

Ecuador
Titularización de Flujos Futuros
– Segundo Seguimiento

Segunda Titularización – Pacificard / MasterCard – Flujos del Exterior

Calificación

Tipo Instrumento	Calif. Anterior	Calif. Actual	Ultimo Cambio
Serie A	--	AAA	--
Serie B	--	AAA	--

Descripción de la Estructura

	Serie A	Serie B
Monto emisión autoriz.	Hasta 10 millones	Hasta 33 millones
Monto emitido	USD 6,741,336.54	USD 22,315,263.16
Saldo insoluto capital	USD 5,617,780.13	USD 20,083,736.84
Fecha Emisión	21-Dic-2007	21-Dic-2007
Plazo	1.080 días	1800 días
Fecha Vencimiento	21-Dic-2010	21-Dic-2012
Amortización Capital	Trimestral, en cuotas iguales de capital	Trimestral, en cuotas iguales de capital
Pago Interés	Trimestral	Trimestral
Tasa de interés (reajuste trimestral)	Pasiva Refer. + 2.50%	Pasiva Refer. + 3%
Base de cálculo interés	360 días	360 días

Originador: Pacificard

Activo Subyacente: Flujos futuros generados por el derecho de cobro a MasterCard International sobre consumos de extranjeros en Ecuador.

Administración Fiduciaria: Morgan & Morgan, Fiduciary & Trust Corporation S.A., Fiduciaria del Ecuador..

Agente Pagador: Banco del Pacífico

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

Con base en los estados financieros del Fideicomiso a agosto 08 y la demás información adicional, el Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de las series A y B de la presente titularización 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 decisión se fundamenta en la alta cobertura y positiva evolución de los flujos provenientes del derecho de cobro titularizado, así como en el análisis del riesgo de continuidad de la línea de negocios generadora de los flujos, el cual consideramos es menor al riesgo de crédito del Originador y es consistente con la calificación otorgada.

La estructura del Fideicomiso protege al inversionista, dándole prelación frente al resto de los acreedores del Originador, en relación a los flujos titularizados. Los flujos generados por el derecho de cobro están separados de los de Pacificard gracias a que estos son acreditados directamente por MasterCard International en la cuenta del Fideicomiso.

Para efectos de considerar la prelación en la calificación, se toma en cuenta el tamaño de la emisión frente a los demás pasivos del Originador, que en este caso es un porcentaje moderadamente bajo de 14.9%.

Las cláusulas de retención de flujos y redención anticipada, le dan al Agente de Manejo una mayor proactividad frente a riesgos relacionados con menores flujos recaudados y deterioro en la calidad crediticia del Originador.

La evolución del Fideicomiso es positiva. Al 31 de agosto del 2008 el Fideicomiso ha emitido USD 6,741.3 M de la serie A y USD 22,315 M de la serie B, lo que suma un total de USD 29,056.6 M. La primera colocación de valores se realizó el 21 de diciembre del 2007 por lo que, de acuerdo a lo definido en su escritura, esta se convierte en la fecha de emisión de todos los valores en circulación y por emitirse.

Hasta agosto 08 se pagaron oportunamente los dos dividendos trimestrales correspondientes a marzo y junio 08, y como hecho subsecuente se indica que en septiembre 08 se realizó el tercer pago de interés y capital, de acuerdo a lo dispuesto por la estructura.

FECHA COMITE: Octubre 31, 2008

ESTADOS FINANCIEROS A: Agosto, 2008

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 impositivas tributarias que afecten al instrumento calificado.

▪ **ANÁLISIS FODA**

Fortalezas

- Los flujos titularizados son depositados directamente por MasterCard International en la cuenta del exterior del fideicomiso.
- La proveniencia de los flujos titularizados muestran un riesgo de crédito menor que las obligaciones generales del originador.
- Las causales de retención de flujos y de redención anticipada le permiten al Fideicomiso anticiparse a un deterioro futuro del originador y a otros eventos que pudieran poner en riesgo la generación futura de flujos.
- Los flujos generados desde la fecha de constitución del Fideicomiso muestran una amplia cobertura de los próximos dividendos de las series emitidas.
- El Grupo Pacífico pertenece al Banco Central del Ecuador, lo que fortalece la calificación global del Originador.

Debilidades

- La existencia de los flujos futuros depende de la continuidad de Pacificard como empresa en marcha y de la vigencia del convenio de licencia suscrito entre el Originador y MasterCard International.
- Pacificard no tiene, desde el año 2000, exclusividad en la emisión de las tarjetas MasterCard y del procesamiento de las demás operaciones relacionadas.

▪ **DESCRIPCIÓN DE LA EMISIÓN**

El Fideicomiso Mercantil Irrevocable “SEGUNDA TITULARIZACIÓN – PACIFICARD / MASTERCARD – FLUJOS DEL EXTERIOR” se constituyó el 5 de octubre del 2007 y está facultado para realizar una emisión de valores por hasta USD 43 millones, dividida en dos series sin prelación alguna entre sí, de acuerdo al siguiente detalle:

Serie	Monto Emisión	Plazo (días)
A	Hasta USD 10 millones	1,080
B	Hasta USD 33 millones	1,800

Al 31 de agosto del 2008 el Fideicomiso ha emitido USD 6,741.3 M de la serie A y USD 22,315 M de la serie B, lo que suma un total de USD 29,056.6 M. La primera colocación de valores se realizó el 21 de diciembre del 2007 por lo que, de acuerdo a lo definido en sus escrituras, esta se convierte en la fecha de emisión de todos los valores en circulación y por emitirse.

El monto total de las dos series (saldo colocado y por colocar) representa a agosto 08 el 2.2% del pasivo de Grupo Pacífico y el 14.9% del pasivo de Pacificard

(calculado con saldos ajustados por la cartera de Banco del Pacífico sobre la cual Pacificard asume las pérdidas).

La principal fuente de pago de las emisiones serán los flujos derivados del derecho de cobro que Pacificard transfiere al Fideicomiso, sobre la totalidad de las cuentas por cobrar a MasterCard International que se generen a partir de la fecha de vigencia del Fideicomiso a favor del originador como consecuencia de:

(i) los pagos efectuados por Pacificard, por cuenta de MasterCard International, a los establecimientos comerciales en los cuales los “tarjetahabientes” hayan efectuado consumos en general;

(ii) los avances en efectivo en oficina (sea en oficinas de Pacificard o del Banco del Pacífico) otorgados por el originador, por cuenta de MasterCard International, a favor de los “tarjetahabientes”; y,

(iii) los avances en efectivo a través de cajeros automáticos (red Cirrus – Banco del Pacífico) otorgados por el originador, por cuenta de MasterCard International, a favor de los tarjetahabientes.”

Para efectos del derecho de cobro, el término “tarjetahabientes” se refiere a los titulares de la tarjeta de crédito MasterCard emitida por instituciones del exterior (fuera del territorio de la República del Ecuador) que han suscrito con MasterCard International, convenios de negocios y/o de licencia y/o de emisión y/o de administración y/o similares, respecto de la tarjeta de crédito MasterCard.

El derecho de cobro se genera automáticamente al momento mismo en que el originador, por cuenta de MasterCard International, realiza: (i) los pagos a los establecimientos comerciales en los cuales los tarjetahabientes hayan efectuado consumos en general; (ii) los avances en efectivo en oficina otorgados a favor de los tarjetahabientes; y, (iii) los avances en efectivo a través de cajeros automáticos otorgados a favor de los tarjetahabientes.

Es importante recalcar que MasterCard International deposita los flujos generados correspondientes al derecho de cobro titularizado, diariamente directamente en la cuenta que mantiene el Fideicomiso en Citibank Nueva York, institución que cuenta con una calificación en escala internacional de AA-. Por este motivo se considera que, estos flujos, una vez generado el derecho de cobro, están aislados del riesgo de crédito de Pacificard.

Mientras que no deban ser destinados a cumplir con las demás obligaciones, el Fideicomiso mantiene su liquidez en recursos líquidos en sus cuentas bancarias y en inversiones en instrumentos financieros emitidos por: (i) instituciones financieras de los Estados Unidos de América que cuentan con calificación de riesgo en escala internacional de al menos “A” otorgada por una calificadora de riesgos reconocida internacionalmente; o (ii) el Gobierno de los Estados Unidos de América y/o sus dependencias directas. Al momento de seleccionar los instrumentos financieros en los cuales se va a invertir, debe observarse, en el siguiente orden, los principios de liquidez, seguridad y rentabilidad.

Como una segunda fuente de pago y para cubrir contingencias de liquidez, el fideicomiso cuenta con un fondo de reserva, que consiste en recursos líquidos por un valor correspondiente al 11% del monto efectivamente colocado de valores. Este fondo se integra con el dinero proveniente de la colocación de valores. Si se coloca la totalidad de los títulos en el mercado (USD 43 millones), el fondo de reserva llegaría a USD 4'730,000. Una vez cancelada la primera serie, el fideicomiso entregará al Originador la parte del fondo de reserva correspondiente a los títulos de la serie A.

▪ **ESTRUCTURA DE TITULARIZACIÓN**

MasterCard debe depositar diariamente los flujos que se generen por los consumos de extranjeros en el Ecuador directamente en la cuenta del exterior del Fideicomiso, que maneja el Administrador Fiduciario.

Los flujos deben ser utilizados en forma diaria de acuerdo a la siguiente prelación:

- 1) Reponer el fondo rotativo (fondo para gastos de operación)
- 2) Reponer el fondo de reserva
- 3) Provisionar la parte proporcional correspondiente al pago del dividendo trimestral inmediato posterior de todos los valores emitidos (1/90 de cada dividendo).
- 4) Devolver al originador el remanente de los flujos siempre y cuando no se activen causales de retención o redención anticipada de flujos.

Con cargo a la provisión realizada en el numeral 3 y de ser insuficiente, utilizando el fondo de reserva y los flujos retenidos de existir, el fideicomiso debe pagar los dividendos de los títulos emitidos en las fechas correspondientes.

La **retención de los flujos excedentes** que normalmente le corresponden al Originador se activa por las causales enunciadas a continuación, como una medida para proteger al fideicomiso de eventos que pudieran anticipar problemas del originador y/o de la continuidad de los flujos futuros:

- Si, conforme los cálculos que realice mensualmente la fiduciaria, encuentra que los flujos generados por el derecho de cobro y recibidos por el Fideicomiso, vistos de manera mensual, durante tres meses consecutivos, registran un nivel inferior a 2.5 veces el monto que debe aprovisionarse y acumularse mensualmente para el pago del dividendo trimestral inmediato posterior de todos los valores, en cuyo caso la fiduciaria no restituirá al originador, sino por el contrario retendrá dentro del fideicomiso el remanente de los flujos, hasta cuando la cobertura se reestablezca a un nivel mínimo de cinco veces.
- Si la fiduciaria, en virtud de la información contenida en un reporte periódico del originador y/o a través de información puesta a disposición del público por la Superintendencia de Bancos y

Seguros, identifica que el originador tiene una pérdida operativa neta y/o una pérdida neta en cuatro trimestres consecutivos, en cuyo caso la fiduciaria no restituirá al originador, sino por el contrario retendrá dentro del fideicomiso el remanente de los flujos, hasta cuando el originador presente una utilidad operativa neta y una utilidad neta en los cuatro trimestres consecutivos posteriores a la situación referida en el primer párrafo del presente numeral.

- Si: (i) por información contenida en un reporte periódico del originador, y/o (ii) por información oficial y por escrito obtenida de o provista por MasterCard International, y/o (iii) por otros casos o situaciones que oficialmente lleguen a conocimiento de la fiduciaria, y, que a criterio de la fiduciaria, se pone en riesgo la continuidad del Convenio de Licencia, en cuyo caso la fiduciaria no restituirá al originador, sino por el contrario retendrá dentro del Fideicomiso el remanente de los flujos, hasta cuando la situación sea superada, a criterio de la fiduciaria.
- Si la fiduciaria, en virtud de la información contenida en un reporte periódico del originador y/o a través de información puesta a disposición del público por la Superintendencia de Bancos y Seguros, identifica el riesgo: (i) de que el originador no cumpla con sus pasivos con depositantes y/o con locales comerciales, y/o con sus emisiones de valores colocadas en el mercado de valores, y/o (ii) 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, en cuyo caso la fiduciaria no restituirá al originador, sino por el contrario retendrá dentro del Fideicomiso el remanente de los flujos, hasta cuando las situaciones sean superadas, a criterio de la fiduciaria.

En caso que la fiduciaria determine discordancias entre el reporte periódico del originador y la información puesta a disposición del público por la Superintendencia de Bancos y Seguros, o entre el reporte periódico del originador y casos o situaciones que lleguen a conocimiento de la fiduciaria; mientras se mantenga tal diferencia, la fiduciaria no podrá proceder con la restitución de los flujos excedentes al originador.

El Fideicomiso también considera causales de **Redención Anticipada**, las cuales, una vez activadas, hacen que el 100% de los flujos excedentes sean retenidos por el Fideicomiso y utilizados para prepagar las dos series emitidas:

- Si el monto retenido por el Fideicomiso iguala o supera la totalidad del saldo de capital de todos los valores, en estricta proporción a los valores que hayan sido efectivamente colocados entre inversionistas.
- Si conforme los cálculos que realice mensualmente la fiduciaria, encuentra que los flujos generados por el Derecho de Cobro y recibidos por el

- Fideicomiso, vistos de manera mensual, durante tres meses consecutivos, registran un nivel inferior a 1.5 veces el monto que debe aprovisionarse y acumularse mensualmente para el pago del dividendo trimestral inmediato posterior de todos los valores, salvo que el originador, con cargo a sus propios recursos, deposite mensualmente en la cuenta del exterior del Fideicomiso, hasta por un máximo de tres meses consecutivos, la suma suficiente y necesaria para que la cobertura se reestablezca a un nivel mínimo de 5 veces.
- Si la fiduciaria, en virtud de la información contenida en un reporte periódico del originador y/o a través de información puesta a disposición del público por la Superintendencia de Bancos y Seguros, identifica que el originador tiene una pérdida operativa neta y/o una pérdida neta en seis trimestres consecutivos durante la vigencia de los valores de la presente titularización.
 - Si: (i) por información contenida en un reporte periódico del originador, y/o (ii) por información oficial y por escrito obtenida de o provista por MasterCard International, y/o (iii) por otros casos o situaciones que oficialmente lleguen a conocimiento de la fiduciaria, dicha fiduciaria pasa a conocer que se han introducido reformas en el Convenio de Licencia que afecten al Derecho de Cobro y su capacidad de generar flujos y, por ende, se afecte la capacidad del Fideicomiso para pagar los pasivos con inversionistas.
 - Si: (i) por información contenida en un reporte periódico del originador, y/o (ii) por información oficial y por escrito obtenida de o provista por MasterCard International, y/o (iii) por otros casos o situaciones que oficialmente lleguen a conocimiento de la fiduciaria, dicha fiduciaria pasa a conocer que se ha dado por terminado el Convenio de Licencia.
 - Si la fiduciaria, en virtud de la información contenida en un reporte periódico del originador y/o a través de información puesta a disposición del público por la Superintendencia de Bancos y Seguros, identifica que el originador: (i) no ha cumplido con sus pasivos con depositantes y/o con locales comerciales, y/o con sus emisiones de valores colocadas en el mercado de valores; y/o (ii) ha sido sometido a un proceso de regularización, disolución y liquidación forzosa, y/u otros similares; y/o (iii) ha adoptado resoluciones de disolución y liquidación voluntaria, concurso preventivo, y/u otros similares.
 - Si la fiduciaria, en virtud de la información contenida en un reporte periódico del originador y/o a través de información puesta a disposición del público por la Superintendencia de Bancos y Seguros, identifica que el originador ha incumplido con la liquidez estructural mínima, según sea definida por la Superintendencia de Bancos y Seguros, por más de diez días hábiles dentro de un determinado mes calendario.
 - Si la fiduciaria, en virtud de la información contenida en un reporte periódico del originador y/o a través de información puesta a disposición del público por la Superintendencia de Bancos y Seguros, identifica que el originador ha presentado un patrimonio técnico menor al 11.00%, visto de manera mensual, durante 3 meses consecutivos.
 - Si la fiduciaria, en virtud de la información contenida en un reporte periódico del originador y/o a través de información puesta a disposición del público por la Superintendencia de Bancos y Seguros, identifica que el indicador de Capital Libre del originador ha sido negativo, visto de manera mensual, durante 3 meses consecutivos.
 - Si no es posible pagar íntegra y/u oportunamente los valores en los términos y condiciones estipulados en el Fideicomiso, pudiendo manejarse un margen de tolerancia de hasta máximo veinte días hábiles posteriores a la fecha en que debió efectuarse el pago de los valores.
 - Si el Fideicomiso es dejado sin efecto por sentencia ejecutoriada de última instancia, por las causas previstas en el Art. 123 de la Ley de Mercado de Valores.
- Consumos de Tarjetahabientes del Exterior en Ecuador**
- Los consumos que realizan los tarjetahabientes extranjeros en el Ecuador en los establecimientos comerciales son canalizados hacia las compañías emisoras dependiendo de la utilización de los distintos terminales de captura electrónica (P.O.S) que transmiten electrónicamente la solicitud de consumo a las empresas emisoras.
- El mercado de terminales de captura electrónica está compuesto principalmente por tres actores: Datafast, Medianet y Red Apoyo. Datafast fue la empresa pionera de este servicio y en consecuencia la de mayor participación en este mercado, manejando aproximadamente el 70% del volumen transaccional.
- Datafast pertenece a Banco del Pacífico, Banco Pichincha y Banco de Guayaquil. El primero, a través de Pacificard, toma a cargo las transacciones de la marca MasterCard, y los otros dos se encargan de procesar aquellas de las marcas Visa y American Express, respectivamente.
- La información correspondiente al derecho de cobro generado por las causales indicadas anteriormente es comunicada a MasterCard International a través de aplicativos en línea. El sistema de compensación de MasterCard International calcula las posiciones netas de débito o crédito para posteriormente generar las órdenes de transferencia de fondos. El proceso completo de ingreso de información y liquidación toma un día.
- De acuerdo a lo requerido en la escritura de constitución del Fideicomiso, el Originador ha informado a MasterCard International del desarrollo del presente proceso de titularización y, por ende, de la cesión, transferencia y aporte del derecho de cobro realizada por

el Originador a favor del Fideicomiso y, ha solicitado a MasterCard International que los flujos sean cancelados, mediante depósito / transferencia efectuada por MasterCard International, única y exclusivamente en la cuenta del exterior del Fideicomiso, que mantiene en Citibank NY.

Adicionalmente, el Originador ha indicado a MasterCard International que la instrucción anterior es de carácter irrevocable, y por tanto solamente puede ser modificada por solicitud escrita de la Fiduciaria y que este derecho de cobro no debe ser compensado con otras cuentas por pagar de Pacificard. MasterCard International ha expresado su conformidad con lo solicitado.

▪ EVOLUCIÓN DE LA TITULARIZACIÓN

El Fideicomiso ha realizado la colocación de valores de la serie A y B por USD 6,741,336.54 y USD 22,315,263.16, respectivamente, por lo que se encuentran pendientes por colocar USD 13,943,400.30.

Se indica como hecho subsecuente que en septiembre concluyó el plazo legal inicial para la colocación de la parte restante de la emisión, por lo que la Fiduciaria se encuentra tramitando la prórroga respectiva de nueve meses adicionales.

A la fecha de corte de este informe el Fideicomiso ha realizado el pago de dos dividendos de capital e interés, los cuales se dieron en los meses de marzo y junio. La tasa pasiva referencial con la cual se reajustó el Fideicomiso para el pago a realizarse en septiembre fue de 5.45% por lo cual las series A y B pagarán una tasa de 7.95% y 8.45%, respectivamente. Como hecho posterior al corte de este informe se indica que el 22 de septiembre del 2008 se realizó el pago del tercer dividendo de las series A y B.

De acuerdo a lo explicado en secciones anteriores, la Fiduciaria deberá utilizar los flujos recibidos correspondientes al derecho de cobro titularizado, y devolver el excedente al Originador una vez cumplido el orden de prelación establecido en el contrato del Fideicomiso y siempre y cuando no se activen las cláusulas de retención de fondos o de redención anticipada. Para esto, la Fiduciaria debe realizar un control efectivo basado tanto en la información que solicita al Originador como en la información pública de la Superintendencia de Bancos y Seguros y otras fuentes oficiales.

A agosto 08 el Fideicomiso mantiene un saldo en bancos de USD 41.6 M e inversiones temporales por USD 5.1 millones, los cuales corresponden principalmente al fondo de reserva (USD 3.97 millones u 11% del monto emitido) y a la provisión (USD 1.9 millones) para el pago del dividendo del mes de septiembre

Las inversiones temporales se encuentran colocadas en bonos federales y del gobierno americano (USD 3.2 millones) con vencimientos comprendidos entre los dos y cuatro años, y certificados financieros de corto plazo en Citibank New York (USD 1.9 millones).

Si bien los títulos del gobierno americano gozan de la más alta calidad crediticia y amplia liquidez, la inversión de un fondo de contingencia de liquidez en valores de largo plazo expone al Fideicomiso al riesgo de mercado en el caso de que se requiriera liquidar estas posiciones anticipadamente. Hasta la fecha de corte de este análisis, el Fideicomiso ha incurrido en pérdidas contables por valoración de sus inversiones (netas de ganancias contables por el mismo concepto) de USD 96 M, lo cual tendría que asumirlo de necesitarse los recursos.

Gastos del Fideicomiso

Los gastos de estructuración financiera, estructuración legal, calificación inicial de riesgo, honorarios notariales y los costos y gastos de inscripción de registro de esta titularización son asumidos directamente por Pacificard.

De forma similar, las comisiones de las Bolsas de Valores y Casas de Valores por la colocación de los valores emitidos por el Fideicomiso y la integración inicial del fondo de reserva deben realizarse con los recursos provenientes de la colocación de tales valores, antes de la devolución neta al originador.

El Originador es también responsable de pagar los honorarios mensuales de la Fiduciaria. Los demás gastos operacionales del Fideicomiso son pagados con cargo a un fondo rotativo que inicia con USD 10,000 y que debe ser repuesto diariamente con los flujos recaudados.

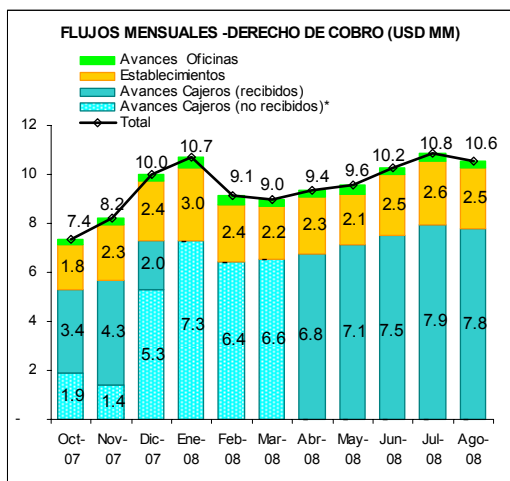
Al ser gastos relacionados principalmente con la operación local, los recursos correspondientes al fondo rotativo se mantienen en una cuenta del Fideicomiso en Banco del Pacífico.

En los primeros ocho meses del 2008 el Fideicomiso ha registrado gastos (sin considerar provisión para intereses por pagar de las series emitidas) por USD 195,356, de los cuales el 53.9% corresponde a las pérdidas contables por valoración de sus inversiones temporales y el 40.2% a comisiones pagadas a la casa de valores y bolsa de valores y que han sido descontados de los flujos provenientes de la venta de los valores emitidos en el mercado, de acuerdo a lo que establece el contrato de la titularización.

Si bien por los motivos explicados los gastos asumidos por el Fideicomiso son superiores a los planificados inicialmente, no se consideran materiales frente al monto a emitirse y al volumen de flujos generados y a los que se espera que se generen en el futuro. Adicionalmente, el Fideicomiso establece que en caso de que el fondo rotativo resulte insuficiente, tales pasivos deberán ser asumidos por el Originador.

Comportamiento de los Flujos generados por el Derecho de Cobro

A continuación se muestra el comportamiento de los flujos generados por el derecho de cobro desde la fecha de constitución del Fideicomiso:

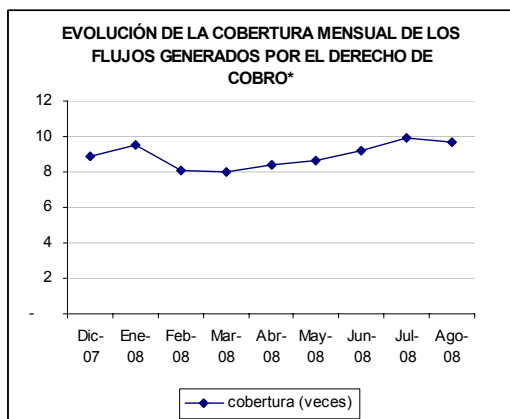


*Corresponde a avances en efectivo generados y no recibidos en la cuenta del Fideicomiso, situación regularizada en abril 08.
Fuente: Pacificard
Elaboración: Bankwatch Ratings

Como se aprecia en el gráfico anterior, la evolución de los flujos generados por el derecho de cobro es positiva. El flujo recibido en el primer semestre del año muestra un crecimiento respecto al mismo período del año anterior de 88.3%.

Considerando los flujos generados por el consumo de los tarjetahabientes del exterior en los meses de enero a junio del 2008 (USD 89.4 millones), y los dividendos que habrían tenido que pagarse en los meses de marzo y junio suponiendo la emisión completa del monto autorizado, la cobertura promedio de estos dividendos sería de 8.6 veces, nivel que se considera holgado.

A continuación se muestran los niveles mensuales de cobertura de las obligaciones del Fideicomiso desde la fecha de emisión, suponiendo una colocación total de la emisión.



* En el período comprendido entre diciembre 07 y marzo 08 incluye flujos generados y no transferidos al Fideicomiso
* Cobertura calculada supone la emisión total de las series A y B.

Cabe indicar que, dado que el Fideicomiso aún no ha realizado la colocación total del monto autorizado,

actualmente la cobertura real es superior a la que se indica en el gráfico anterior.

Se considera un hecho positivo para la estructura la tendencia a decrecer de la tasa pasiva referencial, que permite disminuir el costo financiero de la emisión, como se muestra en el siguiente cuadro.

Fecha Aplicación Desde	Fecha Aplicación Hasta	Tasa Pasiva Referencial	Tasa de interés Serie A	Tasa de interés Serie B
21-Dic-07	21-Mar-08		8.00%	8.50%
21-Mar-08	21-Jun-08	5.96%	8.46%	8.96%
21-Jun-08	21-Sep-08	5.45%	7.95%	8.45%
21-Sep-08	21-Dic-08	5.29%	7.79%	8.29%

Por otro lado, se debe indicar que los temas operativos que hicieron que una parte de los derechos de cobro, correspondientes a avances en cajeros realizados por los tarjetahabientes entre octubre 07 y marzo 08 no fueran transferidos al Fideicomiso fueron solucionados en abril del 2008.

Consideramos positivo el hecho de que el Agente de Manejo haya aumentado los requerimientos mensuales de información al Originador, y haya mejorado sus procedimientos de supervisión, lo que le permite realizar una gestión proactiva respecto a lo indicado en la escritura de la Titularización.

▪ **PACIFICARD (originador)**

Pacificard es una Compañía emisora y administradora de tarjetas de crédito constituida en 1980 con el nombre de Unicredit S.A. En 1994 cambia su nombre a MasterCard Ecuador S.A., y en el año 2003 cambia nuevamente su nombre a Pacificard S.A, luego de la fusión entre esta y la División CASH del Banco del Pacifico. En sus inicios la Compañía se dedicó a la emisión de la tarjeta MasterCard y a partir del 2003 diversifica su negocio con la emisión de las tarjetas Visa. Actualmente Pacificard ocupa el segundo puesto en importancia dentro de las instituciones emisoras medido por su nivel de facturación.

A través del Convenio de Licencia suscrito en Agosto 23 de 1979 entre MasterCard International (antes denominada Interbank Card Association) y Pacificard (antes denominada United Credit Systems Unicredit S.A.), este último obtuvo la licencia y el derecho a usar las marcas relacionadas con la tarjeta de crédito MasterCard, así como también se sometió a los patrones establecidos, de tiempo en tiempo, por MasterCard International, incluyendo sus políticas a nivel mundial en cuanto a la emisión, administración, aceptación y procesamiento de la tarjeta de crédito MasterCard, entre otros, en lo relativo a cargos por compras de bienes, servicios u otras cosas de valor realizadas por tarjetahabientes, y a adelantos en efectivo a los tarjetahabientes.

El plazo del Convenio de Licencia es a perpetuidad y ha sufrido varias modificaciones a través del tiempo, mediante adendums debidamente suscritos entre el originador y MasterCard International.

Pacificard pertenece al Grupo Pacífico, cuya cabeza es el Banco del Pacífico. El Banco Central del Ecuador es el único accionista del Grupo, desde la crisis financiera del año 2001. Este último contrató una nueva administración para el manejo del Banco, para sanearlo y que se mantuviera como entidad privada hasta su futura venta a capitales privados. A agosto del 2008, el Banco del Pacífico ocupa el puesto número 3 de la banca ecuatoriana medido por su volumen de activos y cartera, y al momento muestra indicadores positivos de rentabilidad. El Grupo Financiero está formado además por las siguientes instituciones: Pacific National Bank (Subsidiaria en Miami), Banco del Pacífico Panamá, ValPacífico (Casa de Valores), Fiduciaria del Pacífico, Seguros Sucre y la Almacenera Almagro.

Es importante notar que la generación de los flujos futuros depende de la existencia de Pacificard como empresa emisora en marcha. En este sentido, la calificadora considera el hecho de que, de acuerdo a la experiencia internacional, las instituciones financieras dan soporte a sus operaciones de tarjeta de crédito aún en épocas de estrés donde no pueden pagar en tiempo y forma sus obligaciones generales.

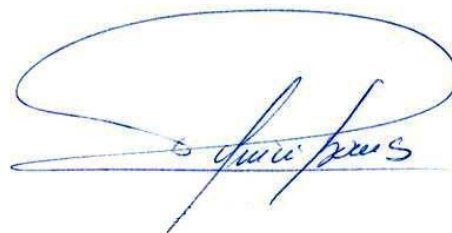
En Ecuador, luego de la crisis económica y financiera del año 2000, varios bancos fueron liquidados o fusionados. No obstante, el pago en tiempo y forma a los establecimientos afiliados por parte de las tarjetas de crédito nunca se vio comprometido.

Pacificard no se encuentra calificada por Bankwatch Ratings. No obstante, consideramos que de acuerdo a sus indicadores actuales de rentabilidad y riesgo, a su estructura accionarial, a la calidad de su administración

actual y al punto explicado en los dos párrafos anteriores, el perfil de riesgo de los flujos a generarse por el derecho de cobro es consistente con la calificación otorgada a la presente titularización.

▪ **MORGAN & MORGAN (Fiduciaria)**

Morgan & Morgan, Fiduciary & Trust Corporation S.A. “Fiduciaria del Ecuador” fue constituida en Guayaquil, el 26 de febrero del 2003. La Fiduciaria forma parte del Grupo Morgan y Morgan, cuyos orígenes se remontan a 1923, y que está integrado por empresas de servicios, que abarcan las actividades bancarias, de mercado de valores, de administración de fondos mutuos, de servicios fiduciarios, de consultoría, y de servicios jurídicos.



Patricio Baus
Gerente General
BankWatch Ratings