

Ecuador
 Titularización de Flujos Futuros
 Sexto 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 833.33 M	USD 14.85 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, CFA
 (593 2) 254 83 93
carlosordonez@bankwatchratings.com

Guisela Salgado
 (593 2) 254 83 93
g.salgado@bankwatchratings.com

FECHA COMITE: Noviembre 30, 2010

ESTADOS FINANCIEROS A: Septiembre, 2010

RAZONAMIENTO DE LA CALIFICACIÓN

Con base en los estados financieros del Fideicomiso y del Originador a septiembre-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 se encuentra en niveles holgados. A la fecha de corte de este informe el Fideicomiso ha realizado el pago de 11 dividendos de capital e interés, el último de los cuales se dio en septiembre-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

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

de los flujos futuros es parte natural del negocio de adquisición de tarjetas de crédito internacionales.

▪ 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.

▪ HECHOS RELEVANTES

Reformas a la Ley de Régimen Tributario Interno

El 8 de junio del 2010 se publica en el Registro Oficial, el Reglamento para la Aplicación de la Ley de Régimen Tributario Interno, en el cual se establece que “Los fideicomisos mercantiles y los fondos de inversión legalmente constituidos, en cualquier caso, deberán liquidar y pagar el Impuesto a la Renta que corresponda a las sociedades, de acuerdo con las normas generales.”

En el caso de la presente titularización, se espera que esta disposición no tenga ningún efecto en los flujos del Fideicomiso, puesto que por su estructura, el Fideicomiso no genera utilidades anuales.

▪ ENTORNO MACRO

Ver anexo 1

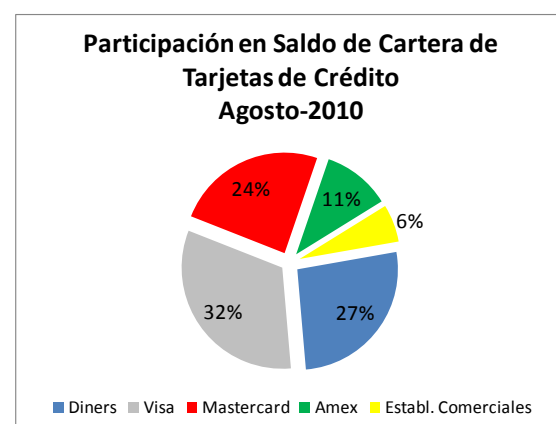
▪ SISTEMA FINANCIERO

Ve anexo 2.

▪ MERCADO DE TARJETAS DE CRÉDITO

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

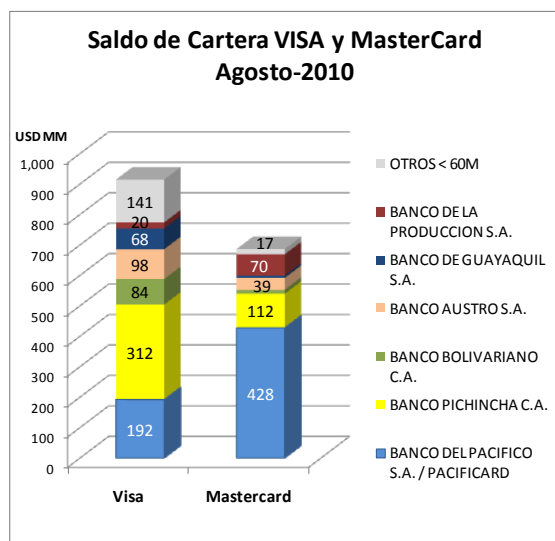
El mercado de tarjetas de crédito está constituido por la tarjeta de crédito Diners, líder en el mercado medido por su facturación; las tarjetas VISA, Mastercard y American Express; y en una proporción menor, por tarjetas emitidas por establecimientos comerciales.



Fuente: SBS
Elaboración: BWR

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 Pacifico, como grupo, mantienen el liderazgo en la emisión de tarjetas Mastercard (participación de 62.3%) y se encuentran en segundo lugar en la marca VISA (21.0%), después de Banco Pichincha (34.1%). Estos indicadores son calculados con base en su participación en el saldo de cartera de tarjeta de crédito a agosto-2010.



Fuente: SBS
 Elaboración: BWR

Consumos de Tarjetahabientes del Exterior en Ecuador

Los tarjetahabientes del Exterior pueden utilizar su tarjeta como medio de pago, o realizar avances en efectivo, sea en oficinas de los bancos emisores o en cajeros automáticos).

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 Pacificard, 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 International a través de aplicativos en línea. El sistema de compensación de MasterCard International calcula y genera diariamente los 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

La totalidad del monto autorizado de las series A y B fue colocado en el mercado, con excepción de USD 19.

A la fecha de corte de este informe el Fideicomiso ha realizado el pago de 11 dividendos trimestrales de capital e interés, el último de los cuales se realizó en septiembre-2010. La tasa pasiva referencial aplicable para el pago que se realizará en diciembre-2010 es de 4.25% por lo cual el próximo dividendo de las series A y B incorporarán una tasa anual de 6.75% y 7.25%, 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 septiembre-2010 el Fideicomiso mantiene un saldo a la vista en Citibank N.Y. de USD 1.7 MM e inversiones temporales por USD 5.2 MM. De estas últimas, 4.9MM se encuentran colocadas en bonos federales y del gobierno americano con plazos al vencimiento 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.

Gastos del Fideicomiso

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

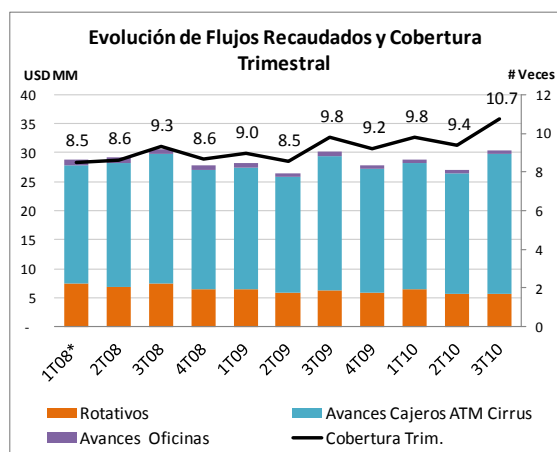
Al ser gastos relacionados principalmente con la operación local, los recursos correspondientes al fondo rotativo se mantienen en una cuenta del Fideicomiso en Banco del Pacífico.

Desde la fecha de constitución, el Fideicomiso ha registrado gastos de operación (excluido intereses pagados e incluyendo pérdidas netas por valoración) por USD 229 M, lo cual equivale a un gasto promedio de USD 6.7 M.

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:



*En el 1T08 parte de los avances en efectivo generados no fueron recibidos en la cuenta del Fideicomiso, situación regularizada en abril-08.
Nota: Supone la colocación total de la emisión en todos los trimestres.
Fuente: 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, al mismo tiempo que la cobertura mejora principalmente por la reducción paulatina del dividendo trimestral.

El nivel de cobertura actual se considera holgado para cubrir el nivel de estrés correspondiente a la calificación otorgada. Adicionalmente, se espera que esta cobertura se incremente de forma importante a partir del 2011, puesto que a finales del 2010 se paga el último dividendo de la serie A.

La recaudación del flujo titularizado crece en 1.6% frente al 3T09, mostrando una recuperación modesta frente al año 2009, en el que el volumen de recaudación se redujo en 3%, principalmente por la coyuntura económica internacional. La evolución de estos flujos en el futuro dependerá básicamente de la reactivación de la economía global y del flujo de turismo al Ecuador.

El Fideicomiso se ha beneficiado de una tendencia a decrecer de la tasa pasiva referencial, que se ha profundizado en el 2010, dado el alto nivel de liquidez que mantiene el sistema financiero. 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 Desde	Hasta	Tasa Pasiva Referencial	Tasa de interés Serie A	Tasa de interés 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%
22-jun-10	21-sep-10	4.40%	6.90%	7.40%
22-sep-10	21-dic-10	4.25%	6.75%	7.25%

PACIFICARD (originador)

Es importante notar que la generación del derecho e cobro titularizado depende de la existencia de Pacificard como empresa emisora en marcha.

La calificadora considera que la calificación de la continuidad del negocio de la línea titularizada es consistente con la calificación otorgada a la estructura. La decisión se fundamenta en 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, la importancia del Grupo dentro del sistema financiero ecuatoriano y el hecho de que el gobierno ecuatoriano es el accionista del Grupo.

El bajo peso del saldo de la titularización frente al pasivo de Pacificard y del Grupo Pacífico (3.8% y 0.7%, respectivamente) permite reconocer la prelación de la estructura respecto a los flujos titularizados.

Pacificard pertenece al Grupo Pacífico, cuya cabeza es el Banco del Pacífico. A septiembre del 2010, el Banco del

Pacífico mantiene el tercer puesto de la banca ecuatoriana medido por su volumen de activos y cartera. El Grupo está formado además por las siguientes instituciones activas: Pacific National Bank (Subsidiaria en Miami), Banco del Pacífico Panamá, ValPacífico (Casa de Valores), Fiduciaria Adpacífico, Seguros Sucre y la Almacenera Almagro. Adicionalmente, dentro del Grupo se encuentran otras instituciones inactivas o en procesos de liquidación.

El negocio de tarjeta de crédito es el principal generador de rentabilidad del Grupo Pacífico. Estos ingresos se reflejan tanto en la contabilidad de Pacificard, como en la del Banco, que fondea parte de la operación de MasterCard Pacificard y toda la cartera de Visa Pacificard.

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.

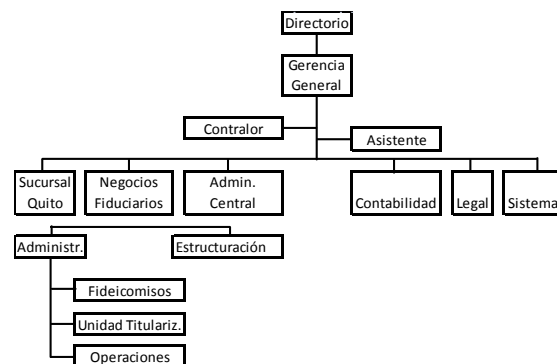
De acuerdo a la experiencia internacional, las instituciones financieras dan soporte a sus operaciones de tarjeta de crédito aún en épocas de estrés donde no pueden pagar en tiempo y forma sus obligaciones generales. En Ecuador, luego de la crisis económica y financiera del año 2000, varios bancos fueron 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 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, administrando más de 364,000 tarjetas de crédito.

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.

▪ **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.

▪ **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 833.33 M y USD 14.85MM, respectivamente.

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 diariamente los flujos generados correspondientes al derecho de cobro titularizado, 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 provisionarse 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

FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO

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.

Ecuador

Entorno Macroeconómico

■ ENTORNO MACROECONOMICO

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO

	2006	2007	2008	2009
PIB (USD M ill.2000)	21.962	22.410	24.032	24.119
Inc. PIB (M ill.2000)%	4,75	2,04	7,24	0,36
Inflación Anual %	2,87	3,32	8,83	4,31
Deuda del Gobierno/PIB%	32,3	30,2	25,2	19,2
Cuenta Corriente/PIB %	3,9	3,6	2,0	-0,6
Presupuesto General del Estado/PIB	-0,2	-0,1	-1,1	-4,8
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	65,4	72,7	97,7	64,0

	enero-junio	junio-junio
crecimiento PIB 2010	1,59%	1,70%

INFLACIÓN ANUAL	marzo de 2010	julio de 2010
IPC	3.4%	3.4%
IPP	5.2%	6%

INDICADORES PROYECTADOS

Previsiones FITCH	2010f	2011f	2012f
Inc. PIB (M ill.2000)%	2,6	2,8	2,9
Inflación Anual %	3,7	3,6	4,1
Deuda del Gobierno/PIB%	22,3	24,9	27,4
Cuenta Corriente/PIB %	-0,8	-1,2	-1,3
Presupuesto General del Estado/PIB	-4,2	-4,1	-4,4
Precio del Petroleo/ barril USD (ref)	80	85	85

Las estimaciones oficiales de crecimiento para el 2010, se han reducido del 6% al 3.7%, lo cual parecería ser una proyección más realista pero todavía optimista en relación a las expectativas de otros analistas que en general estiman un crecimiento de alrededor del 3%.

Algunos aspectos que han afectado negativamente en la economía:

1. La economía mundial en el segundo semestre del 2010 no se reactivó al mismo ritmo que en el primer semestre, limitando la demanda de nuestros productos y el aumento de las remesas.
2. En el primer semestre del 2010, la producción petrolera cae en -4.2% en relación al mismo período del año anterior y la producción de combustible en -12,8% (obras de rehabilitación de la refinería de Esmeraldas). Si bien la producción petrolera se ha recuperado en el segundo semestre, el crecimiento estable y sostenido de la producción petrolera es todavía un tema incierto.
3. La estructura de inversión privada no ha logrado fortalecerse y el marco institucional sigue siendo débil, no se ha logrado generar las fuentes necesarias de empleo ni fomentar el gasto de capital.

4. Las exportaciones no petroleras y que no dependen del gasto público ni de las importaciones se están desacelerando, en parte debido al deterioro de marco jurídico y regulatorio para la producción y exportación de productos. Es de esperarse presión adicional tanto en la balanza comercial como en la global, las mismas que al momento ya son deficitarias.

Factores que han influenciado positivamente en la economía:

1. El precio del petróleo todavía se mantiene alto. Si baja a menos de USD73/b, sería un factor negativo.
2. El gobierno ha logrado obtener el financiamiento para la ejecución de al menos una parte de la inversión pública que llegará a ser el 80% de lo presupuestado (préstamos de China y Fondos del IESS).
3. Incremento en recaudación tributaria.
4. El consumo de los hogares se seguirá beneficiando de las inyecciones de dinero a la economía a través de subsidios y del permanente crecimiento del gasto en la administración pública.

Según "Análisis Semanal", las industrias que resultarán beneficiadas del crecimiento en el 2010 serán las que alimenten el consumo interno, entre ellas : manufactura, servicios, agricultura. Según la misma fuente, el fomento al consumo interno resultará también en el crecimiento de las importaciones en un 9% luego de la contracción del -11% en 2009. La demanda interna crecerá en 6%, y el 30% de esta sería satisfecha por importaciones. Si se estima que las exportaciones crecerán en 3%, significa que la demanda interna crecerá el doble que la economía.

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

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

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

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

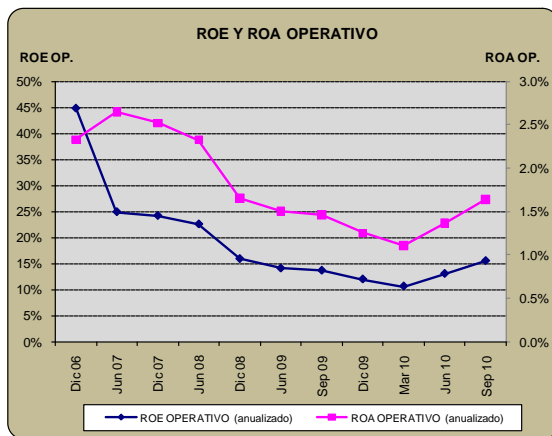
Elaboración: BWR

Ecuador

Riesgo Sectorial: Bancos Privados

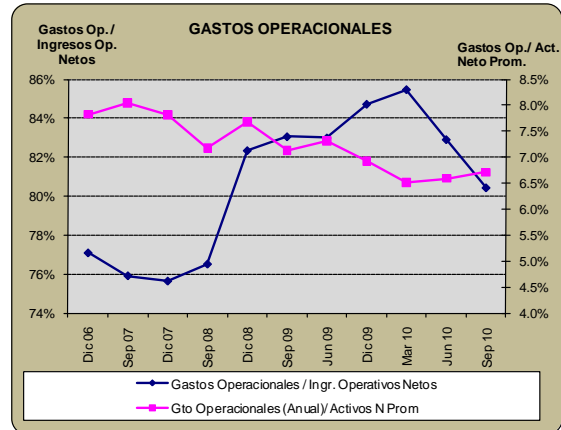
RENTABILIDAD

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



- El crecimiento anual de 18% en cartera bruta, focalizada en el sector de consumo, ha sido clave para sostener los niveles de rentabilidad. A esto se suma un fondeo de bajo costo por ser en su mayoría depósitos a la vista. De esta manera el margen bruto financiero llegó hasta USD 846MM, representando un crecimiento anual de 11%. A sep.10, el margen de interés neto aumentó a 73.3% comparado con el 69.8% del año anterior, gracias al crecimiento en cartera, a una disminución en obligaciones financieras y a una reducción de la tasa pasiva más pronunciada que la activa.
- Tanto la tasa activa como la pasiva han presentado una tendencia decreciente, sin embargo, el spread entre las tasas activa y pasiva referencial ha mostrado un comportamiento variable. El spread de tasas durante el 2010 es mayor al registrado en el 2009.
- Las provisiones muestran un decrecimiento del 12% frente a septiembre del año pasado, lo que ha impulsado el rendimiento en 3T10. La participación del gasto de provisiones sobre el MON (antes de provisiones) se reduce a 41.1% en sep.10 de un promedio cercano al 50% registrado desde fines del 2008.
- El sistema bancario se ha esforzado por tener un mejor control de sus gastos operativos, siendo que el indicador de gastos de operación sobre activo neto promedio se ha reducido a 6.71% de niveles

promedio de 7.12% en el 2009. A pesar del control de tasas y comisiones, se puede observar una tendencia a la baja en los últimos dos trimestres de los gastos de operación frente a los ingresos operacionales netos.



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

CALIDAD DE ACTIVOS

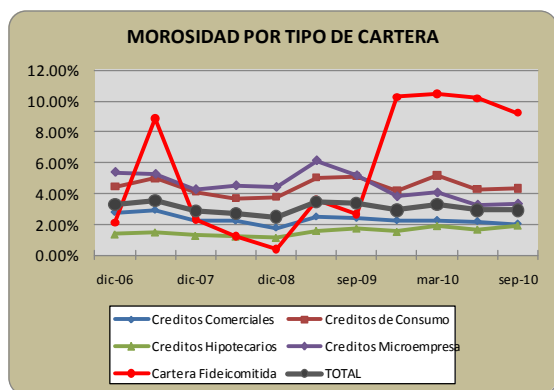
- El total de activos del sistema de bancos privados del Ecuador a sep.10 alcanza USD 19.133 MM. Dichos activos históricamente han mantenido una estructura cercana a 87% como Activos productivos, siendo los más representativos: cartera, inversiones y depósitos en instituciones financieras. La cuenta "Otros activos productivos" ha tenido una participación creciente debido a la implementación del Fondo de Liquidez (manejado por un fideicomiso en el BCE) en abril 2009. A la fecha el Fondo de Liquidez mantiene USD 488 MM.

CARTERA

- La demanda de crédito a sep. 2010 ha intensificado la tendencia creciente que se viene dando durante todo el año, impulsada por un incremento de las

captaciones y mejores perspectivas económicas. Esta recuperación ha estado liderada por los sectores de Consumo y Comercial y en menor proporción por créditos de Vivienda y Microcrédito.

- La efectiva gestión de los bancos (especialmente los grandes) en sus procesos de originación, han permitido mantener niveles de morosidad controlados. A pesar de los altos crecimientos en cartera en años anteriores (a excepción del 2009), la morosidad¹ total de la cartera se ha mantenido en rangos de 2.5% a 3.5%. A sep.10 la morosidad promedio del sistema es de 2.92%, sin embargo, la desviación estándar de la morosidad de las 25 instituciones a la misma fecha es de 4.3%.
- El crecimiento de la cartera en riesgo en el 2009 fue mayor que el crecimiento de cartera bruta, no obstante, en el 2010 esta tendencia se reversa. De esta manera a sep.10 la cartera en riesgo muestra un crecimiento de 1.1% comparado con sep.09. Por su parte la cartera C, D, y E ha mantenido una participación sobre cartera bruta histórica entre 2.45% y 3.11% desde el 2007, a sep.10 este indicador es de 2.90%.
- Es importante mencionar que los Derechos Fiduciarios de Cartera, si bien representan menos del 1% de la cartera total, han mantenido un crecimiento importante en los últimos años. De esta manera mientras en el 2007 representaban USD 39MM, en sep.10 alcanzan USD 83MM. La preocupación de dicho segmento, radica en el incremento sustancial de la morosidad desde fines del 2009, llegando a 9.24% a sep.10. Cabe recalcar que en lo que va del año, diez de los veinticinco bancos mantienen valores en esta cuenta y de estos diez, cuatro representan el 75% del monto total.



- Las coberturas de cartera en riesgo y cartera C, D, y E, históricamente han sido adecuadas con niveles promedio sobre las 2 veces. Sin embargo, dichos indicadores muestran una alta volatilidad cuando se comparan institución por institución. De esta

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

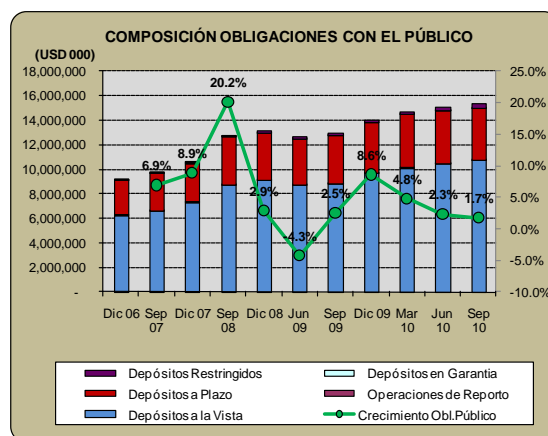
manera podemos encontrar rangos de coberturas entre 0.37 veces y 4.5 veces. Es importante mantener coberturas relativamente altas, tomando en cuenta la característica del sistema (especialmente bancos dedicados al segmento comercial) de mantener altos niveles de concentración de deudores.

- Si bien hasta fin de año, no se esperarían cambios importantes en la morosidad de la cartera, la contracción general en los ingresos limitará la capacidad de generación de provisiones mostrada en años anteriores. De esta manera observamos que el MON antes de provisiones sobre cartera neta se ha reducido de 7.3% en el 2007 hasta 5.2% a Sep.10.

ACTIVOS IMPRODUCTIVOS

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

FONDEO Y LIQUIDEZ

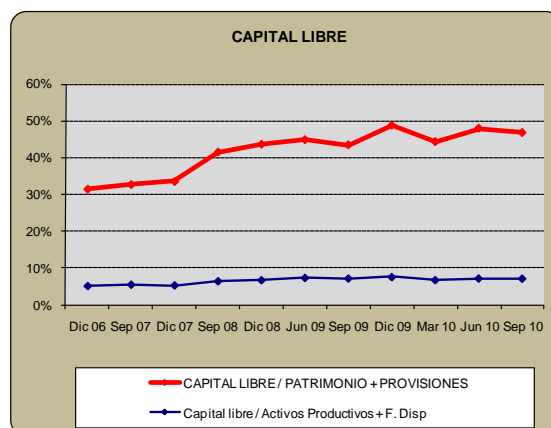


- Las captaciones del público se mantienen como la principal fuente de financiamiento del sistema bancario privado, estas financian el 80% del activo y representan el 89% del pasivo total. En lo que va del año se puede ver una desaceleración del crecimiento de las obligaciones con el público a nivel trimestral, sin embargo comparada con Sep.09 observamos un crecimiento de 18.5%, en gran parte influenciado por depósitos a la vista. Este aumento, se debe a que la economía ha mostrado altos niveles de liquidez, explicados en parte por la estabilización y aumento de precio del petróleo y la inyección de recursos del gobierno provenientes de los créditos externos.
- La participación de las obligaciones financieras como fuente de fondeo se ha reducido paulatinamente hasta niveles del 4% debido a presiones en el mercado de fondos a nivel internacional.

- Después de la crisis de 1999, el sistema ha mantenido altos niveles de liquidez a costa de rentabilidad como un escudo a entornos de incertidumbre macroeconómica. A futuro se puede esperar que dichos indicadores se vean presionados al tiempo que las instituciones buscan colocar dicha liquidez en activos productivos más rentables, aprovechando un aumento en la demanda de crédito.
- Los depósitos del público mantienen un crecimiento sustancialmente mayor al de la economía.
- Una amenaza para la liquidez del sistema financiero, proviene de un posible incremento en el grado de intervención del Gobierno local en sus recursos líquidos.

CAPITAL

- El sistema mantiene una estructura patrimonial saludable, gracias a que el patrimonio se ha fortalecido históricamente a través de la capitalización de parte de sus resultados. En algunos casos el aporte al patrimonio de las IFIS ha sido decisión de los accionistas pero en algunos casos restricciones impuestas por el ente de control. Esto ha permitido mantener al capital primario como principal componente de solvencia (100% del Patrimonio Técnico).



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