

Ecuador
 Titularización de Flujos Futuros
 Quinto 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 10 MM | USD 33 MM |
| Saldo insoluto capital | USD 2.5 MM | USD 18.15 MM |
| 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
carlosordonez@bankwatchratings.com

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros del Fideicomiso y del Originador a marzo-2010 y la demás información adicional recibida, 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 cobertura mensual de los flujos recaudados frente a la provisión mensual requerida para el pago de los títulos emitidos es en promedio de 9 veces, nivel que se considera holgado. A la fecha de corte de este informe el Fideicomiso ha realizado el pago de nueve dividendos de capital e interés, el último de los cuales se dio en marzo-2010, de acuerdo a lo dispuesto por la estructura.

El análisis de la continuidad de la línea generadora de los flujos considera tanto la pertenencia del Originador al Grupo Pacífico, el cual tiene como accionista mayoritario al Banco Central del Ecuador; como a la posición de Pacificard en el mercado de emisión de tarjetas VISA y MasterCard, su importancia dentro de los ingresos del Grupo, y el hecho de que la línea de negocio generadora de los flujos futuros es parte natural del negocio de adquisición de tarjetas de crédito internacionales.

FECHA COMITE: Mayo 31, 2010

ESTADOS FINANCIEROS A: Marzo, 2010

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditados. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de impositivos tributarios que afecten al instrumento calificado.

▪ **ANÁLISIS FODA**

Fortalezas

- Los flujos titularizados son depositados directamente por MasterCard International en la cuenta del exterior del Fideicomiso.
- 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 dividendos de las series emitidas.
- El riesgo de la continuidad del negocio de la línea titularizada es consistente con la calificación otorgada a la titularización.

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.

▪ **ENTORNO MACRO**

Indicadores de la economía ecuatoriana:

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

Algunas perspectivas de crecimiento para el 2010:

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

Luego del crecimiento importante que mostró el Ecuador en el 2008, durante el 2009 este se reduce significativamente influenciado por la crisis mundial y por un menor impulso por parte del gobierno comparado con años anteriores.

La inversión se desaceleró al mismo tiempo que las exportaciones se contrajeron como consecuencia principalmente, de la participación del petróleo en las exportaciones ecuatorianas.

También se ha podido apreciar en el 2009, que el consumo se ha desacelerado en relación a los mismos períodos del 2008, por el creciente desempleo, reducción de las remesas enviadas por los emigrantes ecuatorianos

y el debilitamiento de la liquidez en la economía doméstica, lo cual se refleja en el magro crecimiento del 0.36% en el 2009.

Fitch considera que la economía ecuatoriana reasumirá su crecimiento en el 2010 pero a un ritmo muy lento quizás de 2.5%. La opinión en cuanto a ese crecimiento, se respalda en la débil estructura de inversión privada con la que cuenta el país, un marco institucional también muy debilitado y una producción petrolera en declive.

La incertidumbre en cuanto al desenvolvimiento de las políticas económicas y la creciente intervención del gobierno en la economía, presionarán a la baja la disponibilidad de crédito y nuevas inversiones.

El consumo interno seguirá apretándose en relación al creciente desempleo y menores remesas. Las exportaciones del sector privado podrían verse afectadas por la pérdida de competitividad del país frente a los otros países de Latinoamérica que han firmado los Tratados de Libre Comercio con los socios comerciales más importantes.

Sin embargo, la opinión actual del FMI es que la economía ecuatoriana crecerá en el 2010, en 2.5%, por encima de lo previsto hace seis meses. La opinión de este organismo se sustenta en la recuperación de la economía mundial y por lo tanto de los precios del petróleo.

Lamentablemente, la crisis europea desatada en los últimos días constituye un limitante para la recuperación de la economía mundial, lo cual está presionando a la baja los precios del petróleo y por tanto amenaza el crecimiento esperado de la economía ecuatoriana que es cada vez más dependiente de los precios de esta materia prima.

Tomando en cuenta el comportamiento de los precios del petróleo y que de todos modos estos ya no están en los niveles que alcanzaron en el 2008, el punto de estímulo a la economía por parte del estado, a través de inversión pública, dependerá de su capacidad para acceder a fuentes de financiamiento.

La decisión de este gobierno de haber caído en mora en el pago de la deuda, contrae el limitado acceso a mercados financieros internacionales y reduce las posibilidades en cuanto a flujos que no provengan de deuda.

Siendo una economía dolarizada, el ingreso limitado de flujos de capital podría presionar la oferta de dinero en el mercado doméstico con efectos negativos para el consumo y el crédito. Finalmente, el ingreso limitado de flujos de capital, especialmente frente al gasto, representa una amenaza al sistema monetario actual.

▪ **SISTEMA FINANCIERO**

El sistema de bancos privados del Ecuador se caracteriza por sus altas concentraciones. Por ejemplo, el 77% de los activos totales está repartido en 6 de las 25 instituciones que forman parte del sistema. El importante número de instituciones financieras y un mercado

objetivo reducido hace que el sistema financiero enfrente una competencia importante tanto en relación a las alternativas de fondeo como en cuanto a la generación de activos productivos, especialmente en el segmento corporativo. Si bien los segmentos de consumo, vivienda y microcrédito representan mercados más amplios y en crecimiento, el apetito del sistema financiero privado por estos negocios se ha incrementado desde el año 2001, lo cual ha generado también mayor competencia entre sus participantes. Entre otras las instituciones nacionales privadas del sistema financiero presentan concentración accionaria y participación de los accionistas mayoritarios en las decisiones estratégicas del negocio. Estas características de concentración le hacen al sistema de bancos privados del Ecuador más vulnerable ante eventos internos y/o externos.

En el año 2009 el sistema de bancos privados del Ecuador, medido por el total de activos, mostró un crecimiento antes de inflación del 6.77%, luego de varios años de expansión más acelerada (en promedio de los últimos 3 años fue del 18.75%). Esta situación se encuentra atada en alguna medida al contexto de crisis internacional, pero principalmente a la incertidumbre sobre el desenvolvimiento de las políticas internas del gobierno, lo cual ha contraído la demanda de crédito por parte del sector real de la economía y ha propiciado políticas de originación más conservadoras en el sistema.

Por el lado de la oferta del crédito ha influenciado directamente el retiro de depósitos de la banca privada en el primer semestre del 2009 en relación a la percepción de incertidumbre generada por el deterioro de la economía y la perspectiva de un cambio en la política monetaria, y en el segundo semestre por la intervención del gobierno en la canalización de recursos del sector público hacia la economía a través de los bancos públicos. Hacia finales de año el fondeo logró sustituirse con captaciones al sector privado y el total de captaciones aumentó en 6.6% entre dic-08 y dic-09.

El fortalecimiento de la liquidez ha sido sin duda la prioridad de las instituciones desde que el país adoptó el régimen monetario de dolarización hace ocho años. Si bien los niveles altos de liquidez que ha mantenido el sistema han tenido un efecto negativo en la rentabilidad, estos han sido y siguen siendo necesarios para cubrir los riesgos del entorno macroeconómico y por ende del sistema financiero. Debe tomarse en cuenta que el BCE ha sido reemplazado como prestamista de última instancia por el Fondo de Liquidez, cuya capacidad para el efecto aún no ha sido probada. Debe destacarse por otro lado que las IFIS en general mantienen niveles de liquidez más altos que sus requerimientos de ley. La calidad de la liquidez de las IFIS para cumplir con su objetivo, estaría amenazada si el Estado insiste en intervenir en el manejo y el destino de los fondos sin fundamentos técnicos. Es de esperarse que los niveles de liquidez del sistema se mantengan para el 2010.

Los resultados netos que obtiene el sistema en el año 2009, son los menores obtenidos desde el año 2006. Mientras que los ingresos operativos se contraen en el

2009 en 1.2%, los gastos de operación de los bancos privados han subido en 4.13%, lo cual considerando la inflación muestra el esfuerzo realizado para controlarlos; lo grave es que los gastos operativos frente a los ingresos operativos, se vuelven desde mediados del 2008, cada vez más pesados, produciendo la correspondiente contracción del margen operativo que se aprieta aún más con las provisiones establecidas para cubrir el riesgo de los activos que durante el 2009, aumenta. Si bien la calidad de los ingresos es buena ya que la mayor parte proviene de la gestión operativa, estos en relación a la estructura operativa se van debilitando dependiendo cada vez más de los ingresos no operativos para generar rentabilidad.

El desempeño de la gestión operativa del sistema de bancos privados en el futuro sigue siendo un reto y está totalmente ligado a las estrategias del gobierno frente al sistema y al ambiente macroeconómico que se cree. El criterio en cuanto al comportamiento del sistema para el 2010 está dividido entre nuestros clientes que representan una pauta confiable del segmento. Si bien los crecimientos esperados están por debajo de los años anteriores al 2009, hay algunas instituciones que proyectan crecer más que en 2009, y otras por debajo. Tanto los criterios más optimistas como los pesimistas se relacionan a la percepción de crecimiento de la economía local y de recuperación de la economía internacional. Los más optimistas se respaldan también en su posicionamiento en el mercado y todas las expectativas de crecimiento están dentro del segmento de consumo. En cuanto a las perspectivas de resultados, como es natural se relacionan al nivel de crecimiento esperado; nuestro criterio es que podrían sentirse presiones en el margen de interés, especialmente en el segmento de consumo, si no se logra reducir el costo del fondeo, ya que se sigue interviniendo en la reducción de las tasas activas. En este sentido la liquidez para el sistema privado podría contraerse y aumentar la presión en el margen si surgen nuevas ideas para incrementar los recursos que del sector privado se canalicen a la economía. Por otro lado se evidenciará en el 2010 el efecto de las restricciones en el cobro de ingresos por los servicios que ofrece el sistema, efectos que en el 2009, pudieron ser sorteados por los esfuerzos del sistema en la generación de nuevos servicios. Adicionalmente las tasas de los impuestos establecidos pudieran incrementarse dependiendo de las necesidades del gobierno.

Las cifras del sistema muestran su positiva evolución patrimonial durante los últimos años, tendencia que se mantiene en el año 2009. Si bien a esta tendencia ha contribuido la contracción en la tasa de crecimiento de los activos, el fortalecimiento proviene principalmente de la generación interna de resultados y del aporte de un promedio del 80% de los mismos al patrimonio en los últimos 4 años. En algunos casos el aporte al patrimonio de las IFIS ha sido decisión de los accionistas pero en otros se derivan de restricciones impuestas por el ente de control. Debe mencionarse adicionalmente que la calidad del patrimonio también ha mejorado ya que del

patrimonio técnico el capital primario es cada vez más importante.

La disminución paulatina de los activos en riesgo, junto con el mayor nivel de provisiones acumuladas y el fortalecimiento del patrimonio ha mejorado la capacidad del sistema para enfrentar riesgos no evidenciados. En otras palabras, los activos del sistema bancario privado del Ecuador pueden enfrentar un deterioro adicional del 7.6% de sus activos sin afectar la capacidad de pago de sus pasivos. El patrimonio libre del sistema representa el 48.74% del patrimonio más provisiones.

Las fortalezas que el sistema bancario ha ido alcanzando a partir de la crisis de 1999, se ven ahora amenazadas por el esfuerzo que implica crecer en el negocio y generar ingresos operativos suficientes para soportar la estructura operacional y de riesgos que se está volviendo cada vez más pesada. Esta situación está particularmente afectada por las restricciones impuestas a las IFIS para generar ingresos y por los nuevos gastos decretados. Siendo que la generación interna ha sido la fuente del fortalecimiento patrimonial, y que ésta tiende a contraerse, podría esperarse que los niveles patrimoniales se aprieten o al menos dejen de crecer. El sistema bancario ecuatoriano compara positivamente con el promedio de sistemas bancarios latinoamericanos en posiciones de liquidez, calidad de activos y coberturas con provisiones para cartera deteriorada. En cuanto a rentabilidad sobre activos se encuentra dentro de la media; en solvencia, aunque ha mejorado, se mantiene por debajo del promedio. Los datos estadísticos de Latinoamérica se obtienen del informe preparado por FITCH con fecha 8 de febrero de 2010.

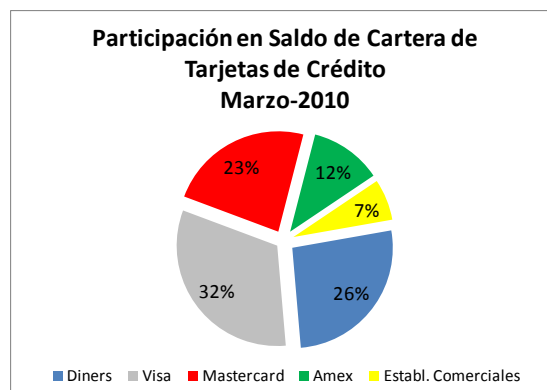
Pese a los avances realizados en cuanto a la Administración Integral de Riesgos, persisten debilidades en cuanto al control, monitoreo y cuantificación de los riesgos tanto desde la perspectiva interna como desde los entes de control.

▪ **MERCADO DE TARJETAS DE CRÉDITO**

Según información de la SBS a marzo del 2010 existían en el Ecuador 1.9 millones de tarjetas de crédito vigentes, lo que en relación a la población económicamente activa (PEA) Urbana del Ecuador (4.6 millones a marzo-2010 según INEC) representa una cobertura de 41%. Si calculamos este indicador con la PEA Urbana Ocupada (4.2 millones), la cobertura se incrementaría a 45%. Considerando este porcentaje y el hecho que una persona puede ser tarjetahabiente de varias tarjetas y que el porcentaje es moderadamente bajo, existe potencial para crecimiento del número de tarjetahabientes en el mercado, aunque con mayor dificultad para aquellas enfocadas en un segmento económico medio-alto y alto.

El mercado de tarjetas de crédito está constituido por la tarjeta de crédito Diners, líder en el mercado medido por su facturación; las tarjetas VISA, Mastercard y American

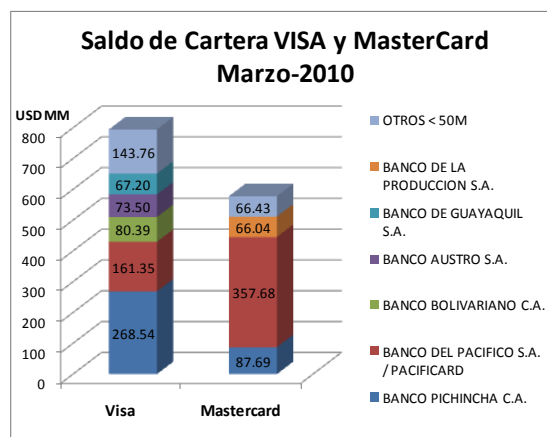
Express; y en una proporción menor, por tarjetas emitidas por establecimientos comerciales.



Fuente: SBS
Elaboración: BWR

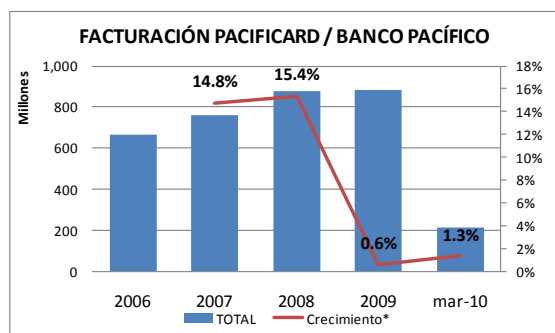
Al ser una tarjeta de consumo, Diners mantiene un menor volumen de cartera en relación a su facturación, por lo cual al comparar los saldos de cartera de cada institución aparece como segundo en participación en el mercado. No obstante, esta tarjeta es la que mayor facturación presenta (USD 2,000 millones en 2009). En el mismo período, la facturación de Pacificard llega a USD 883 millones.

Pacificard y Banco Pacífico, como grupo, mantienen el liderazgo en la emisión de tarjetas Mastercard (participación de 61.9%) y se encuentran en segundo lugar en la marca VISA (20.3%), después de Banco Pichincha (33.8%). Estos indicadores son calculados con base a su participación en el saldo de cartera de tarjeta de crédito a mar-2010.



Fuente: SBS
Elaboración: BWR

De forma consistente con el sistema financiero, la colocación de cartera de Pacificard mostró niveles similares a los del 2009, mientras que en el IT10, se observa un crecimiento modesto (1.3% respecto al mismo período del 2009).



* Crecimiento de marzo-2010 calculado respecto a mar-2009.

Fuente: SBS

Elaboración: BWR

Con respecto a la línea de negocios titularizada (consumos en el País realizados por tarjetahabientes MasterCard Internacional del exterior), el monto recaudado se redujo en el 2009 en 3% respecto al año anterior, hecho explicable por la crisis internacional, que redujo el turismo y el poder adquisitivo de los extranjeros. No obstante, en el IT10, se puede apreciar una recuperación, siendo la recaudación de este trimestre superior en 2.46% a la del IT09.

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 a la fecha de la calificación inicial 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 es comunicada a MasterCard Internacional a través de aplicativos en línea. El sistema de compensación de MasterCard Internacional calcula y genera diariamente 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 Internacional 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 Internacional que los flujos sean cancelados, mediante depósito / transferencia efectuada por MasterCard Internacional, 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 Internacional ha expresado su conformidad con lo solicitado

■ 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 |

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. Cabe indicar que la totalidad del monto autorizado, con excepción de USD 19, fue colocado. A la fecha de análisis el saldo insoluto de capital de las series A y B es de USD 2.5 MM y USD 18.15MM, respectivamente.

El monto total de las dos series representa a marzo-2010 el 2.23% del pasivo de Grupo Pacífico y el 11.95% del pasivo de Pacificard (calculado con saldos ajustados por la cartera de Banco del Pacífico sobre la cual Pacificard asume las pérdidas), porcentaje bajo que permite reconocer la preferencia de la estructura respecto a los flujos titularizados.

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 Internacional 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 Internacional, 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 debe mantener 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, por lo que actualmente el fondo de reserva asciende a USD 4.73MM. 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 restablezca 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 restablezca 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.

▪ **EVOLUCIÓN DE LA TITULARIZACIÓN**

El Fideicomiso ha realizado la colocación de prácticamente la totalidad de valores de la serie A y B con excepción de USD 19.

A la fecha de corte de este informe el Fideicomiso ha realizado el pago de nueve dividendos trimestrales de capital e interés, el último de los cuales se realizó en marzo de este año. La tasa pasiva referencial aplicable para el pago que se realizará en junio-2010 es de 4.87% por lo cual el próximo dividendo de las series A y B incorporarán una tasa anual de 7.37% y 7.87%, 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 el seguimiento de todas las condiciones de control que activarían una redención anticipada a través de un reporte generado mensualmente por el Originador. 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-2010 el Fideicomiso mantiene un saldo a la vista en Citibank N.Y. de USD 1.5 MM e inversiones temporales por USD 5.1 MM. De estas últimas, 4.8MM

se encuentran colocadas en bonos federales y del gobierno americano con vencimientos de hasta tres años.

Si bien los títulos del gobierno americano gozan de 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 desde que se constituyó el Fideicomiso hasta el corte de este informe se ha registrado una pérdida (neta de las ganancias contables acumuladas por revalorización de sus inversiones) de USD 8M, solamente en el 2009 la pérdida neta por este concepto fue de USD 73M, lo que refleja el riesgo de mercado al que está expuesto.

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 fueron 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.

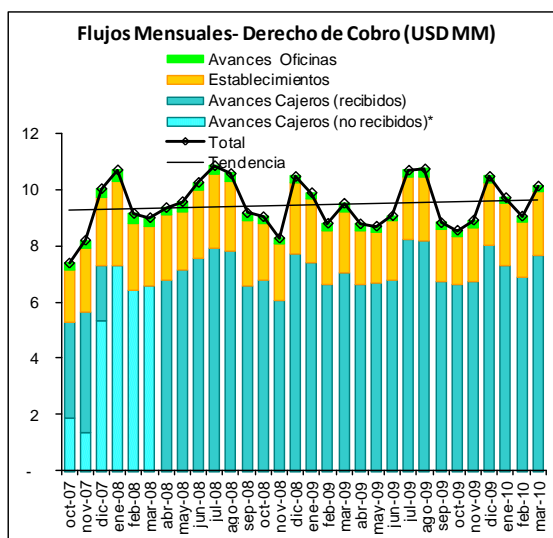
Al ser gastos relacionados principalmente con la operación local, los recursos correspondientes al fondo rotativo se mantienen en una cuenta del Fideicomiso en Banco del Pacífico.

Desde la fecha de constitución, el Fideicomiso ha registrado gastos de operación (excluido intereses e incluyendo pérdidas netas por valoración) por USD 212 M, lo cual equivale a un gasto promedio de USD 7,263.05.

Los gastos mensuales que ha asumido el Fideicomiso se encuentran dentro del nivel planificado inicialmente y 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:



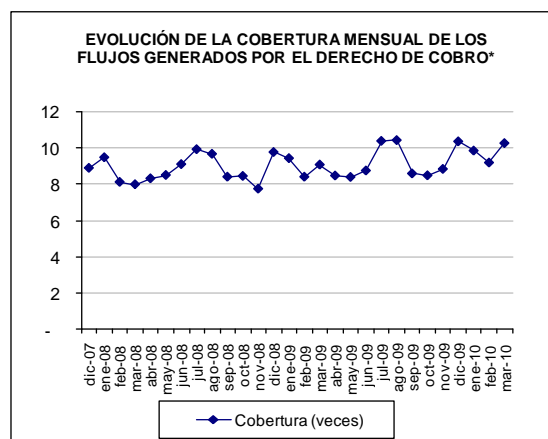
*Corresponde a avances en efectivo generados y no recibidos en la cuenta del Fideicomiso, situación regularizada en abril 08.
Fuente: Pacificard y Morgan & Morgan
Elaboración: Bankwatch Ratings

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.

En el 2009 la recaudación del flujo titularizado muestra un menor dinamismo (volumen inferior en 3% al mismo período del año anterior), lo que se atribuye principalmente a la coyuntura económica internacional. Por otro lado, en el 1T10 se aprecia nuevamente una recuperación (crecimiento de 2.5% respecto al 1T09), lo cual refleja a su vez el comienzo de la reactivación de la economía global.

Considerando los flujos generados por el consumo de los tarjetahabientes del exterior desde la fecha de constitución del Fideicomiso a marzo-2010, y los nueve dividendos transcurridos suponiendo la emisión completa del monto autorizado, la cobertura promedio de estos dividendos sería de 8.9 veces. Este nivel de cobertura se considera holgado para cubrir el nivel de estrés correspondiente a la calificación otorgada.

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 todos los períodos históricos.



* 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 en todos los períodos históricos.

El Fideicomiso se ha beneficiado de una tendencia a decrecer de la tasa pasiva referencial, que disminuyó temporalmente, se recuperó en el 2009 y en el 2010 muestra una tendencia a decrecer nuevamente. De todas formas cabe indicar que el nivel de cobertura es poco sensible a variaciones moderadas de la tasa de interés.

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

| Fecha Aplicación | Tasa Pasiva | Tasa de interés | | |
|------------------|-------------|-----------------|---------|---------|
| Desde | Hasta | Referencial | Serie A | Serie B |
| 22-dic-07 | 21-mar-08 | | 8.00% | 8.50% |
| 22-mar-08 | 21-jun-08 | 5.96% | 8.46% | 8.96% |
| 22-jun-08 | 21-sep-08 | 5.45% | 7.95% | 8.45% |
| 22-sep-08 | 21-dic-08 | 5.29% | 7.79% | 8.29% |
| 22-dic-08 | 21-mar-09 | 5.09% | 7.59% | 8.09% |
| 22-mar-09 | 21-jun-09 | 5.31% | 7.81% | 8.31% |
| 22-jun-09 | 21-sep-09 | 5.63% | 8.13% | 8.63% |
| 22-sep-09 | 21-dic-09 | 5.57% | 8.07% | 8.57% |
| 22-dic-09 | 21-mar-10 | 5.24% | 7.74% | 8.24% |
| 22-mar-10 | 21-jun-10 | 4.87% | 7.37% | 7.87% |

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 2010, el Banco del Pacífico mantiene el tercer puesto de la banca ecuatoriana medido por su volumen de activos y cartera.

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.

Considerando la importante participación de mercado de Pacificard, el hecho de que la línea de negocio titularizada forma parte natural del negocio, la importancia de la operación de Pacificard para el Grupo Pacífico y el hecho de que el gobierno ecuatoriano es el accionista del Grupo, concluimos que la calificación de la continuidad del negocio de la línea titularizada es consistente con la calificación otorgada a la estructura.

▪ **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.