

Tercer Seguimiento  
 Titularización 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](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 mantener la calificación de las series **A, B y C** emitidas por 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. Adicionalmente, se considera la baja participación de las dos titularizaciones de flujos de Diners Ecuador dentro del pasivo de la Sociedad, lo cual permite reconocer la prelación que tiene sobre los flujos titularizados.

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

**FECHA COMITÉ: Julio 29, 2011**

**CORTE INFORMACIÓN: Mayo, 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.



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 fideicomiso de titularización de flujos futuros de Dineros y el monto autorizado de la presente titularización) representaría el 7.9% 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 Dineros 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

#### ▪ PRESENTACIÓN DE CUENTAS

El análisis del presente seguimiento se realizó principalmente con base en la siguiente información:

- Documentación legal y financiera de la Titularización, incluida en la escritura de constitución del Fideicomiso, estructuración financiera y demás documentos integrantes. Información adicional sobre la estructura y el derecho de cobro titularizado a mayo-2011.
- Estados Financieros de Dineros a diciembre-2010, auditados por la empresa KPMG, con opinión limpia respecto a la razonabilidad de los mismos. La información presentada está preparada de acuerdo a las normas contables dispuestas por el Organismo de Control contenidas en el catálogo de cuentas y en la Codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros (SBS) y de la Junta Bancaria; en lo no previsto por dichas normas, ni por la citada codificación, se aplica las Normas Internacionales de Información Financiera NIIF (JB-2010-1785). Estados Financieros interinos e información

adicional solicitada sobre el Originador a diciembre-2010 y marzo-2011.

#### ▪ 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

##### Evolución de la Emisión

La oferta pública de los valores de la presente titularización fue autorizada el 2 de mayo de 2011.

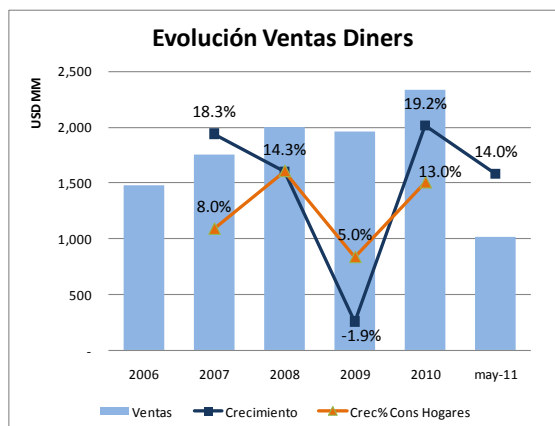
Si bien hasta el corte de este informe no se había empezado la colocación, se indica como hecho subsecuente que el 17 de junio se inició la venta de valores, concluyendo la colocación total de las series el 20 de julio del 2011.

##### 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 Dineros por sus consumos y demás cargos relacionados.

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

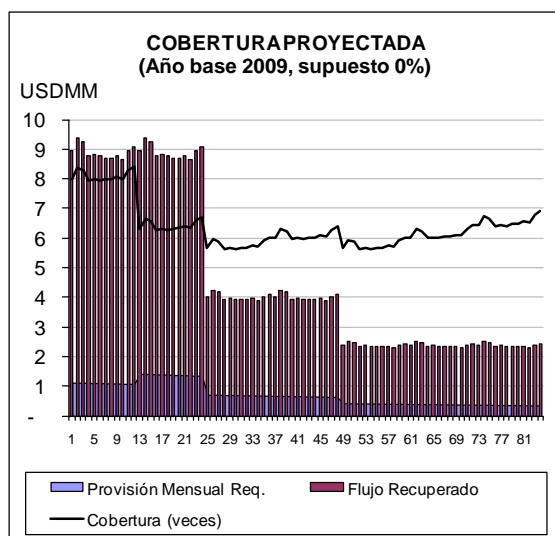
En los últimos años las ventas de Dineros han mantenido tasas de crecimiento elevadas, llegando en el 2010 a representar un 6% del consumo de los hogares ecuatorianos. El año 2009 fue un año atípico, donde las ventas de la Sociedad se contrajeron, debido tanto al entorno económico de ese año como a la estrategia de enfoque aplicada por la Sociedad en el mismo período. El crecimiento de las ventas del 2010 refleja la recuperación del consumo y la mayor apertura de Dineros, debido a las perspectivas económicas actuales.



En el 2011 DCE espera obtener un crecimiento de 15%, porcentaje que se considera alcanzable, tomando en cuenta el comportamiento de las ventas de la Sociedad en los primeros cinco meses del año, las expectativas favorables del consumo en el País, y el hecho de que las ventas históricamente son mayores conforme se acerca el fin de año.

Del monto facturado mensualmente, se cobra sin retrasos aproximadamente el 92%. 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, en la calificación inicial se tomó 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

Si es que alternativamente se considera la recaudación de Diners del año 2010 como año base, con el mismo supuesto de 0% de crecimiento en el futuro, la cobertura promedio en los 84 meses crecería a 7 veces. El exceso de flujos proyectado cubre en más de 60 veces el índice de desviación calculado por el estructurador financiero (9.48%).

▪ **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 AAA- 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 a la fecha de análisis todavía no ha sido emitido, representa el 7.9% 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 adquisición 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 26,000 establecimientos afiliados a nivel nacional.

La tarjeta Diners es líder en facturación a nivel nacional, con ventas que en el 2010 representaron aproximadamente el 6% del consumo de los hogares ecuatorianos. La sociedad atiende a más de 212,000 tarjetahabientes principales y 111,000 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.

Para mayor detalle sobre el Originador, revisar el informe global de Diners, el cual se encuentra disponible en [www.bankwatchratings.com](http://www.bankwatchratings.com).

### Mercado de Tarjetas de Crédito

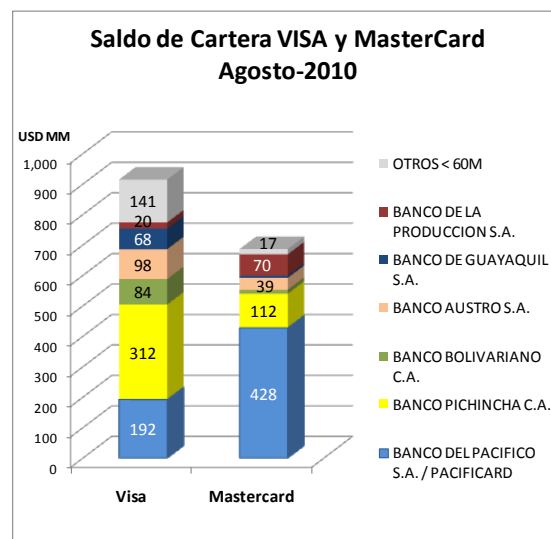
De acuerdo a la información de la Superintendencia de Bancos y Seguros, el mercado de tarjetas de crédito se compone de siete marcas, aunque cerca del 85% de la facturación se encuentra concentrada en las tarjetas Diners, Visa y MasterCard. El mercado es muy competitivo, especialmente en el segmento económico medio alto y alto, que cuenta con un alto grado de bancarización.

La tarjeta Diners es líder en el mercado local, medido por su volumen de ventas (USD 2,339 millones en 2010, USD 1,020 millones a mayo-2011), representando alrededor del 41% de la facturación con tarjeta a nivel nacional. La emisión de esta tarjeta la hace exclusivamente Diners Club del Ecuador. Cabe indicar que esta tarjeta no maneja actualmente crédito rotativo, por lo que mantiene un menor volumen de cartera en relación a sus ventas. Por este motivo el saldo de cartera

promedio que maneja es inferior al saldo de cartera de Visa.

Con respecto a las tarjetas Visa y MasterCard, estas son emitidas por distintas instituciones financieras locales, y aprovechan la franquicia de dichas marcas a nivel global. Si bien estas tarjetas han ganado una porción interesante del mercado (27% Visa y 17% MasterCard de la facturación del 2010), aún mantienen distancia respecto al posicionamiento de la marca Diners.

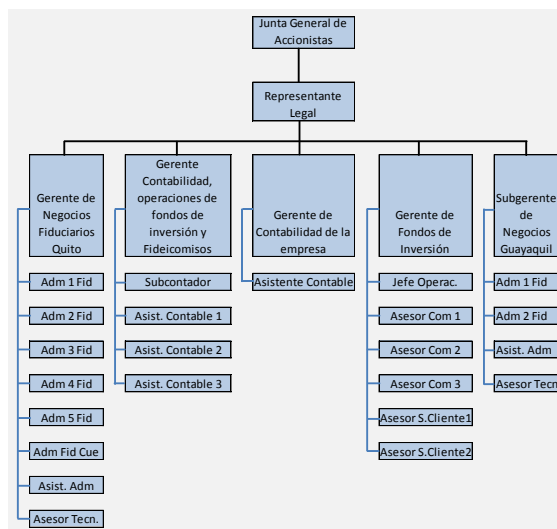
Pacificard y Banco Pacífico, como grupo, mantienen el liderazgo en la emisión de tarjetas Mastercard (participación de 62.3%) y se encuentran en segundo lugar en la marca VISA (21.0%), después de Banco Pichincha (34.1%). Estos indicadores son calculados con base en su participación en el saldo de cartera de tarjeta de crédito a agosto-2010, pues no existe información pública más actualizada desde esa fecha de corte.



Fuente: SBS, agosto-2010  
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 AAA- 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, lo cual aporta a la experiencia de la empresa en este tipo de transacciones.

La Fiduciaria mantiene reuniones periódicas con el Originador para revisar sus balances, verificando que no se incurra en ninguna causal para determinar la retención de flujos o redención anticipada.

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.

El Originador ha instruido a Banco Pichincha que transfiera los fondos correspondientes a los derechos de cobro titularizados a la cuenta del Fideicomiso, diariamente. En dicho documento se establece que la instrucción únicamente podrá ser modificada, cambiada, terminada o cancelada por expresa disposición de la fiduciaria. Adicionalmente, el Banco Pichincha ha aceptado expresamente dicha 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 Dineros, 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 Dineros 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 Dineros 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.

## ANEXO 1

## ENTORNO ECONÓMICO

Las perspectivas de corto plazo siguen siendo positivas y se esperaría estabilidad en el entorno macroeconómico. A mediano plazo surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global que pudiera contraer sus niveles de crecimiento. Por otro lado, se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público y que esto a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo.

## COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2006	2007	2008	2009	2010
PIB ( USD Mill 2000)	21962	22.410	24.032	24.19	24.983
Inc. PIB (Mill.2000)%	4.75	2.04	7.24	0.36	3.6
Inc. oferta y demanda global%		3.9	8.1	-3.6	7.4
Inflación Anual %	2.87	3.32	8.83	4.31	3.33
Deuda total del Gobierno/PIB %	32.4	30.5	25.3	19.7	23.0
Deuda externa del Gobierno/PIB %	24.7	23.9	19.2	14.4	15.2
Deuda interna del Gobierno/PIB %	7.7	6.6	6.2	5.3	7.8
Cuenta Corriente/PIB %	3.9	3.6	2.0	-0.35	-3.31
Presupuesto General del Estado/PIB %	-0.2	-0.1	-1.1	-5.07	-1.95
Ingreso Sector Público/PIB %	27.0	29.6	40.7	35.3	40.0
Gasto Corriente Gobierno/PIB %	19.1	20.1	27.2	26.8	29.20
Inversión del Gobierno /PIB %	4.7	7.5	12.9	12.8	12.5
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	65.4	72.7	97.7	64.0	84.5

El 4to trimestre del 2010 mostró un crecimiento anual del PIB muy importante del 7%. Se expanden todas las actividades sin excepción. El crecimiento del PIB en el año 2010 terminó en 3.60%, cercano a las estimaciones del Gobierno. Solamente la agricultura y la ganadería cerraron el 2010 con pequeños decrecimientos. La refinación de petróleo cayó de manera importante por el cierre de la refinación de Esmeraldas. Debe destacarse el crecimiento del PIB en las siguientes actividades económicas especialmente en relación al 2009:

sectores	2009	2010
Intermediación Financiera	170%	17.30%
Industria Manufacturera	-150%	6.70%
Comercio	-2.30%	6.30%
Construcción	5.40%	6.70%

Si al PIB añadimos el comportamiento del comercio exterior, vemos que el crecimiento económico del País, es decir de su oferta y demanda global fue del 7.4% en el 2010, mientras que en el 2009, se reduce en 3.6%. Debemos destacar el extraordinario crecimiento de las importaciones y el modesto aumento de las exportaciones:

Comercio Exterior	2009	2010
Importaciones	-11.60%	16.30%
Exportaciones	-5.90%	2.30%

El consumo de los hogares se ha recuperado a partir del segundo trimestre del 2010 y es lo que fomenta el gran incremento de las importaciones. El consumo de los hogares en el 2010, crece en 7.7%, más que en el 2008 (6.9%). En parte, este comportamiento compensa el decrecimiento en el 2009, cuando los hogares consumieron un 0.7% menos que el año anterior.

Durante el 2010 se observa que la formación de capital fijo se eleva en 10.2% cuando en el 2009 se contrae en 4.3%. La expansión del 2010 no iguala la tasa del 2008 que fue del 16.1%, y se fundamenta en el enorme crecimiento de la inversión pública.

## PERSPECTIVAS 2011

Proyecciones de Crecimiento	BCE	Fitch	Cepal	Otros
2011	5.06%	2.80%	6.40%	3.60%

\*Estimaciones FITC realizadas en Nov-2010

INFLACION ANUAL	marzo	abril	mayo
2011	3.57%	3.88%	4.23%
2010	3.35%	3.21%	3.24%

Para el 2011, el gobierno prevé una expansión del sector no petrolero en 5.6% y del petrolero en 1.6%, lo que se resume en un incremento del PIB total de 5.06%. Esta proyección se fundamenta en la inversión pública (empresas mineras principalmente) y en el gasto corriente del gobierno, lo cual alimenta el consumo de los hogares.

Dado que la expansión esperada no provendría del incremento de la producción privada, podría generarse un proceso inflacionario (ya se observa) como resultado de la insuficiencia de importaciones, limitadas por la imposición de restricciones, y de la mayor demanda de servicios.

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es aún incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

Preocupa principalmente la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye una amenaza para el sector real de la economía.

Constituye también un límite para las inversiones la situación diplomática con nuestro mayor socio comercial y una amenaza para nuestras exportaciones la culminación de la firma del TLC entre USA y Colombia.

De lo dicho se desprende que la proyección del Gobierno para el crecimiento del PIB pudiera resultar optimista a menos que se retome la inversión en el sector privado. Esto a pesar de que se estima que el consumo de los hogares crecerá en la misma proporción que en el 2010, pero que se considera será satisfecho por productos importados. Parte de la expansión en el 2010, tanto de la construcción como de las manufacturas obedeció a una compensación del comportamiento negativo del 2009, por lo que pudiera esperarse que el crecimiento de estos segmentos en el 2011 se desacelere.

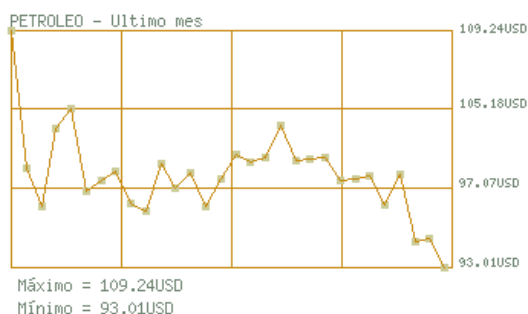


Se espera que en el 2011, el crecimiento de la economía se de en el mercado local. Las exportaciones mantendrán un crecimiento lento y las importaciones seguirán expandiéndose mientras lo permitan el precio del petróleo (precio actual por barril del crudo ecuatoriano, USD 93) y los desembolsos de los créditos externos.

### COMPORTAMIENTO DEL PRECIO DEL PETRÓLEO

Como se menciona anteriormente, la economía ecuatoriana es altamente vulnerable al precio del petróleo. El presupuesto del estado contempla un precio del crudo ecuatoriano de aproximadamente USD 75 por barril. El precio del crudo ecuatoriano se ubica entre USD 5 y USD 7 menos que el WTI.

Comportamiento del precio del petróleo WTI por barril desde mayo 4 de 2011 a junio 17 de 2011:



Los precios del petróleo internacional subieron durante algunos meses, pero los grandes actores de la economía global ahora buscan que bajen, sea con un aumento de la oferta o una reducción de la demanda.

Los países del norte industrializado lograron bajar el precio del crudo alrededor de 7 por ciento en apenas dos días, sólo con el anuncio de que sacarán 60 millones de barriles de sus reservas para ponerlo en el mercado, luego de que la OPEP no logró llegar a un acuerdo acerca de aumentar la producción para contener la escalada de precios y así ayudar a la recuperación de la economía global.

La Agencia Internacional de Energía (AIE), de los 28 países más industrializados, anunció que la medida del grupo de entregar al mercado en julio 60 millones de barriles, a razón de dos millones diarios, obedece a la “continuada interrupción en los suministros petroleros de Libia”.

Sea como fuere, la decisión de la AIE, la tercera de su tipo en 20 años, hizo retroceder los precios de los crudos marcadores en los principales mercados.

Las expectativas de menores crecimientos de algunos países, tanto emergentes como industrializados contribuirán a limitar el crecimiento del precio del barril del crudo.

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

Elaboración: BWR.



## ANEXO 2

## ANÁLISIS SECTORIAL

## SISTEMA FINANCIERO PRIVADO

En el periodo anual de marzo 2010 a marzo 2011 se puede observar un excelente desempeño del Sistema Financiero. El alto precio del petróleo aumenta los ingresos fiscales y el gasto público. Esto ha permitido mantener una economía líquida, aumentando los depósitos y operaciones de crédito con tasas (activas y pasivas referencial) relativamente más bajas que hace un año.

En este periodo la **cartera productiva bruta** creció cerca del 28%, mayor al crecimiento observado en los depósitos del público de 16.5%. El crecimiento de cartera está influenciado principalmente por Consumo (variación anual 39.2%) y Comercial (variación anual 20%); sin embargo, es importante mencionar que Microcrédito creció en 25.8% pero su participación en la cartera total todavía se encuentra por debajo del 10%. Por su parte, los **depósitos** muestran un cambio en su estructura con una disminución de los depósitos a plazo y un fuerte crecimiento en los depósitos a la vista, llegando a representar el 65% del total de pasivos. Si bien los depósitos son la principal fuente de fondeo de los bancos, en este periodo se puede observar un significativo aumento de **valores en circulación** de USD 202 MM, lo que significa que los bancos han dado importancia al fondeo mediante el mercado de valores, el cual ofrece beneficios al manejo de calce de plazos entre activos y pasivos.

La mejor optimización del activo productivo y el enfoque en el sector de consumo, permitió al Sistema un crecimiento del **Margen de Interés Neto** del 31%. Este resultado apoyado por otros ingresos financieros netos permiten obtener un **Margen Bruto Financiero** de USD 330MM; 29% mayor que marzo 2010. La mayor generación de ingresos junto a un eficiente control de **gastos de operación** ha permitido reducir la importancia de los gastos sobre los ingresos. De esta manera los gastos operacionales a mar.11 representan el 63% del ingreso operativo, mientras que hace un año alcanzaban el 71%. Por su parte las provisiones absorben cerca del 14% de los ingresos operativos netos, quedando un **Margen Operacional Neto** de USD 102 MM. Tomando en cuenta el efecto de otros ingresos/gastos e impuestos, el **Resultado del Ejercicio** muestra un crecimiento del 74% anual, alcanzando USD 88.7 MM.

La **Calidad de Cartera** ha mejorado tomando en cuenta la reducción en el indicador de morosidad (Cartera en Riesgo / Cartera Bruta) frente al año pasado (Mar.10: 3.32%; Mar.11: 2.61%), en parte influenciado por el fuerte crecimiento de cartera en los últimos periodos. A futuro, los indicadores de **morosidad** tienen una importancia preponderante tomando en cuenta los altos niveles de crecimiento de cartera y el enfoque hacia sectores históricamente con mayor morosidad (consumo, microcrédito). A la fecha, las provisiones muestran mayores coberturas sobre cartera en riesgo y cartera C,D,E, sin embargo representa un porcentaje menor con respecto al total de cartera comparado con marzo 2010.

En los indicadores de **solvencia**, si bien se observa una presión en el índice de **patrimonio técnico** debido al aumento de activos ponderados por riesgo, es importante mencionar que el nivel de **capital libre** sobre activos productivos aumenta frente a marzo 2010. A futuro será importante que los crecimientos de cartera estén acompañados de capitalización de utilidades para no desmejorar los indicadores de solvencia.

Los **índices de liquidez** del Sistema son en general altos, sin embargo, comparado con marzo 2010 se presionan debido a que parte de los fondos líquidos fueron utilizados en cartera en busca de mayores retornos. Es primordial que cada institución cuente con un plan de contingencia real y aplicable en escenarios de estrés y que mantenga niveles adecuados de concentración de fondeo para mitigar cualquier presión de liquidez.

Mientras el precio del petróleo se mantenga en niveles altos, las perspectivas a mediano plazo son buenas. A largo plazo las perspectivas son más inciertas debido a que no se ve incrementos importantes en los niveles de inversión a largo plazo. El crecimiento económico ha sido bajo en comparación a los pares y los niveles de desempleo no muestran tendencia decreciente. Todo esto en un entorno de mayor endeudamiento, donde los créditos crecen a ritmos sustancialmente mayores al crecimiento económico. A futuro, es de vital importancia el análisis de algunas economías europeas que puedan generar ruido y desacelerar la recuperación económica mundial, presionando los precios del petróleo.