3%.
- El crecimiento de la cartera en riesgo en el 2009 fue mayor que el crecimiento de cartera bruta, no obstante, en el 2010 esta tendencia se revierte. De esta manera a sep.10 la cartera en riesgo muestra un crecimiento de 1.1% comparado con sep.09. Por su parte la cartera C, D, y E ha mantenido una participación sobre cartera bruta histórica entre 2.45% y 3.11% desde el 2007, a sep.10 este indicador es de 2.90%.
- Es importante mencionar que los Derechos Fiduciarios de Cartera, si bien representan

menos del 1% de la cartera total, han mantenido un crecimiento importante en los últimos años. De esta manera mientras en el 2007 representaban USD 39MM, en sep.10 alcanzan USD 83MM. La preocupación de dicho segmento, radica en el incremento sustancial de la morosidad desde fines del 2009, llegando a 9.24% a sep.10. Cabe recalcar que en lo que va del año, diez de los veinticinco bancos mantienen valores en esta cuenta y de estos diez, cuatro representan el 75% del monto total.



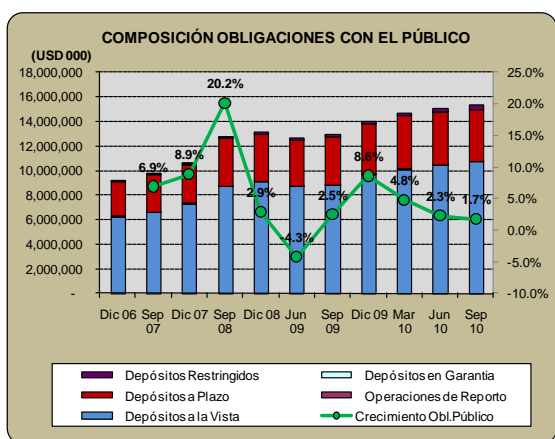
- Las coberturas de cartera en riesgo y cartera C, D, y E, históricamente han sido adecuadas con niveles promedio sobre las 2 veces. Sin embargo, dichos indicadores muestran una alta volatilidad cuando se comparan institución por institución. De esta manera podemos encontrar rangos de coberturas entre 0.37 veces y 4.5 veces. Es importante mantener coberturas relativamente altas, tomando en cuenta la característica del sistema (especialmente bancos dedicados al segmento comercial) de mantener altos niveles de concentración de deudores.
- Si bien hasta fin de año, no se esperarían cambios importantes en la morosidad de la cartera, la contracción general en los ingresos limitará la capacidad de generación de provisiones mostrada en años anteriores. De esta manera observamos que el MON antes de provisiones sobre cartera neta se ha reducido de 7.3% en el 2007 hasta 5.2% a Sep.10.

ACTIVOS IMPRODUCTIVOS

- Los activos improductivos de riesgo, (sin fondos disponibles) a sep.10 representan el 7,9% del total de activos. Vale la pena mencionar que la cuenta derechos fiduciarios ha mostrado un crecimiento importante (388% desde el 2007) llegando a USD 691MM debido a que los bancos no han colocado la totalidad de los montos aprobados para titularización.

¹ Cartera en Riesgo / Cartera Bruta Total. La Cartera en Riesgo está definida como: Cartera Vencida + Cartera que no devenga intereses.

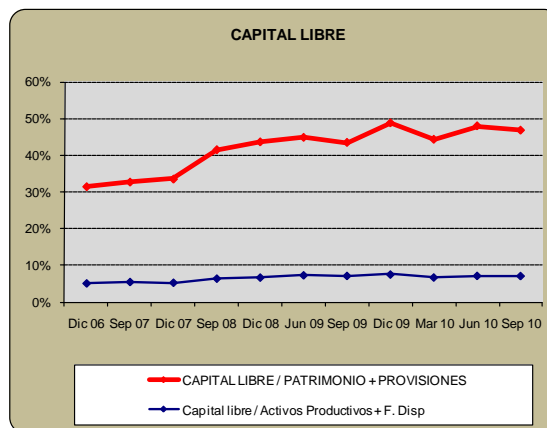
FONDEO Y LIQUIDEZ



- Las captaciones del público se mantienen como la principal fuente de financiamiento del sistema bancario privado, estas financian el 80% del activo y representan el 89% del pasivo total. En lo que va del año se puede ver una desaceleración del crecimiento de las obligaciones con el público a nivel trimestral (crecimiento 1.7%), sin embargo comparada con sep.09 observamos un crecimiento de 18.5%, en gran parte influenciado por depósitos a la vista. Este aumento, se debe a que la economía ha mostrado altos niveles de liquidez, explicados en parte por la estabilización y aumento del precio del petróleo y la inyección de recursos del gobierno provenientes de los créditos externos.
- La participación de las obligaciones financieras como fuente de fondeo se ha reducido paulatinamente hasta niveles del 4% debido a presiones en el mercado de fondos a nivel internacional.
- Después de la crisis de 1999, el sistema ha mantenido altos niveles de liquidez a costa de rentabilidad como un escudo a entornos de incertidumbre macroeconómica. A futuro se puede esperar que dichos indicadores se vean presionados al tiempo que las instituciones buscan colocar dicha liquidez en activos productivos más rentables, aprovechando un aumento en la demanda de crédito.
- Los depósitos del público mantienen un crecimiento sustancialmente mayor al de la economía.
- Una amenaza para la liquidez del sistema financiero, provendría de un posible incremento en el grado de intervención del Gobierno local en sus recursos líquidos.

CAPITAL

- El sistema mantiene una estructura patrimonial saludable, gracias a que el patrimonio se ha fortalecido históricamente a través de la capitalización de parte de sus resultados. En algunos casos el aporte al patrimonio de las IFIS ha sido decisión de los accionistas mientras que en otros casos se ha derivado de restricciones impuestas por el ente de control. Esto ha permitido mantener al capital primario como principal componente de solvencia.



- El patrimonio libre del sistema representa el 46% del patrimonio más provisiones. Sin embargo, se observa con preocupación que a la fecha tres instituciones mantienen capital libre negativo.
- El patrimonio técnico sobre activos ponderados por riesgo se ha visto ligeramente presionado en este trimestre llegando a 12.63%, sin embargo se considera un indicador adecuado tomando en cuenta los niveles de cobertura de provisiones y la buena calidad de cartera.
- Considerando que la fuente de generación interna del patrimonio tiende a contraerse, será un reto para el sistema mantener los niveles patrimoniales actuales que permitan enfrentar los riesgos esperados y no esperados.

Es de suma importancia para mantener un crecimiento saludable que el mismo venga acompañado de un fortalecimiento del patrimonio de los bancos.