

Ecuador
 Titularización de Flujos Futuros
 – Tercer Seguimiento

**Segunda Titularización – Pacificard /
 MasterCard – Flujos del Exterior**

Calificación

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

Descripción de la Estructura

	Serie A	Serie B
Monto emisión autoriz.	Hasta 10 millones	Hasta 33 millones
Monto emitido	USD 9,990,669.87	USD 32,982,910.22
Saldo insoluto capital	USD 5,827,890.44	USD 24,737,182.65
Fecha Emisión	21-Dic-2007	21-Dic-2007
Plazo	1.080 días	1800 días
Fecha Vencimiento	21-Dic-2010	21-Dic-2012
Amort. 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. + 3.00%
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
carloordonez@bankwatchratings.com

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros del Fideicomiso a Marzo 09 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.

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, manteniendo una cobertura holgada de los pagos por realizar por parte de los flujos recibidos por el Fideicomiso. A la fecha de corte de este informe el Fideicomiso ha realizado el pago de cinco dividendos de capital e interés, los cuales se dieron en los meses de marzo 08, junio 08, septiembre 08, diciembre 08, y marzo 09, de acuerdo a lo dispuesto por la estructura.

FECHA COMITE: Mayo 29, 2009

ESTADOS FINANCIEROS A: Marzo 31, 2009

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.

▪ **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 marzo del 2009 el Fideicomiso ha emitido USD 9,991M de la serie A y USD 32,983M de la serie B, lo que suma un total de USD 42, 974M. 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 marzo 09 el 1.90% del pasivo de Grupo Pacífico y el 9.48% del pasivo de Pacificard (calculado con saldos ajustados por la cartera de Banco

del Pacífico sobre la cual Pacificard asume las pérdidas), porcentaje considerado moderadamente bajo.

La principal fuente de pago de las emisiones son 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 A+. 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 calificadoradora 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 43MM), el fondo de reserva llegaría a USD 4.73MM. A la fecha de corte de este informe, el Fideicomiso cuenta con un fondo de reserva de USD 4, 727M. 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 provisionarse 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 Internacional 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

A marzo 09, el Fideicomiso ha realizado la colocación de prácticamente la totalidad de valores de la serie A y B con excepción de USD 26,420.

A la fecha de corte de este informe el Fideicomiso ha realizado el pago de cinco dividendos de capital e interés, realizados en los meses de marzo 08, junio 08, septiembre 08, diciembre 08, y marzo 09. La tasa pasiva referencial aplicable para el pago que se realizará en junio 09 es de 5.31% por lo cual el próximo dividendo de las series A y B incorporarán una tasa anual de 7.81% y 8.31%, respectivamente.

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.

Cabe indicar que la Fiduciaria realiza un seguimiento efectivo de todas las condiciones de control que activarían una redención anticipada. A la fecha de corte de este informe, no se ha cumplido ningún causal para la declaración de redención anticipada o de retención de flujos.

A marzo 09 el Fideicomiso mantiene un saldo en bancos de USD 1.15 MM e inversiones temporales por USD 5.1

MM. Las inversiones temporales se encuentran colocadas en bonos federales y del gobierno americano (USD 4.6 MM) con vencimientos comprendidos entre los dos y cuatro años, certificados financieros de corto plazo en Citibank New York (USD 440 M) y una cuenta Money Market (USD 86 M)

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 a su riesgo de mercado en el caso de que se requiriera liquidar estas posiciones anticipadamente. Si bien el Fideicomiso contabilizó pérdidas por desvalorización de bonos en el primer trimestre del 2009 por USD 28 M, desde su fecha de constitución hasta el corte de este análisis, el Fideicomiso ha recibido ganancias contables por revalorización de sus inversiones (netas de pérdidas contables por el mismo concepto) de USD 40 M.

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.

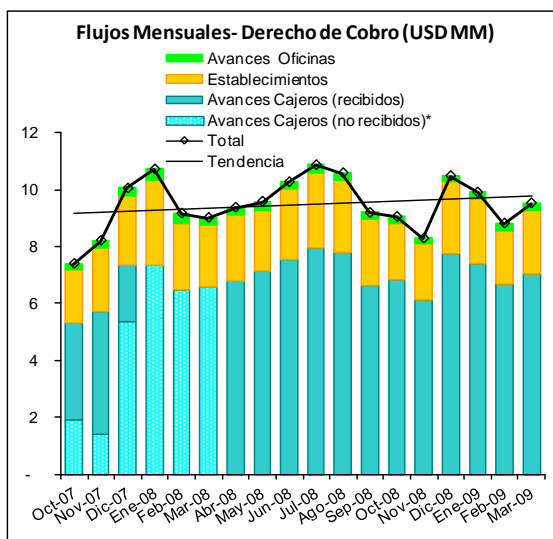
Al ser gastos relacionados principalmente con la operación local, los recursos correspondientes al fondo rotativo se mantienen en una cuenta del Fideicomiso en Banco del Pacífico.

Desde la fecha de constitución, el Fideicomiso ha registrado gastos por USD 145 M de los cuales el 77.5% corresponde a comisiones pagadas por colocación de los valores emitidos por el Fideicomiso.

Los gastos mensuales que ha asumido el Fideicomiso se encuentran dentro del nivel planificado inicialmente. Estos gastos no se consideran materiales frente al monto emitido ni en relación al volumen de flujos generados y proyectados. 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

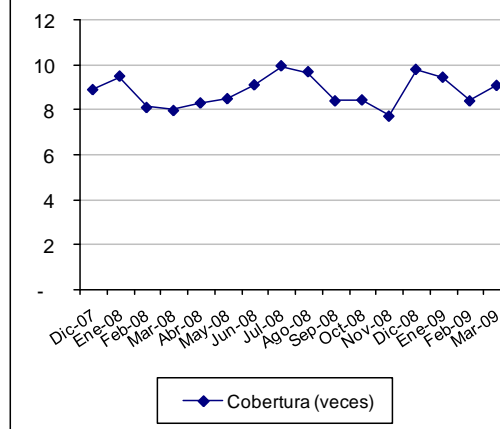
Elaboración: Bankwatch Ratings

Como se aprecia en el gráfico anterior, a partir de la fecha de constitución del Fideicomiso, los flujos generados por el derecho de cobro han mostrado un comportamiento relativamente estable aunque en el 1T09 se aprecia una ligera caída respecto al monto del mismo período del año anterior (-2.2%) .

Considerando los flujos generados por el consumo de los tarjetahabientes del exterior desde la fecha de constitución del Fideicomiso a marzo 09 (USD 169.8 MM), y los cinco dividendos que habrían tenido que pagarse suponiendo la emisión completa del monto autorizado, la cobertura promedio de estos dividendos sería de 8.8 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.

EVOLUCIÓN DE LA COBERTURA MENSUAL DE LOS FLUJOS GENERADOS POR EL DERECHO DE COBRO*



* 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.

El Fideicomiso se benefició de una tendencia a decrecer de la tasa pasiva referencial en los que disminuye temporalmente el costo financiero de la emisión. Cabe indicar que la tasa pasiva incrementó para el próximo pago de interés de la serie A y B aunque las coberturas son poco sensibles a variaciones moderadas de la tasa de interés.

El gráfico a continuación muestra la evolución de la tasa pasiva referencial.

Fecha Aplicación		Tasa Pasiva Referencial	Tasa de interés	
Desde	Hasta		Serie A	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%
21-Dic-08	21-Mar-09	5.09%	7.59%	8.09%
21-Mar-09	21-Jun-09	5.31%	7.81%	8.31%

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.

▪ **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 Pacífico. 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 marzo del 2009, 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.

En nuestra opinión, el Administrador Fiduciario se encuentra manejando adecuadamente el patrimonio autónomo, de acuerdo a las instrucciones impartidas en la escritura del Fideicomiso.