



UNIVERSIDAD TÉCNICA PARTICULAR DE LOJA

La Universidad Católica de Loja

ESCUELA DE BANCA Y FINANZAS

MODALIDAD ABIERTA Y A DISTANCIA

**“Titularización de flujos locales como mecanismo
de financiamiento para la emisora de tarjeta de
Crédito Pacificard S.A”**

Trabajo de Fin de Carrera previa a la obtención del Título de Ingeniero
en Administración en Banca y Finanzas

Autores:

Intriago Quiroz Liz Viviana

Reyes Zambrano Diana Elizabeth

Director:

Ing. Peñarreta Quezada Miguel Ángel

GUAYAQUIL-ECUADOR

2011

CERTIFICACIÓN

Ing. Miguel Ángel Peñarreta Quezada

DOCENTE DE LA ESCUELA DE BANCA Y FINANZAS

CERTIFICA:

Que el presente trabajo realizado por las estudiantes Liz Viviana Intriago Quiroz y Diana Elizabeth Reyes Zambrano, ha sido orientado y revisado durante su ejecución, por lo tanto autorizo su presentación.

Loja, 29 de noviembre 2011

f)

CESIÓN DE DERECHOS

Yo, Liz Viviana Intriago Quiroz y Diana Elizabeth Reyes Zambrano declaramos ser autores del presente trabajo y eximo expresamente a la Universidad Técnica Particular de Loja y a sus representantes legales de posibles reclamos o acciones legales.

Adicionalmente declaramos conocer y aceptar la disposición del Art. 67 del Estatuto Orgánico de la Universidad Técnica Particular de Loja que en su parte pertinente textualmente dice: “Forman parte del patrimonio de la Universidad la propiedad intelectual de investigaciones, trabajos científicos o técnicos y tesis de grado que se realicen a través, o con el apoyo financiero, académico o institucional (operativo) de la Universidad”.

.....
Liz Viviana Intriago Quiroz Diana Elizabeth Reyes Zambrano



AUTORIA

Las ideas, conceptos, procedimientos y resultados vertidos en el presente trabajo, son de exclusiva responsabilidad de los autores.

.....
Liz Intriago Quiroz

.....
Diana Reyes Zambrano

DEDICATORIA

A Dios por darme sabiduría potencial de culminar mi carrera
profesional

A mí Esposo e hijas por su apoyo incondicional.

Diana Reyes Zambrano

A Dios por su guía y amor incondicional.

A mis ángeles: Tommy y Julián, inspiración de vida.

A mi madre por su apoyo constante.

Liz Intriago Quiroz.

AGRADECIMIENTO

A Pacificard S.A., institución que ha sido parte de nuestra formación profesional y quien nos ha permitido el desarrollo de este proyecto.

A nuestro director de tesis el Ing. Miguel Ángel Peñarreta por ser nuestro guía incondicional en el desarrollo y culminación de esta tesis.

A nuestras familias y amigos que de manera desinteresada nos dieron su cariño y confianza.

Con la mayor gratitud.

LAS AUTORAS

ÍNDICE DE CONTENIDO

CERTIFICACION	ii
DECLARACION	iii
CESIÓN DE DERECHOS	iv
DEDICATORIA	v
AGRADECIMIENTO	v
INTRODUCCIÓN	5
Capítulo 1: Principales variables macroeconómicas relevantes en el proceso de titularización de flujos futuros de consumo.	15
1.1 Descripción del entorno económico	15
1.2 Inflación	20
1.3 Distribución de la Población Económicamente Activa	22
1.4 Tasas de Interés	25
1.5 Captaciones del Sistema	26
1.6 Desempeño de la Intermediación financiera	28
1.7 Hábitos de Consumo de los Clientes Pacificard S.A.	29
Capítulo 2: Titularización de flujos locales	32
2.1 Pasos a seguir en el proceso de titularización	32
2.1.1 Elementos que intervienen en el proceso de titularización	33
2.1.2 Agentes Vinculados en la titularización	35
2.1.3 Mecanismos de Garantía	36
2.1.4 Transferencia de Dominio	38
2.2 Ventajas de la Titularización	38
2.2.1 Ventajas para el originador	38
2.2.2 Ventajas para el Inversionista	39
2.2.3 Ventajas para el mercado bursátil	39
2.3 Costos de la titularización de flujos futuros locales	39
2.3.1 Costos de estructuración	39
2.3.2 Costo de Calificación de Riesgo	40

2.3.3 Costo de inscripción en el registro de mercado de valores _____	40
2.3.4 Costo del agente de manejo _____	41
2.3.5 Costo del agente pagador _____	41
2.3.6 Costo de Custodio _____	41
2.3.7 Costo de auditoría externa _____	41
2.3.8 Otros Costos _____	42
2.3.9 Componentes de costos de colocación primaria _____	42
Capítulo 3: Análisis financiero del originador Pacificard S.A. _____	45
3.1 Comportamiento de las principales variables del negocio del originador (Pacificard S.A.) _____	51
3.1.1 Evolución de la cartera _____	51
3.1.2 Evolución de tarjetahabientes _____	52
3.1.3 Evolución esperada total de tarjetahabientes _____	53
3.1.4 Distribución de la cartera Mastercard y Visa _____	53
3.1.5 Evolución de facturación _____	55
3.1.6 Evolución cartera promedio por tarjetahabiente _____	56
3.1.7 Evolución del Gap Financiero _____	57
3.1.8 Evolución de Cobertura _____	57
3.1.9 Evolución de morosidad de Pacificard S.A. (Mastercard y Visa) _____	58
3.1.10 Rentabilidad _____	60
Capítulo 4: Titularización de flujos futuros locales Pacificard S.A. _____	61
4.1 Flujos evaluados para el proceso de titularización _____	61
4.2 Fuentes de pago de la titularización _____	63
4.3 Diseño del modelo de flujos de recaudación proyectado _____	63
4.3.1 Proyección de flujos de recaudación _____	63
4.3.2 Desestacionalidad de las series de tiempo _____	66
4.3.3 Regresión _____	70
4.3.4 Resultados de la proyección _____	72
4.3.5 Simulación de escenarios (Sensibilización) _____	74

4.4 Cálculo del índice de desviación y monto a ser cubierto por los mecanismos de garantía	76
4.5 Capacidad Máxima de emisión	78
4.6 Características de la Estructura Financiera de la Titularización	79
4.7 Descripción de los Mecanismos de Garantía	80
4.7.1 Exceso Flujo de Fondos	80
4.7.3 Flujos Complementarios	83
4.7.4 Garantía subsidiaria del Originador	86
4.8 Descripción detallada de Proyección de los Flujos de Fondos a cargo del Patrimonio Autónomo, por un período equivalente al de la vigencia de la emisión y descripción detallada del procedimiento para su cálculo.	86
4.9 Flujo de Costos y Gastos asociados al Fideicomiso de Titularización	86
4.10 Costos y Gastos de Operación	87
4.11 Flujo de Fondos proyectado del Fideicomiso de Titularización	88
4.12 Punto de equilibrio del Proceso de Titularización	88
4.13 Calificación de Riesgos	88
4.14 Riesgos Inherentes a la Titularización	88
4.14.1 Riesgo Crediticio	88
4.14.2 Riesgo de Mercado	90
4.14.3 Riesgo de Liquidez	90
4.14.4 Riesgo de Solvencia	91
5. CONCLUSIONES	92
6. RECOMENDACIONES	93
7. BIBLIOGRAFÍA	94
8. ANEXOS	95
Índice de Gráficos	107
Índice de Tablas	108
Índice de Anexos	109

INTRODUCCIÓN

Antecedentes

Una de las razones por las cuales las empresas en la actualidad eligen la titularización como una alternativa de financiamiento, es para obtener mayor liquidez sin aumentar su nivel de endeudamiento, ni comprometer su patrimonio autónomo, ya que es un proceso que permite la generación de valor agregado mediante la transformación de tasas, plazos, y riesgos con características y ventajas comparativas, frente a las modalidades tradicionales de intermediación financiera.

La Ley de Mercados de Valores establece algunos mecanismos de financiamiento a través de la emisión de valores, como son: las obligaciones a largo plazo, el papel comercial u obligaciones a corto plazo, acciones y valores de procesos de titularización.¹

La titularización es considerada como una herramienta de profundización financiera puesto que impulsa el ahorro y amplía el mercado de valores.

Para este proyecto hemos considerado la titularización de flujos locales ya que el comportamiento del flujo de fondos de una empresa es uno de los puntos centrales del análisis financiero. ¿Por qué se considera que el flujo de fondos de una empresa es importante? En el análisis financiero fondos equivale a dinero; flujo de fondos es, entonces, flujo de dinero o flujo de caja, con dinero se pagan las deudas en el momento de su vencimiento, las remuneraciones al personal, los intereses a los acreedores, los impuestos al Estado, los dividendos a los accionistas.²

¹ Ver Forero, A. (2002)

² Ley de Mercado de Valores (Codificación 2006-001)

Breve Reseña del Originador

Pacificard S.A. es una emisora de tarjeta de crédito que en la actualidad forma parte del Grupo Financiero del Pacífico producto de una operación a través de la cual el Banco del Pacífico adquiriera en el año 2003 el 100% del paquete accionario de la empresa. Cabe mencionar que la compañía inició sus operaciones en el año de 1980 bajo el nombre de UNICREDIT con el que operó normalmente hasta el año de 1994, fecha en la que cambió su razón social a Mastercard del Ecuador S.A.

La compañía ha mantenido un crecimiento de sus operaciones a lo largo de toda su trayectoria. Así, se puede mencionar que bajo el nombre de Mastercard del Ecuador S.A. introdujo el programa denominado Maestro como el primer programa de débito en línea en el punto de venta en el mercado ecuatoriano, y en el año de 1996 se ofertó en el mercado ecuatoriano la red de cajeros Cirrus.

La empresa cambia de razón social a su denominación actual de Pacificard S.A. en marzo del año 2003 con la adquisición del 100% del paquete accionario por parte del Banco del Pacífico, con lo cual también se empezó a operar la marca Visa. De esta manera, gracias a una adecuada gestión, la compañía ha logrado ubicarse como uno de los principales líderes del mercado de tarjetas de crédito en Ecuador.³

Planteamiento del Problema

La titularización de flujos futuros es una alternativa confiable, segura y rentable, que se emplea por ser una de las opciones de financiamiento a bajo costo y a largo plazo, utilizada para el desarrollo de proyectos, previo cumplimiento de los requisitos establecidos por las leyes nacionales y autorización de los organismos oficiales designados para tal fin, como las Superintendencias de Valores, Bancos o Seguros, Leyes de la Comisión de Legislación y Codificación.

En este caso para la emisora de tarjeta de crédito Pacificard S.A. resulta poco rentable seguir financiándose con el Banco del Pacífico S.A. a través de una línea directa (cartas de crédito), debido a que no genera para la empresa ningún tipo de

³ Pacificard S.A.

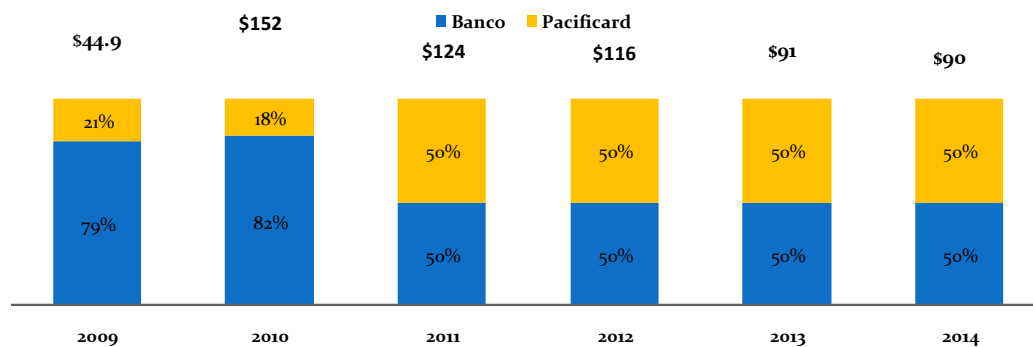
rendimiento, ya que la cartera de crédito y todo lo relacionado con ésta, pasa a formar parte de los activos del Banco del Pacífico S.A., motivo por el cual es necesario buscar una forma alterna para la obtención de liquidez en las mejores condiciones de costo financiero.

Actualmente el crecimiento de la compañía tiene 2 vías de financiamiento principales:

- 1.- Banco del Pacífico y
- 2.- Medio propios de Pacificard

Durante los últimos años el Banco del Pacífico ha financiado cerca del 80% del crecimiento total, como presentamos en el gráfico 1, en el año 2009 fue el 79% y en el año 2010 el 82%, para el año 2011 se ha planificado que el financiamiento se realice aproximadamente en un 50%-50%, se observa una proyección al año 2014, donde el financiamiento por parte del banco disminuye, mientras que la capacidad de Pacificard de crecer con recursos propios aumenta.

**Gráfico 1: Composición del financiamiento sobre los crecimientos esperados:
(Año 2009-2014)**



Fuente: Información proporcionada por Pacificard S.A.

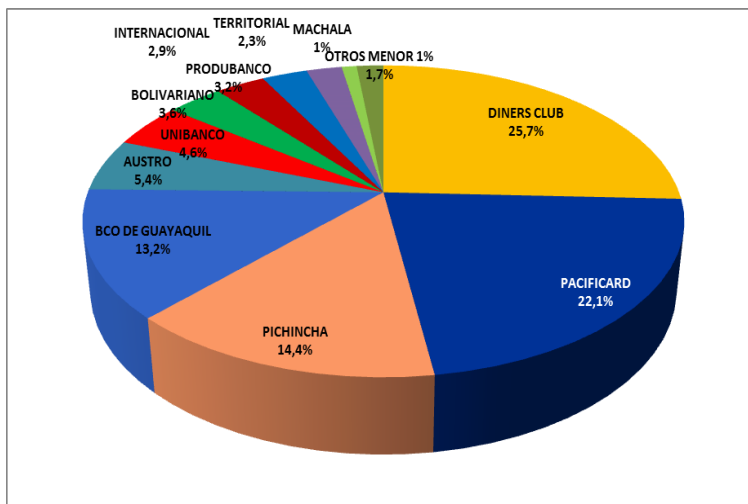
Elaboración: Las autoras

Justificación

El mercado actual está distribuido entre 4 competidores principales que controlan el 80% del total, Diners, Pacificard S.A., Banco de Guayaquil y Banco del Pichincha.

Pacificard S.A. sostiene firmemente la segunda posición, en función a la participación medida por facturación y saldos de cartera. El cuadro presente está en función a la participación por saldos de cartera, los cuales ascienden a US\$ 2,940 millones a diciembre del 2010.

Gráfico 2: Participación medida por saldos de facturación y saldos de cartera (2010)
(Expresado en porcentajes)



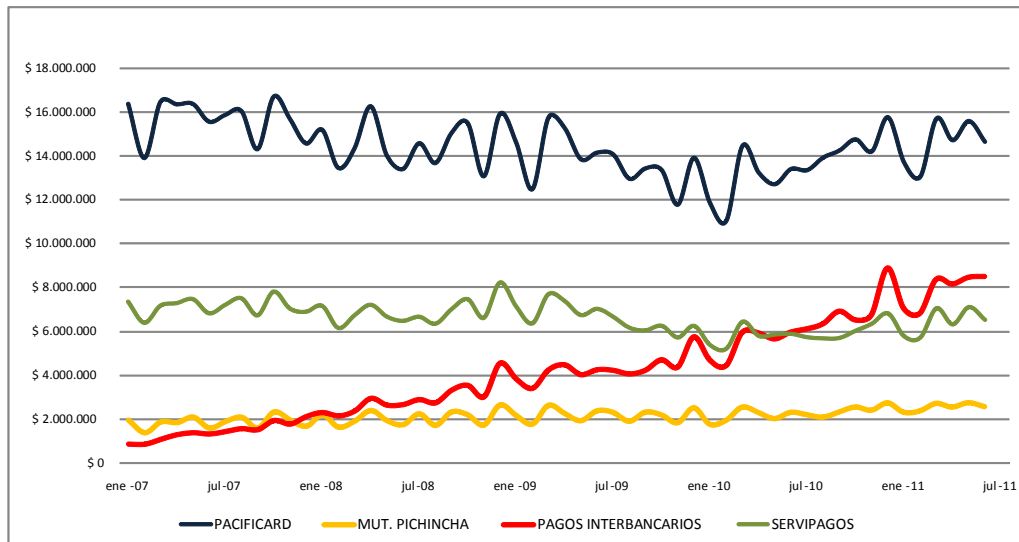
Fuente: Información proporcionada por Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

El gráfico 3 muestra la evolución de las recaudaciones a través de las distintas formas que tiene Pacificard S.A. (no se incluye las realizadas a través del Banco del Pacífico pues representan el 60% en promedio del total), donde se evidencia una leve reducción de pagos efectuados a través de agencias propias del emisor. La alta recaudación a través del Banco del Pacífico justifica el creciente posicionamiento de la marca por sus campañas estratégicas de inclusión de clientes del banco al brindar los servicios de la tarjeta, y a un permanente aumento de puntos de atención a nivel nacional.

También es interesante mencionar el notable incremento del sistema de recaudación a través del internet, o los pagos interbancarios, lo cual tiene una clara tendencia al alza (ver línea roja), gracias a los servicios de última tecnología, lo que facilita al usuario el poder pagar a través de esta metodología, y lo cual es altamente demarcado a nivel mundial por el extensivo uso del internet.

Gráfico 3: Canales de recaudación de Pacificard S.A excluyendo Banco del Pacífico (2007-2011)
(Expresado en millones de dólares)



Fuente: Pacificard S.A. Flujos recaudados (año 2007-2011)

Elaboración: Las autoras

Recaudación Histórica

Las recaudaciones de las empresas segmentadas de acuerdo a la fuente de recaudación, muestran que las dos principales vías corresponden a Pacificard S.A. y al Banco del Pacífico. Adicionalmente, cabe mencionar que las recaudaciones originadas en el Banco del Pacífico, Mutualista Pichincha y Pagos Interbancarios mantienen un crecimiento sostenido a partir del año 2007. A continuación se muestra el comportamiento histórico de las ventas realizadas por PACIFICARD S.A.⁴

⁴ Flujos recaudados Pacificard S.A (2007-2010)

Tabla 1: Recaudación histórica Pacificard S.A. (2007-2010)
(Expresado en dólares)

RECAUDACION HISTORICA PACIFICARD S.A. (US\$)						
AÑO	PACIFICARD	PACIFICO	MUT.PICHINCHA	PAGOS INTERBANCARIOS	SERVIPAGOS	TOTAL
2007	188.346.254	458.739.676	22.312.993	17.083.396	85.618.685	772.101.004
2008	174.621.798	533.066.289	24.666.171	35.077.183	82.699.381	850.130.823
2009	165.804.783	605.222.229	26.147.090	51.541.494	79.421.566	928.137.162
2010	163.129.343	683.099.257	27.126.864	74.159.254	70.883.021	1.018.397.738
Total	691.902.178,29	2.280.127.451,45	100.253.117,91	177.861.326,94	318.622.652,02	3.568.767

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

Para el presente proyecto de titularización, se considerará que el monto a titularizar, sea suficientemente una fuente que genere el flujo de ingresos necesario para cubrir los pagos de capital e intereses del proceso de titularización propuesto. Por este motivo, el análisis se lo realizará sobre la recaudación a través de pagos interbancarios (pagos que realizan los tarjetahabientes a su emisor a través del uso de internet), ya que estos presentan una clara tendencia creciente en el período analizado. Para este análisis vamos a considerar la recaudación mensual histórica a través de pagos interbancarios de acuerdo al detalle que a continuación se observa:

**Tabla 2: Recaudación histórica pagos interbancarios Pacificard S.A: (2007-2010)
(Expresado en dólares)**

Recaudación Histórica Pagos Interbancarios Pacificard S.A.				
Mes	2007	2008	2009	2010
Enero	856.130	2.299.087	3.827.488	4.677.508
Febrero	850.472	2.139.022	3.396.027	4.437.790
Marzo	1.077.130	2.367.181	4.243.650	5.960.072
Abril	1.288.293	2.946.592	4.476.877	5.923.642
Mayo	1.374.945	2.630.871	4.022.664	5.654.138
Junio	1.317.809	2.655.702	4.250.671	5.967.118
Julio	1.429.122	2.890.903	4.224.015	6.115.950
Agosto	1.561.558	2.733.888	4.057.035	6.341.322
Septiembre	1.511.258	3.315.711	4.222.525	6.923.326
Octubre	1.934.748	3.538.322	4.707.415	6.517.540
Noviembre	1.767.501	3.008.155	4.363.540	6.750.242
Diciembre	2.114.429	4.551.750	5.749.588	8.890.606

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

Primeras Titularizaciones de Pacificard S.A. MasterCard

En el año 2002, Mastercard del Ecuador, fue la primera firma en titularizar \$8 millones de su cartera (Titularización MasterCard Flujos del Exterior) es decir, poner en un fideicomiso los pagos y avances efectuados por sus clientes para emitir títulos valores por adelantado y negociarlos en las Bolsas.

La titularización se presenta no solo como una de las prioridades para levantar al deprimido mercado de valores ecuatoriano, sino principalmente como un mecanismo para financiar a empresas, a un costo menor que en el sistema financiero.

El beneficio está en que el costo de los papeles fue del 9,5%, mientras que el de un crédito bancario, era del 14%. Eso significó un ahorro del 4,5 %, que, en este caso, correspondió a \$360 millones. La imagen de la empresa frente a las calificadoras también mejora, pues la adquisición de fondos no se registra en los balances como una cuenta por pagar, porque la fiducia es un patrimonio independiente.

La segunda Titularización de Flujos del Exterior de Pacificard S.A. - MasterCard es por un monto de \$43 millones de dólares la cual fue dividida en 2 series:

- Serie A hasta US\$10,000,000 con un plazo de 3 año, paga capital e intereses cada 90 días y empieza con una tasa de interés del 8% anual, reajutable cada 90 días a un factor de la Tasa Pasiva Referencial publicada por el Banco Central del Ecuador más 2.5 puntos.

- Serie B hasta US\$33, 000,000 con un plazo de 5 años, paga capital e intereses cada 90 días y empieza con una tasa de interés del 8.5% anual, reajutable cada 90 días a un factor de la Tasa Pasiva Referencial publicada por el Banco Central más 3 puntos. (Ver tabla 3)

Tabla 3: Titularizaciones de Pacificard S.A.

Emisiones Pacificard S.A.	Monto total inversión	Monto mínimo a invertir	% interés	Plazo	Año
Fideicomiso Mercantil Irrevocable "Titularización Mastercard - Flujos del Exterior"	8.000.000,00	10.000,00	8.00%	1 año	2002
Segunda Titularización "Flujos del exterior Pacificard-Mastercard"	43.000.000,00	-	8.00% 8.50%	3 - 5 años	2007

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

Con los antecedentes expuestos podremos determinar que con los recursos que se obtengan de la titularización, Pacificard S.A logrará una fuente alterna de fondeo para la ampliación de las operaciones propias.

Con esta investigación se podrá comparar el resultado exitoso que se obtendrá previo a los análisis financieros históricos, análisis proyectados, análisis de hechos de importancia recientes, evaluación de riesgos y oportunidades de los pagos interbancarios realizados.

En este caso vamos a enfocar la "Titularización de Flujos Futuros Locales", en los pagos que realizan los tarjetahabientes a su emisor a través del uso de internet,

(pagos interbancarios), herramienta que hoy en día ha sido explotada a nivel mundial no sólo como uso de redes sociales, sino también en empresas que han creado sus páginas web para dar un mejor servicio y facilidad a sus clientes al momento de realizar consultas y pagos desde la comodidad de su hogar o trabajo.

Se entiende por pagos interbancarios al mecanismo que permite, a través del Banco Central del Ecuador y en el ámbito nacional, la transferencia electrónica de fondos entre cuentas corrientes, de ahorros, de tarjetahabientes o especiales de pagos de clientes de instituciones financieras diferentes.

El sistema de pagos interbancario que el Banco Central del Ecuador pone a disposición del sistema financiero, puede ser usado por toda institución financiera del sector público o privado que mantenga una cuenta corriente en el Banco Central, y que a su vez preste los servicios de depósitos a la vista en la forma de cuentas corrientes o de ahorros, a favor de personas naturales o jurídicas.

Objetivos

Objetivo General

La presente investigación tiene por objeto analizar la titularización de flujos futuros locales cómo una herramienta moderna utilizando el canal SPI (Sistema de Pagos Interbancarios), que permite obtener recursos a través del mercado de valores y éstos pueden ser reinvertidos y usados para mejorar la eficiencia interna y la dependencia de fondeo por parte del accionista Banco del Pacífico S.A.

Objetivos Específicos

a) Determinar a través de los indicadores de endeudamiento la eficiencia del costo de capital asociado a la titularización.

b) Permitir una fuente alterna de financiamiento para la ampliación de las operaciones propias del giro ordinario del negocio, con un costo financiero y plazo razonable.

Capítulo 1: Principales variables macroeconómicas relevantes en el proceso de titularización de flujos futuros de consumo.

1.1 Descripción del entorno económico

Las decisiones que el gobierno toma en materia económica sin lugar a dudas afectan a todos los agentes económicos de alguna u otra manera, sean estas personas, familias, empresas, inclusive al mismo sector público. Es por eso que este primer capítulo centra la atención en las principales variables económicas que tengan o podrían llegar a tener relación con el tema central de nuestro trabajo.

La economía ecuatoriana ha alcanzado ciertos niveles de estabilidad desde el punto de vista de las variables macroeconómicas. Sin duda la dolarización ha permitido que la inflación se reduzca hasta alcanzar niveles internacionales, se eliminó el peligro de la especulación monetaria, de la emisión inorgánica de dinero y se ha logrado un relativo crecimiento de la economía.

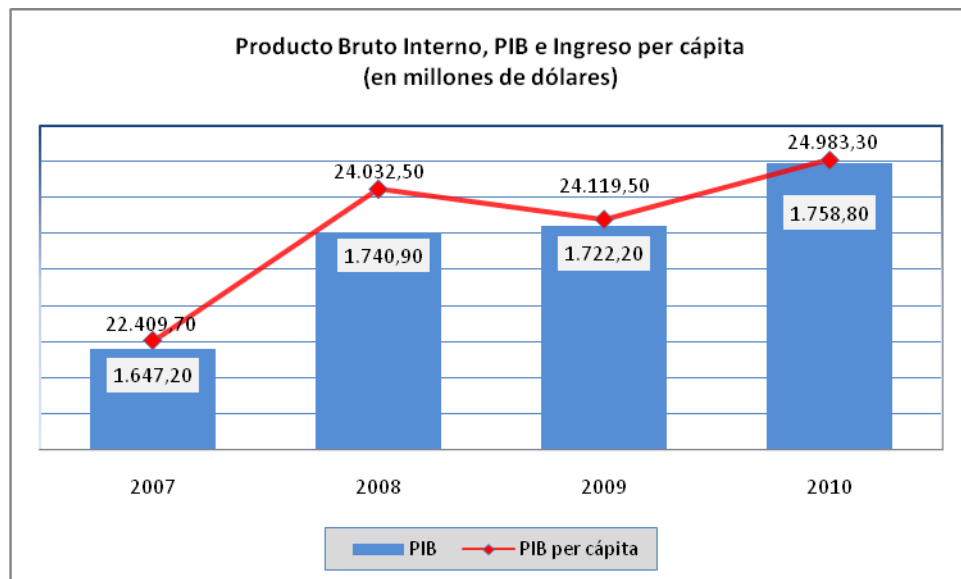
Básicamente el PIB es el valor monetario de todos los bienes y servicios de uso final producidos en una economía en un determinado período de tiempo que generalmente es un año. Sirve también para medir el aumento o la disminución de bienes y servicios de las empresas en un determinado país.

El gráfico 4 muestra la evolución del PIB en los últimos 3 años, esta gráfica muestra como la economía ecuatoriana se está recuperando paulatinamente de la profunda crisis mundial que afectó a todos los países, manteniendo así niveles razonables de producción e inversión pública constante.

El PIB del año 2009 con respecto al 2008 se mantuvo casi igual, sin embargo a partir del tercer trimestre del 2009 existe una tendencia positiva de crecimiento trimestral.⁵

⁵ Estadísticas macroeconómicas del Banco Central del Ecuador (2011)

**Gráfico 4: Evolución del Producto Interno Bruto en el Ecuador (US\$)
(Año 2007-2010)**



Fuente: Tomado del Banco Central del Ecuador

Elaboración: Las Autoras

El decrecimiento que se puede apreciar en el cuarto trimestre del 2008 y los dos primeros trimestres del 2009 se debe principalmente a la disminución de las exportaciones (6.09%) y productos alimenticios diversos (1.73%), ocasionado en gran medida por el impacto de la crisis a nivel internacional.⁶

El excelente manejo de los mercados financieros es un agente clave para tener un alto crecimiento económico, en cambio un pobre desempeño de dichos mercados es una de las causas por las que muchos países aún permanecen sumamente pobres. En los países desarrollados las actividades de los mercados financieros tienen impactos directos sobre la riqueza de las personas, sobre el comportamiento de las empresas y de los consumidores y sobre el desempeño cíclico de toda la economía.

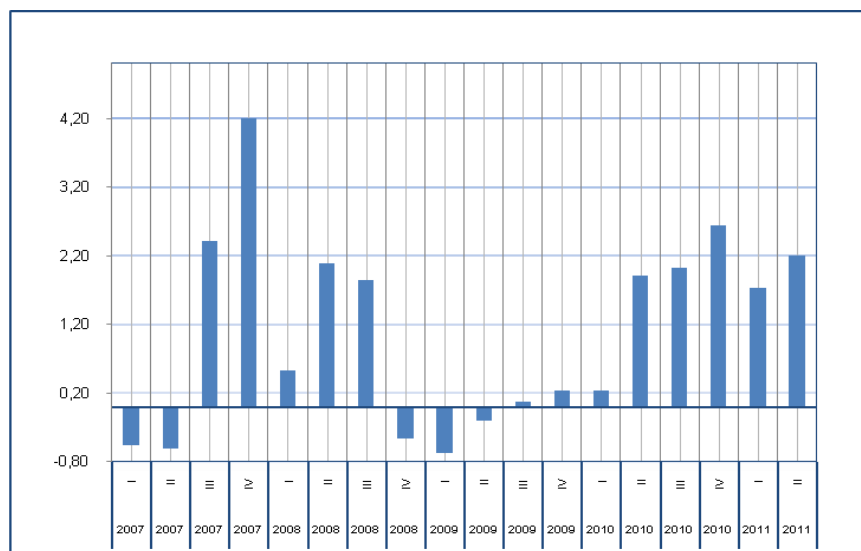
Las instituciones financieras como: bancos, compañías de seguros, mutualistas, financiadoras, administradoras de fondos, etc., son las que hacen que los mercados

⁶ Estadísticas Macroeconómicas del Banco Central del Ecuador (2011)

financieros funcionen, por lo tanto un sistema financiero desarrollado y eficiente establece un importante dinamizador del desarrollo económico en el país.

De hecho, desde el punto de vista social es fundamental que el sistema financiero, en su conjunto, no sólo sea eficiente sino que no sea débil. Por ambas razones es necesario que el sistema sea fuertemente regulado por el Estado.

**Gráfico 5: Variación Trimestral del PIB
(Expresado en porcentajes)
(Año 2007-2010)**



Fuente: Tomado del Banco Central del Ecuador

Elaboración: Las Autoras

En cuanto a las importaciones se registró una disminución en varios rubros, siendo los más significativos: maquinaria y equipo (18.23%), productos químicos (4.53%) y transporte (18.3%).

En el año 2010, se observa una recuperación de las exportaciones ecuatorianas, la demanda interna nacional creció sostenidamente, comportamiento que se explica en el aumento continuo de las importaciones en el mismo período.

Tabla 4: Oferta utilización de Bienes y Servicios en precios constantes 2000, CVE (Tasa de variación de t/t-1) (Año 2009-2010)

Trimestres	2009.I	2009.II	2009.III	2009.IV	2009	2010.I	2010.II	2010.III	2010.IV	2010
P.I.B	-0,67	-0,20	0,08	0,25	0,36	0,24	1,95	2,09	2,64	3,58
Importaciones (fob)	-13,19	-6,44	2,78	5,92	-11,57	5,59	5,04	2,94	1,96	16,29
Oferta final	-4,86	-2,11	0,87	1,94	-3,56	1,89	2,91	2,33	2,42	7,41
Demanda interna	-5,55	-2,24	0,44	3,72	-2,75	2,56	1,84	4,22	1,41	9,13
Total consumo	-2,08	-1,39	0,87	0,88	-0,15	2,66	2,64	1,75	1,89	6,90
Consumo final hogares	-2,28	-1,60	0,97	0,85	-0,70	3,18	2,94	1,82	1,80	7,67
Consumo final Gobierno General	-0,57	0,07	0,14	1,10	4,03	-1,03	0,37	1,21	2,59	1,42
FBKF	-7,18	-2,90	0,51	0,90	-4,26	4,25	3,53	3,58	3,93	10,24
Exportaciones (fob)	-2,73	-1,73	2,15	-3,24	-5,90	-0,19	6,35	-3,49	5,75	2,28
Utilización	-4,86	-2,11	0,87	1,94	-3,56	1,89	2,91	2,33	2,42	7,41

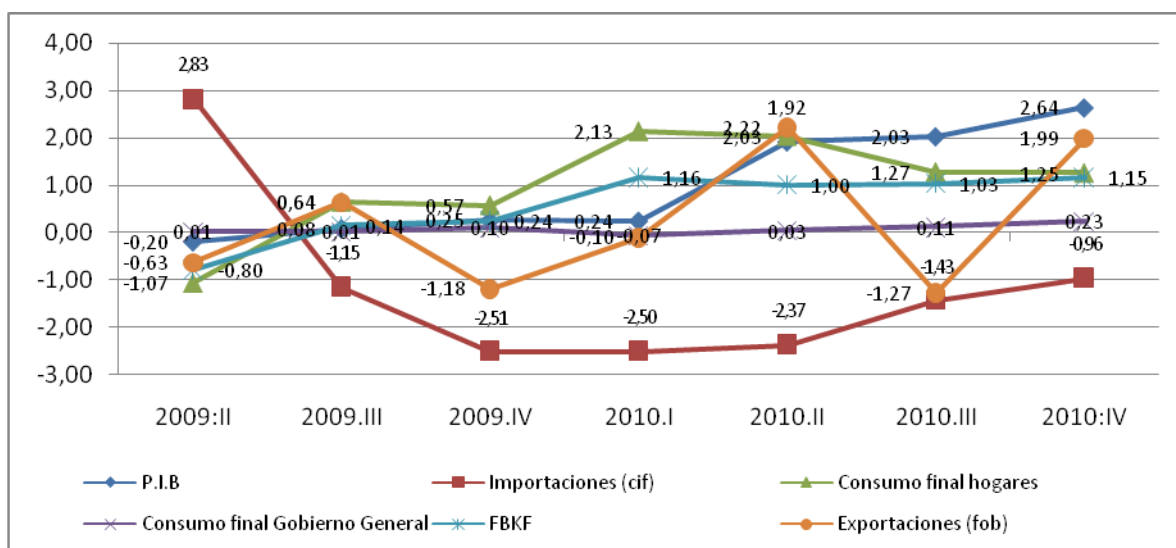
t/t-1, variación del trimestre respecto al inmediato anterior

Fuente: Tomado del Banco Central del Ecuador

Elaboración: Las autoras

En el cuarto trimestre de 2010, las contribuciones al crecimiento del PIB de las exportaciones y de la FBKF se incrementaron.⁷

Gráfico 6: Contribución de los componentes del gasto a la variación trimestral del PIB expresado en porcentajes (Año 2009-2010)



Fuente: Tomado del Banco Central del Ecuador

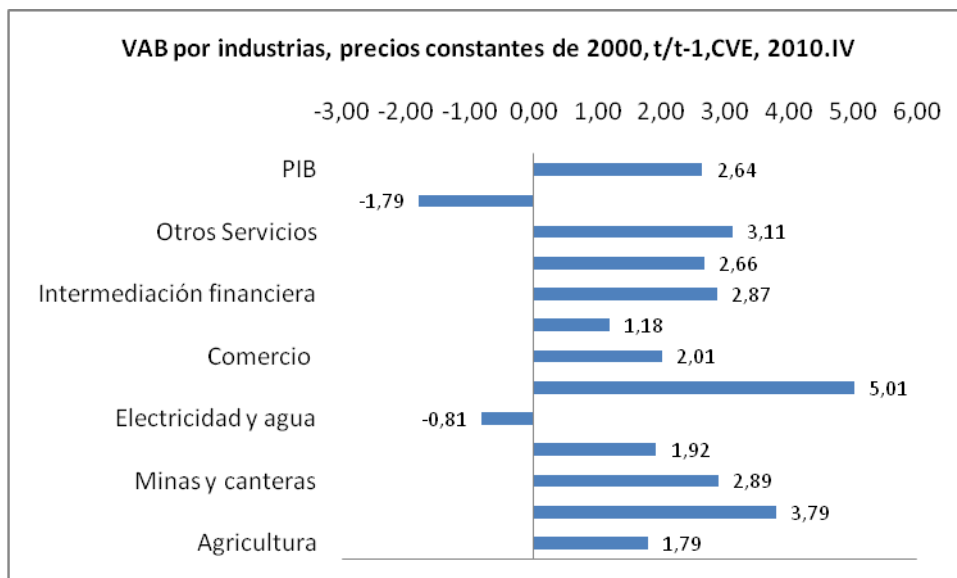
Elaboración: Las autoras

⁷ Estadísticas Macroeconómicas del Banco Central del Ecuador (2011)

Desde el punto de vista de las contribuciones al crecimiento del PIB, se aprecia que la formación bruta de capital fijo (FBKF) aportó en 1.15%; las exportaciones en 1.99%; el consumo final de los hogares en 1.25%; el consumo del gobierno general en 0.23%.

En este último trimestre se ratifica que la tendencia de la brecha entre la oferta total y el PIB es creciente, debido a que las importaciones progresan más aceleradamente que el resto de componentes del PIB. Si bien esta situación afectó las tasas de crecimiento del PIB, gran parte de las importaciones pueden traducirse en mejoras futuras (aumento del stock de materias primas y bienes de capital) de la capacidad productiva de la economía.⁸

**Gráfico 7: VAB por industrias, cuarto trimestre
(Expresado en porcentajes)
(Año 2010)**



Fuente: Tomado del Banco Central del Ecuador

Elaboración: Las autoras

⁸Estadísticas Macroeconómicas - Banco Central del Ecuador (2011)

Se destacan en el último trimestre del 2010 los crecimientos de las siguientes actividades económicas: construcción (residencial, no residencial y obra civil) 5.01%, pesca (captura de peces y producción primaria camaronera) 3.79%, otros servicios 3.11%, minas y canteras (incluye la industria de la extracción de petróleo crudo) 2.89%, intermediación financiera 2.87%; gobierno general (administración pública) 2.66%, comercio (al por mayor y menor) 2.01%, manufactura (categoría que excluye a la industria de la refinación de petróleo) 1.92%, agricultura 1.79% y transporte 1.18%. Mientras que la actividad de electricidad y agua registró un decrecimiento de -0.81% por la reducción del nivel de producción y aumento de costos por el uso de derivados de petróleo e importación de energía eléctrica desde Colombia.

De su lado los otros elementos del PIB (IVA, ICE, derechos arancelarios, otros impuestos sobre las importaciones y productos), presentaron un decrecimiento de -0.04%.

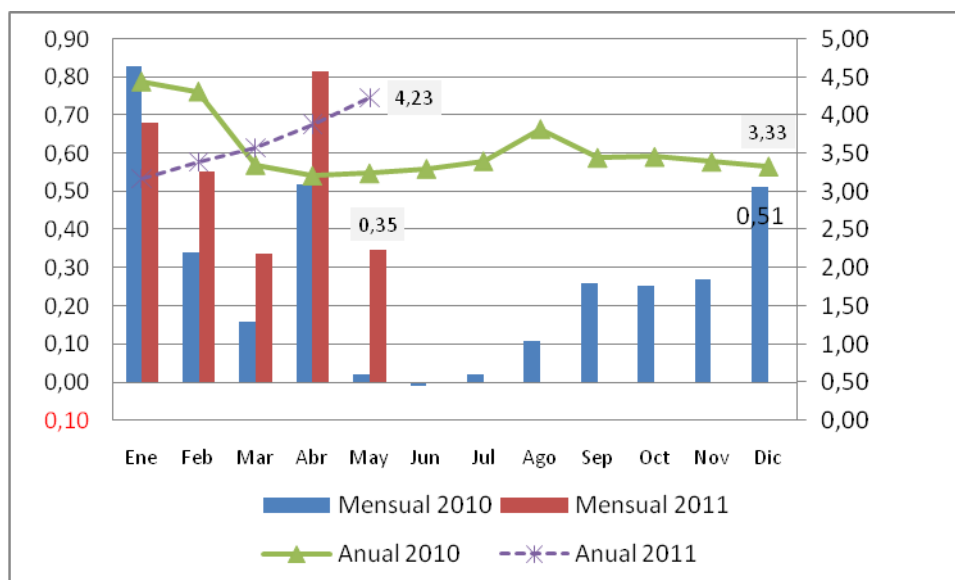
En términos generales la producción los otros servicios (incluye hoteles, bares y restaurantes; comunicaciones, alquiler de vivienda, servicios a empresas y hogares; salud y educación pública y privada), construcción (pública y privada), elaboración de refinados de petróleo, minas y canteras; y, comercio (al por mayor y menor), fueron las actividades económicas que más contribuyeron al crecimiento del PIB.

1.2 Inflación

La inflación mensual de mayo 2011 del IPC se ubicó en 0.35%, porcentaje inferior al del mes inmediatamente precedente pero marcadamente superior al de igual mes del año anterior que fue de 0.02%. A nivel anual, la tendencia de incremento inflacionaria se evidencia desde inicios de 2011.⁹

⁹ Boletín Mensual - Banco Central del Ecuador Mayo (2011)

**Gráfico 8: Inflación mensual y anual
(Año 2010-2011)**



Fuente: Tomado del INEC

Elaboración: Las autoras

A diciembre del año 2010, el índice de precios al consumidor (IPC) registró una variación mensual de 0.51%, porcentaje similar al de diciembre 2009 (0.58%). En términos anuales, la variación del IPC se ubicó en 3.33%, casi un punto porcentual inferior a la alcanzada en 2009 (4.31%).

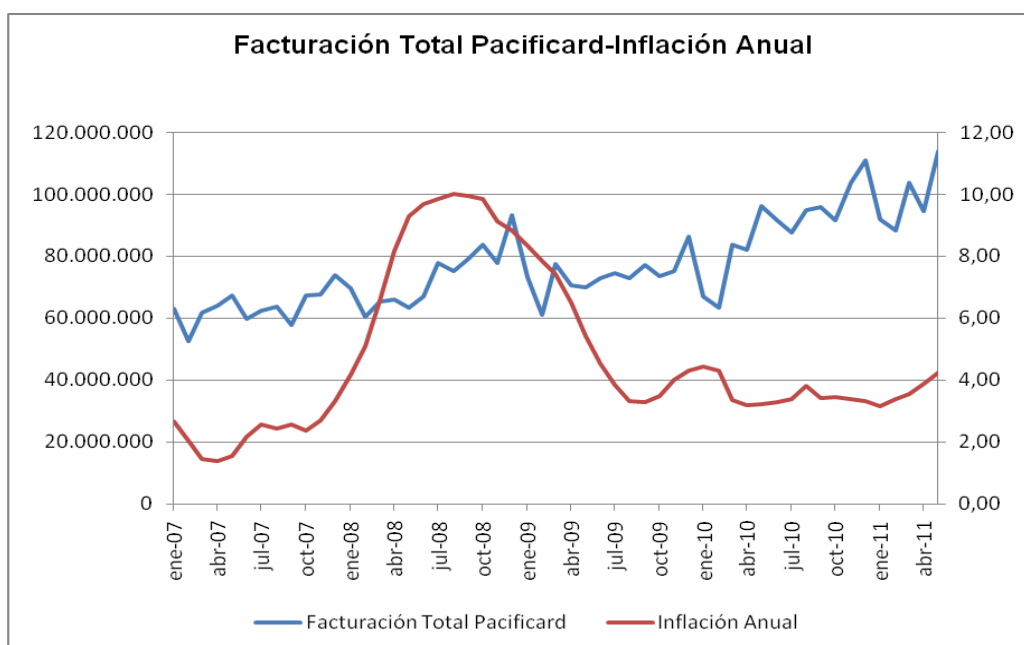
En el acumulado de la inflación en el 2010 (3.33%), la mayor variación se registró en la división de bebidas alcohólicas, tabaco y estupefacientes (6.31%), seguida de alimentos y bebidas no alcohólicas (5.40%). Contrariamente, el rubro de recreación y cultura presentó deflación (-0.94%).

La inflación acumulada del período enero-mayo 2011 fue de 2.77%, porcentaje superior al registrado en igual mes del 2010. Durante el período acumulado de 2011, la mayor inflación acumulada se registró en las divisiones de consumo de alimentos y bebidas no alcohólicas 4.98% y prendas de vestir y calzado 3.96%.¹⁰

¹⁰ Instituto Nacional de Estadística y Censos - Reporte de Inflación anual (2010-2011)

El consumo de los tarjetahabientes de Pacificard S. A. (gráfico 9) está explicado parcialmente por el comportamiento de los precios, sin embargo el consumo del mismo ha estado a la alza por otros factores como la estabilidad laboral y empresarial; la variabilidad de precios en insumos y servicios de primera necesidad no afecta directamente en su economía y hábitos de consumo; en lo que se asemeja el comportamiento del consumo y la inflación es en sus ciclos, ya que tanto los precios como el consumo tienden al alza en ciertas épocas del año.¹¹

**Gráfico 9: Consumo Pacificard S.A. – Inflación
(Año 2007-2010)**



Fuente: INEC, Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

1.3 Distribución de la Población Económicamente Activa

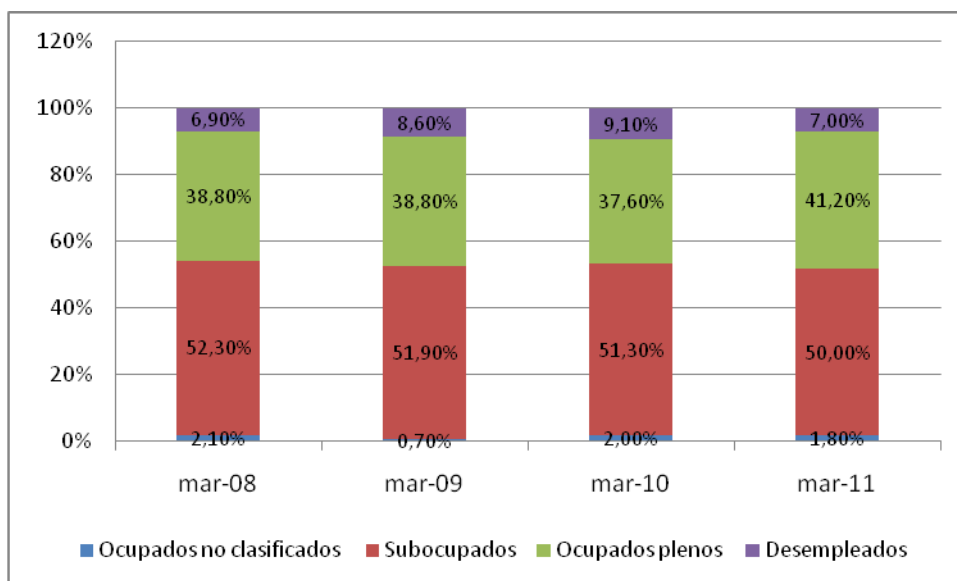
A marzo del 2010, la mayor parte de la PEA se ubicó en los sub-ocupados (51.3% del total); por su lado, la tasa de ocupación plena fue la segunda en importancia al situarse en 37.6%; le sigue la tasa de desocupación total 9.1%. Al comparar con el mes de marzo de 2009, los sub-ocupados disminuyeron en 0.6 y los

¹¹ Pacificard S.A. Facturación Total (2007-2010)

desocupados aumentaron 0.5 puntos porcentuales, en tanto que los ocupados plenos disminuyeron en 1.2 puntos porcentuales.

La estructura del mercado laboral con respecto a la PEA en marzo 2011, no ha sufrido mayores alteraciones, en donde la mayor parte de la PEA se ubicó en los sub-ocupados 50.0% del total; la tasa de ocupación plena fue la segunda en importancia al situarse en 41.20%; le sigue la tasa de desocupación total 7.0%. Estos resultados con respecto al mes de marzo 2010, evidencian que los sub-ocupados y los desempleados disminuyeron en 1.3 y 2.1 puntos porcentuales, respectivamente, en tanto que los ocupados plenos aumentaron en 3.6 puntos porcentuales.¹²

**Gráfico 10: Distribución de la Población Económicamente Activa
(Expresado en porcentajes)
(Año 2008-2011)**



Fuente: INEC

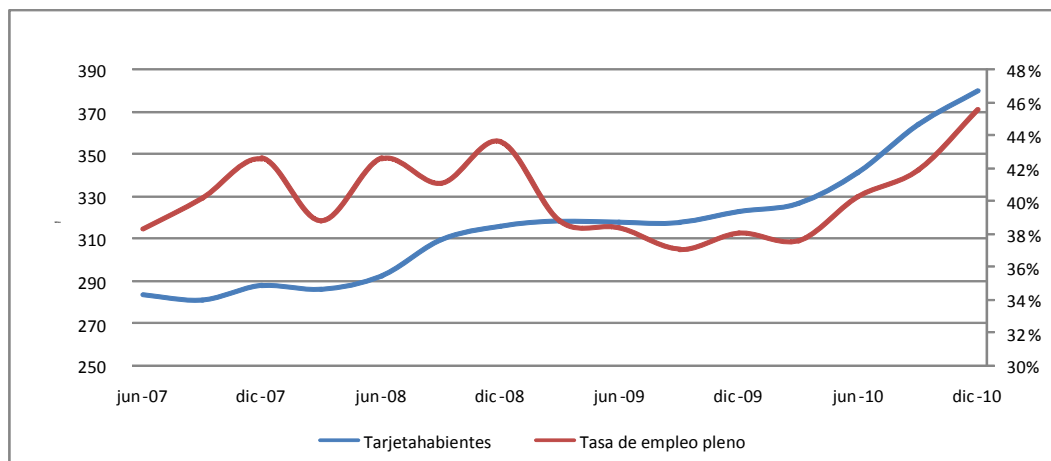
Elaboración: Las autoras

Tras la recesión mundial del 2009 que provocó millones de despidos en todo el mundo, se aprecia una clara recuperación del empleo en el país, que se pudo haber dado por las políticas precautelarias del gobierno ecuatoriano, que incentivó a la

¹² Instituto Nacional de Estadísticas y Censos - Estadísticas Sociales –Encuestas Sociodemográficas

empresa privada a la inversión y desarrollo vía créditos de distintos organismos estatales y vía subsidio social.

**Gráfico 11: Tarjetahabientes Pacificard S.A.
(Año 2007-2010)**



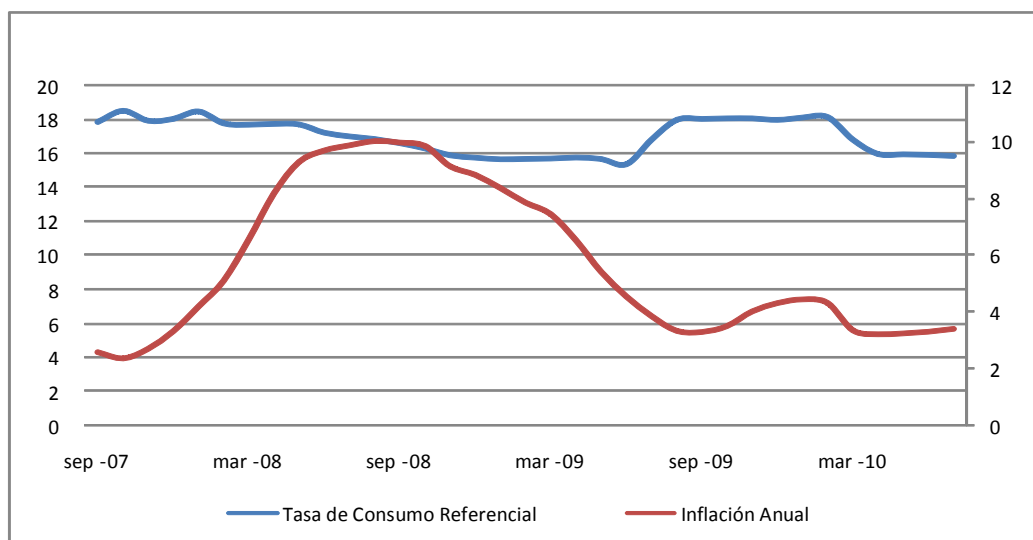
Fuente: INEC, Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

La estabilidad del empleo en los últimos años se ha reflejado en el número creciente de tarjetahabientes de Pacificard, lo cual es positivo tanto para la población como para Pacificard, ya que la primera tendrá más opciones de crédito conforme mejore su situación y el segundo le permite asegurar sus flujos de ingresos, lo que le abre las posibilidades de crecimiento hacia más usuarios.

1.4 Tasas de Interés

**Gráfico 12: Tasa de Interés – Inflación
(año 2007-2010)**



Fuente: Superintendencia de Bancos-INEC

Elaboración: Las autoras

Entre septiembre 2007 y octubre 2008 hubo una política activa de reducción de las tasas activas efectivas máximas referenciales. Posteriormente, las tasas activas efectivas máximas referenciales se han mantenido constantes con excepción de la tasa del segmento de consumo que se incrementó a 18%.

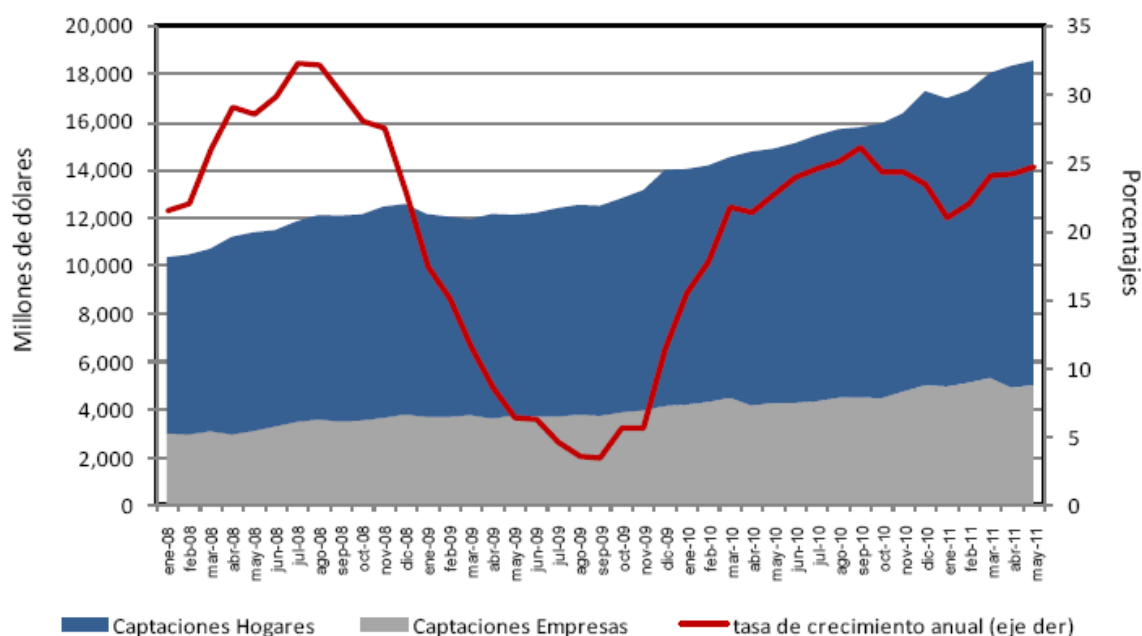
El control de la inflación ha contribuido a apuntalar el dinamismo del sector financiero; pese a la reducción de las tasas de interés, la inflación así mismo se ha reducido permitiendo mantener el grado de apalancamiento total (GAP) de forma similar.¹³

¹³ Superintendencia de Bancos y Seguros-Tasas de interés-Instituto Ecuatoriano de Estadísticas y Censos (2007-2010)

1.5 Captaciones del Sistema

Los depósitos en el Sistema Financiero (empresas y hogares) alcanzaron en mayo del 2011 USD 18,525 millones (31.9% del PIB), frente a USD 17,259 millones (29.8% del PIB) registrados en diciembre de 2010. La tasa de crecimiento anual fue 24.7% en mayo del 2011 y 23.5% en diciembre de 2010.¹⁴

**Gráfico 13: Captaciones del Sistema Financiero
(Año 2008-2011)**

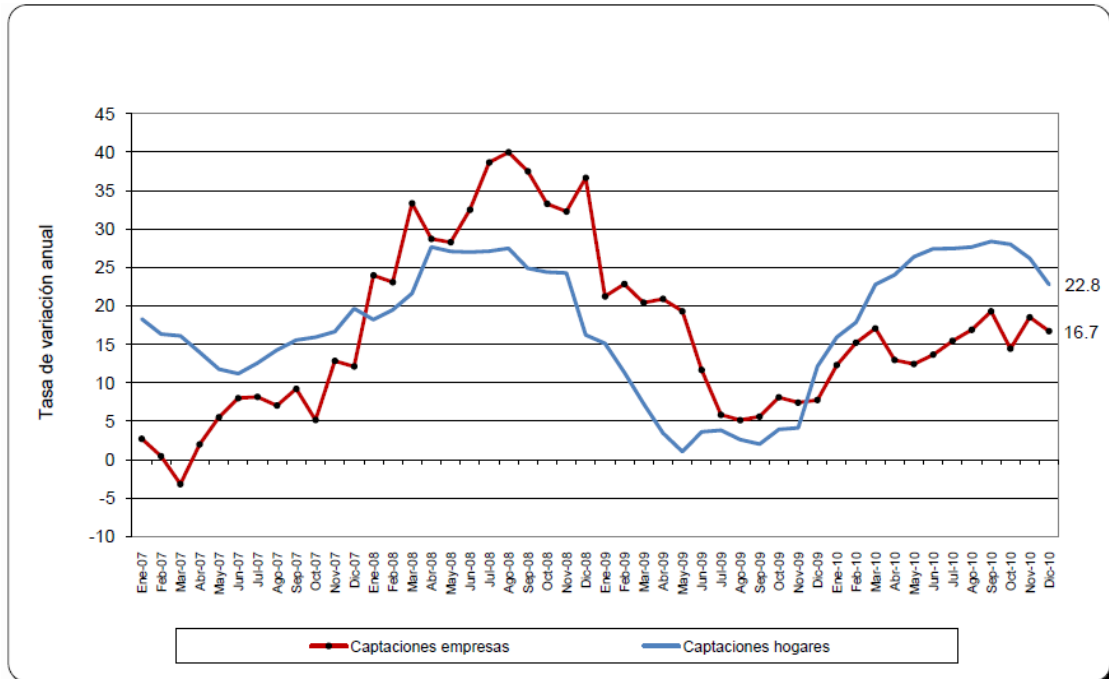


Elaboración y Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros

En mayo del 2011, las captaciones por sector institucional muestran que los depósitos de las empresas aumentaron a una tasa anual de 17.3% y los depósitos de los hogares a una tasa anual de 27.6%.

¹⁴ Superintendencia de Banco y Seguros-Estadísticas-Captaciones y Colocaciones Sociedades Financieras 2008-2011

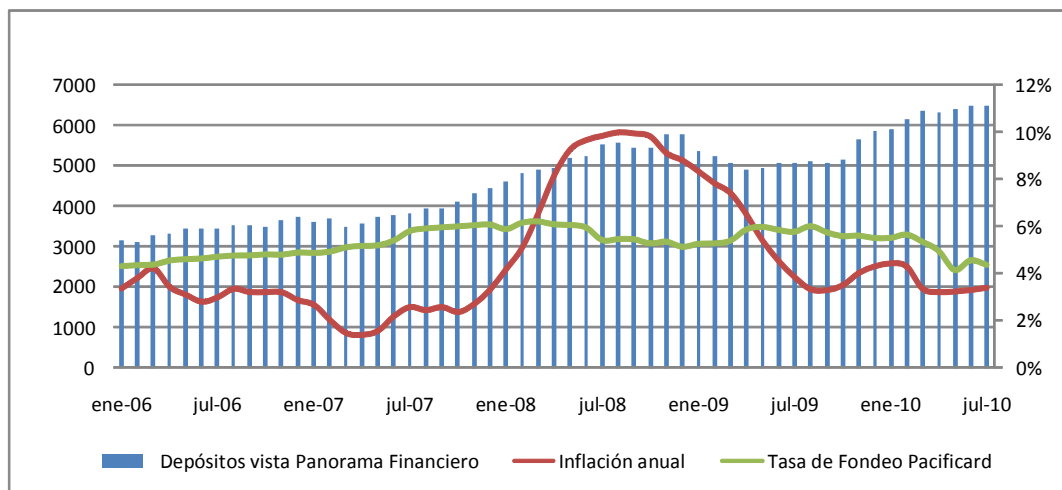
Gráfico 14: Captaciones de Empresas y Hogares
(Año 2007-2010)



Elaboración y Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros

Los depósitos a la vista del sistema financiero están con una clara tendencia a la alza, ratificando la confianza que tiene la población en el sistema y la economía ecuatoriana; se puede apreciar además que la tasa pagada por Pacificard S.A. a sus inversionistas siempre estuvo sobre la inflación, con excepción del año 2008.

**Gráfico 15: Depósitos a la Vista vs. Fondo Pacificard S.A. e Inflación
(Año 2006-2010)**



Fuente: Superintendencia de Bancos – Pacificard S.A.

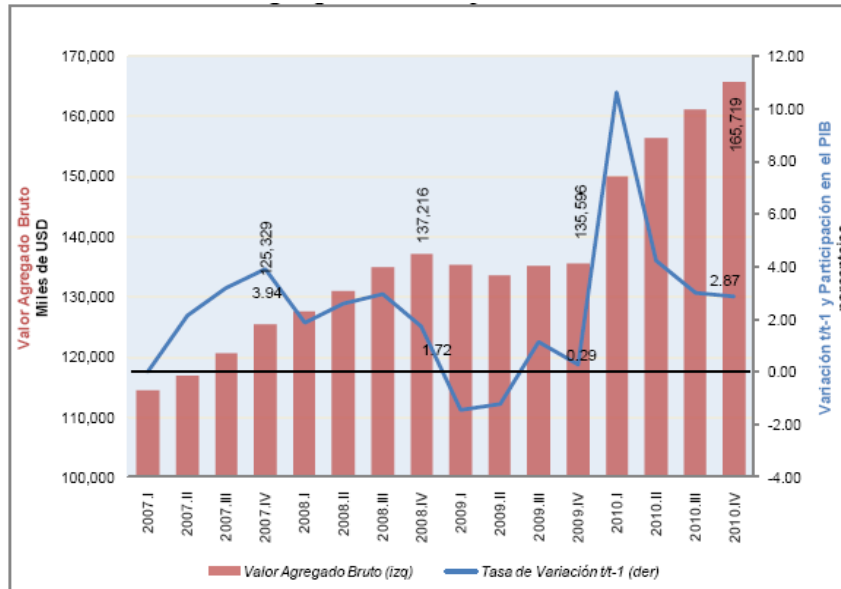
Elaboración: Las autoras

1.6 Desempeño de la Intermediación financiera

La intermediación financiera, actividad económica que influye en la producción de los bancos privados, bancos públicos, mutualistas, financieras, seguros (de vida y no vida), tarjetas de crédito, etc., presentó un incremento de 2.80%, respecto del cuarto trimestre de 2010; esta actividad económica tuvo una participación en el PIB de 0.07%, sin embargo; en relación al crecimiento anual del PIB 2010 aportó en 0.3%¹⁵

¹⁵ Dirección de Estadística Económica – Banco Central del Ecuador Mayo 2011

**Gráfico 16: Servicios de Intermediación Financiera
(Año 2007-2010)**



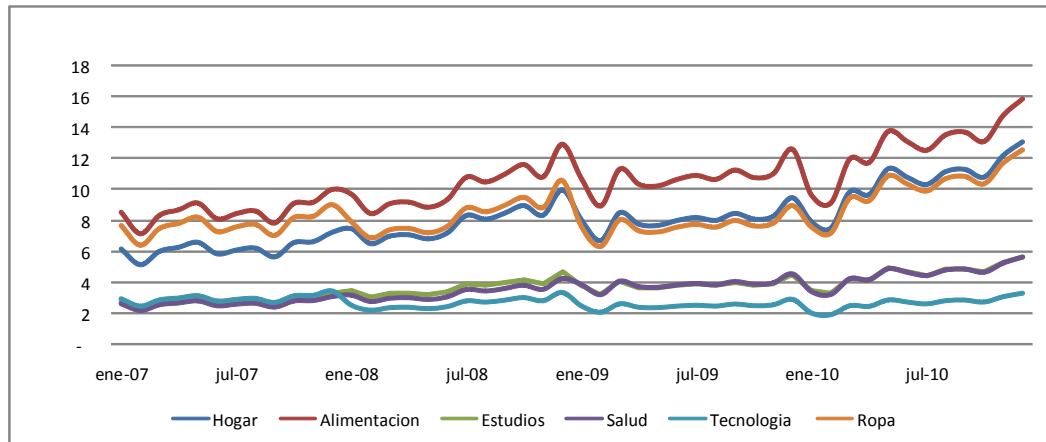
Elaboración y Fuente: Banco Central del Ecuador

1.7 Hábitos de Consumo de los Clientes Pacificard S.A.

En el gráfico 17 se aprecia la disposición global de los hábitos del consumidor promedio de Pacificard S.A., en la cual ratifica la tendencia incremental de su uso, ya sea por mayor frecuencia o mayor número de tarjeta habientes; además se confirma los momentos estacionales de consumo.

En el Ecuador el uso de la tarjeta de crédito es tan importante que la mayoría de las personas que están dentro del sector productivo tienen al menos una ó dos tarjetas de crédito, en cambio, a nivel mundial la tendencia es muy similar y esto se evidencia en las estadísticas que demuestran que en el mundo se registran aproximadamente \$7 trillones en compras y avances en efectivo. El 60,2% de este mundo está copado por Visa y el 26,5% por MasterCard.

**Gráfico 17: Evolución del consumo clientes Pacificard S.A.
(Año 2007-2010)**

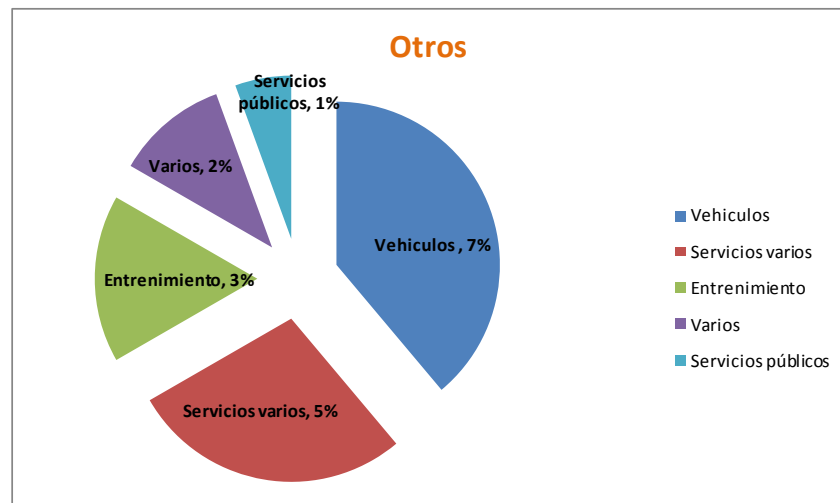
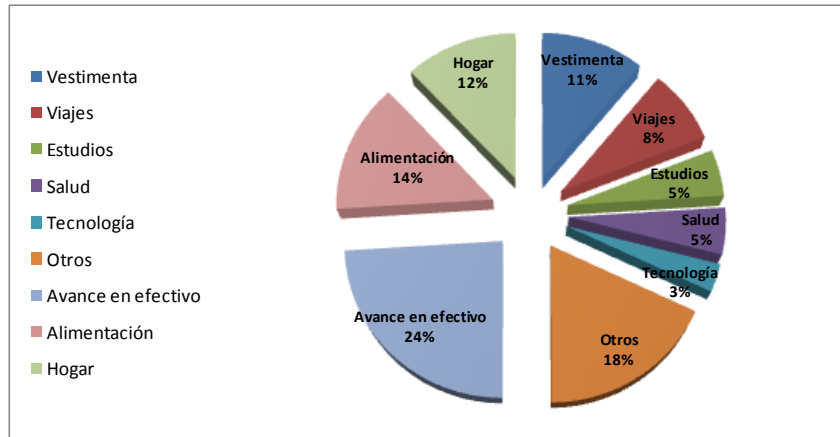


Fuente: Pacificard SA.

Elaboración: Las autoras

Los tarjetahabientes de Pacificard mantienen su distribución de consumo de acuerdo a la gráfica siguiente, donde predominan los avances de efectivo, gastos de alimentación, vestimenta, salud, tecnología entre otros; cabe recalcar que la mayoría de usuarios pertenece a la clase social media cuyo comportamiento de consumo no varía mucho frente a variaciones de sus ingresos, siendo sus empleos estables, por lo que el aspecto coyuntural político macroeconómico no influye mucho en su hábito de consumo.

**Gráfico 18: Composición del consumo clientes Pacificard
 (Expresado en porcentajes)
 (Año 2010)**



Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

Capítulo 2: Titularización de flujos locales

Las condiciones económicas por la que atraviesa el mundo capitalista en los últimos tiempos, producto de acoplamientos internacionales en la materia, han producido descompensaciones en diferentes generadores de esta actividad que se ven reflejados en las entidades locales que no son capaces de cumplir con sus planes de desarrollo debido al desfinanciamiento por causa entre otras de la crisis financiera mundial. Esta situación lleva a que los agentes ajusten sus niveles de consumo, inversión y gastos, reduciendo la capacidad de los mismos y por ende disminución en los ingresos para los entes.

La titularización es un proceso de estructuración de valores que permite vender activos o los derechos sobre los flujos futuros de activos que por su naturaleza, no son líquidos o poseen una lenta realización, permitiendo así que las empresas capten los recursos que necesitan para generar nuevos negocios de una forma que no hubiera sido posible con el financiamiento alternativo tradicional. Es decir, permite obtener hoy los ingresos futuros generados por los activos a titularizar, permitiendo optimizar los activos de la empresa.¹⁶

2.1 Pasos a seguir en el proceso de titularización

1. Tomar la decisión de iniciar el proceso de titularización de un activo que conformara “el patrimonio autónomo” para la obtención de recursos.
2. Contactar a un estructurador con el fin de recibir asesoría en lo concerniente a los aspectos legales y financieros que conlleva dicho proceso con el objetivo de fijar las características de la titularización, tales como: garantía, valor nominal, número de títulos, plazo, monto y rendimiento de la emisión.
3. Analizar las características propuestas por el estructurador en base a los riesgos inherentes en los flujos de tal manera que el originador pueda aceptar o rechazar dichas características.

¹⁶ Ver Moreno, L. (2009)

4. Contratar a una administradora de fondos y fideicomisos que se encargará de armar el fideicomiso mercantil.
5. Recopilar documentos e información para la aprobación del proceso por parte de la Superintendencia de Compañías.
6. Contratar a una calificador de riesgos y a una casa de valores para que se encarguen de calificar el riesgo de la emisión y buscar a los posibles inversionistas, respectivamente. Además se deberá contratar una Compañía de Auditoría Externa por el tiempo que dure la emisión.
7. Proporcionar toda la información necesaria a la Superintendencia de Compañías para que autorice la oferta pública de valores.
8. Presentar la oferta pública a las Bolsas de Valores para su aprobación y negociación.
9. Establecer la fecha a partir de la cual se negociaran los valores en el mercado.
10. Vender todos los valores producto de la titularización.

2.1.1 Elementos que intervienen en el proceso de titularización¹⁷

Originador Consiste en una o más personas natural o jurídica, de derecho público o privado, públicas, privadas o mixtas, de derecho privado con la finalidad social o pública, nacional o extranjera, o entidades dotadas de personalidad jurídica, propietarios de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados.

Agente de Manejo Será una sociedad administradora de fondos y fideicomisos que tenga a su cargo, además de las funciones consagradas en el contrato de fideicomiso mercantil, las siguientes:

- a) Obtener las autorizaciones que se requieran para procesos de titularización en los cuales los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley;

¹⁷Ver Ley de Mercado de Valores Art.139

- b) Recibir del originador y en representación del patrimonio de propósito exclusivo, los activos a ser titularizados;
- c) Emitir valores respaldados con el patrimonio de propósito exclusivo;
- d) Colocar los valores emitidos, mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley;
- e) Administrar los activos integrados en el patrimonio de propósito exclusivo, tendiendo a la obtención de los flujos futuros, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico; y,
- f) Distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos.

Patrimonio de propósito exclusivo Que siempre será el emisor, es un patrimonio independiente integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador y, posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que resulten o se integren como consecuencia del desarrollo del respectivo proceso de titularización. Dicho patrimonio de propósito exclusivo podrá instrumentarse bajo la figura de un fondo colectivo de inversión o de un fideicomiso mercantil, administrado por una sociedad administradora de fondos y fideicomisos.

Inversionistas Son aquellos que adquieren e invierten en valores emitidos como consecuencia de procesos de titularización.

Comité de Vigilancia Estará compuesto por lo menos por tres miembros, elegidos por los tenedores de títulos, no relacionados al agente de manejo. No podrán ser elegidos como miembros del mencionado comité los tenedores de títulos que pertenezcan a empresas vinculadas al agente de manejo.

Agente Pagador Las compañías fiduciarias que actúen como agentes de manejo en procesos de titularización, designarán un agente pagador, el mismo que podrá ser la propia fiduciaria o una institución financiera sujeta al control de la Superintendencia de Bancos y Seguros. El agente pagador no podrá formar parte del Comité de Vigilancia. (Art. 152 LMV)

2.1.2 Agentes Vinculados en la titularización

Sociedad calificadoradora de riesgo Tiene por objeto principal la calificación del riesgo de los valores y emisores para lo que deberá evaluar la capacidad de los activos que integran el patrimonio autónomo para generar los flujos futuros de fondos, así como también los mecanismos de garantía establecidos, que permitan garantizar el pago oportuno del capital y los intereses a los partícipes e inversionistas.

Deberá emitir un criterio sobre la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo, en base de la documentación suministrada por el fiduciario o agente de manejo, dando a conocer al mercado y público en general su opinión sobre la solvencia y probabilidad de pago que tiene el patrimonio autónomo para cumplir con los compromisos provenientes de sus valores de oferta pública.

Los procesos de titularización deben contar obligatoriamente al menos con una calificación de riesgo de acuerdo con las normas establecidas en la Ley de Mercado de Valores y normas de carácter general que determina el Consejo Nacional de Valores.

Bolsa de Valores Es una corporación civil sin fines de lucro inscrita en el Registro de Mercado de Valores (Superintendencia de Compañías), donde se negocian a través de los intermediarios de valores (Casas de Valores), los valores provenientes del proceso de titularización. Las Bolsas de Valores inscritas en la Superintendencia de Compañías son la Bolsa de Valores de Quito y la Bolsa de Valores de Guayaquil.

Casa de Valores Es la compañía anónima autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías para ejercer la intermediación de valores, brindan el servicio de asesoría en la estructuración de una oferta pública y el de colocación de los títulos en el mercado. Las casas de valores deben cumplir los parámetros, índices, relaciones y demás normas de solvencia y prudencia financiera y controles

que determine el C.N.V., tomando en consideración el desarrollo del mercado de valores.

Superintendencia de Compañías Es el órgano de control encargado de autorizar los procesos de titularización, e inscribir los valores provenientes de dichos procesos en el Registro del Mercado de Valores.

2.1.3 Mecanismos de Garantía¹⁸

Atendiendo las características propias de cada proceso de titularización, el agente de manejo o el originador de ser el caso, deberá constituir al menos uno de los mecanismos de garantía señalados a continuación:

Subordinación de la emisión Implica que el originador o terceros debidamente informados, suscriban una porción de los valores emitidos. A dicha porción se imputarán hasta agotarla, los siniestros o faltantes de activos, mientras que a la porción colocada entre el público se cancelarán prioritariamente los intereses y el capital.

Sobrecolateralización Consiste en que el monto de los activos fideicomitidos o entregados al fiduciario, exceda al valor de los valores emitidos en forma tal que cubra el índice de siniestralidad, a la porción excedente se imputarán los siniestros o faltantes de activos. El C.N.V., mediante norma de carácter general fijará los parámetros para la determinación del índice de siniestralidad.

Exceso de flujo de fondos Consiste en que el flujo de fondos generado por los activos titularizados sea superior a los derechos reconocidos en los valores emitidos, a fin de que ese diferencial se lo destine a un depósito de garantía, de tal manera que de producirse desviaciones o distorsiones en el flujo, el agente de manejo proceda a liquidar total o parcialmente el depósito, según corresponda, a fin de obtener los

¹⁸ Ver Ley de Mercado de Valores Art. 150

recursos necesarios y con ellos cumplir con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

Sustitución de activos Consiste en sustituir los activos que han producido desviaciones o distorsiones en el flujo, a fin de incorporar al patrimonio de propósito exclusivo, en lugar de los activos que han producido dichas desviaciones o distorsiones, otros activos de iguales o mejores características. Los activos sustitutos serán provistos por el originador, debiéndosele transferir a cambio, los activos sustituidos.

Contratos de apertura de crédito A través de los cuales se disponga, por cuenta del originador y a favor del patrimonio de propósito exclusivo, de líneas de crédito para atender necesidades de liquidez de dicho patrimonio, las cuales deberán ser atendidas por una institución del sistema financiero a solicitud del agente de manejo, quien en representación del patrimonio de propósito exclusivo tomará la decisión de reconstituir el flujo con base en el crédito.

Garantía o aval Consiste en garantías generales o específicas constituidas por el originador o por terceros, quienes se comprometen a cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

Garantía bancaria o póliza de seguro Consisten en la contratación de garantías bancarias o pólizas de seguros, las cuales serán ejecutadas por el agente de manejo en caso de producirse el siniestro garantizado o asegurado y, con ello cumplir total o parcialmente con los derechos reconocidos en favor de los inversionistas.

Fideicomiso de garantía Consiste en la constitución de patrimonios independientes que tengan por objeto garantizar el cumplimiento de los derechos reconocidos a favor de los inversionistas.

2.1.4 Transferencia de Dominio¹⁹

Las transferencias de dominio de activos, cualquiera fuere su naturaleza, realizadas con el propósito de desarrollar procesos de titularización, están exentas de todo tipo de impuestos, tasas y contribuciones, así como de impuestos indirectos previstos en las leyes que gravan las transferencias de bienes.

a) La transferencia de dominio de bienes muebles realizadas con el propósito enunciado en este artículo, están exentas y no sujetas al pago de Impuesto al Valor Agregado u otros impuestos indirectos. Igual exención se aplicará en el caso de la restitución del dominio de tales bienes muebles al originador; y,

b) Los ingresos que perciba el patrimonio de propósito exclusivo están sujetos a tributación en él, de conformidad con la naturaleza propia de tales rentas y el régimen tributario ordinario aplicables a ella.

2.2 Ventajas de la Titularización

2.2.1 Ventajas para el originador

1. Obtener liquidez a través de los activos y liberación de recursos propios.
2. Mejorar la estructura del balance sin aumentar los pasivos por endeudamiento.
3. Permite mejorar la rentabilidad por la rotación del activo.
4. Transfiere el riesgo asociado al activo desvinculando la actividad del originador.
5. Permite ampliar financiar nuevos clientes, aumentando las ganancias.
6. Mejorar la competitividad en el sector financiero.

¹⁹ Ver Ley de Mercado de Valores Art. 159

2.2.2 Ventajas para el Inversor

1. Diversificación de cartera de inversión.
2. Mayor rentabilidad en comparación a las que ofrece el sistema tradicional.
3. Mejores garantías por distribución del riesgo.

2.2.3 Ventajas para el mercado bursátil

1. Estimula el desarrollo del mercado.
2. Mayor cantidad de títulos negociados a través de las Bolsas de Valores del país.

2.3 Costos de la titularización de flujos futuros locales²⁰

En un proceso de titularización los costos, están constituidos por:

1. Costos de estructuración
2. Calificación de riesgo
3. Inscripción en el Registro del Mercado de Valores
4. Agente de manejo
5. Agente pagador
6. Custodio
7. Auditoría externa
8. Costos adicionales como:
 - Gastos de constitución del fideicomiso
 - Publicidad
 - Impresión o edición de prospectos y publicaciones.

2.3.1 Costos de estructuración

Dependiendo del tipo de titularización que se trate, ya sea de cartera de crédito, de inmuebles generadores de flujo de caja, de proyectos inmobiliarios generadores de flujo de caja, proyectos inmobiliarios generadores de derechos de contenido económico, o titularización de flujo de fondos, la estructuración de los procesos de

²⁰ Superintendencia de Compañías - Costos en un Proceso de Titularización

titularización requiere de personal especializado que cumpla con requerimientos específicos, tales como: cálculo del índice de siniestralidad, en procesos de titularización de cartera de crédito; determinación del índice de desviación general en el caso de inmuebles, proyectos inmobiliarios y flujos de fondos; mecanismos de garantía; reglamento de gestión interna; contenido mínimo del prospecto de oferta pública primaria de valores provenientes de procesos de titularización, entre los más importantes. Esta función generalmente es realizada por las casas de valores, a través de los servicios de asesoría.

2.3.2 Costo de Calificación de Riesgo

Este costo involucra la calificación de riesgo de los valores emitidos en un proceso de titularización. Se debe contar con al menos una calificación de riesgo, que debe ser emitida por una Sociedad Calificadora de Riesgos legalmente establecida y autorizada por la Superintendencia de Compañías.

Esta calificación debe señalar los factores considerados para otorgarla y adicionalmente debe referirse a la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo.

Los costos de calificación de riesgo involucran la calificación inicial y los procesos de revisión de la calificación, y están en función del plazo de vigencia de la titularización. Los honorarios que cobran las Compañía Calificadoras de Riesgos pueden basarse en el monto que se va a emitir o en una tarifa fija. Esto dependerá de la Calificadora. Un ejemplo podría ser entre \$ 6,000 y \$7,500 la calificación inicial y \$1,500 por cada actualización semestral.

2.3.3 Costo de inscripción en el registro de mercado de valores

Todos los títulos producto del proceso de titularización, están obligados a ser inscritos en el Mercado de Valores. Mediante Resolución No. CNV-002-2004 del Consejo Nacional de Valores, se establece la tarifa que se debe pagar por la inscripción en el Registro de Mercado de Valores de los títulos producto de la

titularización, la cual se la realiza por una sola vez. Se la fija en el 0.5 por mil del monto total de la emisión, con un máximo de \$2.500.

2.3.4 Costo del agente de manejo

Constituye una de las partes esenciales que debe intervenir en un proceso de titularización. Los costos que cobre el Agente de manejo serán establecidos en el Contrato de Fideicomiso Mercantil.

2.3.5 Costo del agente pagador

El Agente Pagador es designado por el Agente de Manejo, cuando se designa a una empresa para ejercer esta función, generalmente un banco, se le paga un valor por el servicio de pagar, a nombre del emisor, los cupones periódicos de interés y/o capital. Este valor generalmente depende del monto de la Oferta Pública, dicho costo se mantiene por todo el plazo de vigencia de la titularización.

2.3.6 Costo de Custodio

Esta función la puede desarrollar una entidad financiera, o el Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores (DECEVALE), entidad contemplada en la Ley de Mercado de Valores Art. 60, y autorizada por la Superintendencia de Compañías para recibir en depósito valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, ya sea títulos, en el caso de emisión de valores físicos, o anotación en cuenta cuando se trate de valores desmaterializados, siendo una de sus funciones la custodia de valores.

2.3.7 Costo de auditoría externa

Los procesos de titularización pueden llevarse a cabo a través de los mecanismos de fondos colectivos de inversión o de fideicomisos mercantiles. En ambos casos estarán obligados a llevar auditoría externa, una vez que los emisores de valores se inscriban en el Registro de Mercado de Valores.

En un proceso de titularización la auditoría externa del fideicomiso mercantil constituye un costo adicional, debe efectuarse por lo menos una vez al año y estará en función del plazo de vigencia de la titularización.

2.3.8 Otros Costos

En este rubro se han agrupado otros gastos en los que incurre el originador del proceso de titularización, tales como: gastos de publicidad para el lanzamiento de la oferta pública; impresión o edición de los prospectos de oferta pública; gastos de publicación; gastos de constitución del fideicomiso mercantil, entre los más importantes.

2.3.9 Componentes de costos de colocación primaria

En un proceso de titularización, los rubros que forman parte de los costos de colocación primaria son los siguientes:

a) Costos de Inscripción en las Bolsas de Valores

Las Bolsas de Valores, han establecido un régimen de tarifas en el cobro de cuotas de inscripción para los nuevos emisores y cuotas anuales de mantenimiento para los ya inscritos.

La Bolsa de Valores de Guayaquil fija las cuotas inscripción y mantenimiento en base al tipo de títulos que inscriba el emisor, diferenciados en tres grupos: Emisores de acciones, emisores de títulos genéricos y emisores específicos (obligaciones, valores de procesos de titularización y papel comercial).

Para el caso de los emisores inscritos en títulos específicos, la cuota de inscripción se calculará sobre el total de la emisión aprobada.

b) Costo de Comisión por Negociación Primaria de Valores

Se presentan dos tipos de costos de comisión por colocación primaria, la comisión que corresponde a la Casa de Valores por el servicio de intermediación bursátil o extrabursátil, quién actúa en bolsa a través de su operador de valores autorizado y calificado por la bolsa.

Por otro lado está el costo de la comisión que percibe la bolsa de valores por el uso de las instalaciones y mecanismos de negociación bursátil.

b.1) Costo de Comisión Casa de Valores

El proceso de oferta pública de los valores provenientes de un proceso de titularización, lo realiza el Operador de Valores autorizado por la Casa de Valores responsable de la colocación primaria.

Este servicio lo prestan exclusivamente las casas de valores, quienes constituyen los únicos intermediarios bursátiles autorizados, y las comisiones que cobren a sus clientes o comitentes serán estipuladas libremente por los contratantes. Y puede variar dependiendo de la dificultad de vender o comprar el título.

b.2) Costo de Comisiones Bolsa de Valores

El único costo que la Bolsa cobra por proveer los servicios necesarios para que las operaciones se realicen en un marco de seguridad, transparencia y orden, es la comisión sobre el valor efectivo de la transacción efectuada.

Negociaciones por montos igual o superior a \$20 millones: Para operaciones que se realicen en cualquiera de los mercados, a excepción del Reporto, la comisión de piso de bolsa será del 0.05% y se calculara de acuerdo al plazo y tipo de operaciones o la Comisión mínima establecida, el valor que sea mayor.



Rueda de Piso Extendida: La comisión de piso de bolsa para las negociaciones realizadas el último jueves de cada mes o el último día laborable de cada mes, será del 0.05% y se calculará de acuerdo al plazo y tipo de operaciones o la Comisión mínima establecida, el valor que sea mayor.

Operaciones de Renta Fija:

Renta Fija Largo Plazo: Mayor a 360 días – 0.09 flat, calculado sobre el valor efectivo de cada transacción, o la comisión mínima establecida, el valor que sea mayor.

Capítulo 3: Análisis financiero del originador Pacificard S.A.

Los activos de Pacificard S.A. muestran un crecimiento sostenido durante el período 2007-2010, pasando de US\$ 113.138 millones en 2007 a US\$ 167.938 millones en 2009. Dicho comportamiento es acorde con el desarrollo de la economía ecuatoriana en donde a raíz de la dolarización se vive un mayor ambiente de estabilidad que incentiva la demanda de tarjetas de crédito ofertadas por la empresa para realizar sus compras; por lo tanto, se observa que el crecimiento registrado en los activos de Pacificard S.A. se ha sustentado principalmente en el crecimiento de su cartera de créditos.

La tabla 5 muestra que al revisar los 3 últimos períodos (2007 – 2010), se observa un crecimiento importante y constante en términos absolutos del total de activos, manteniendo una concentración natural en los rubros principales del giro del negocio: cartera e inversiones de Pacificard S.A., donde podemos destacar que para diciembre del año 2010 los activos mantienen su tendencia creciente ya que el total de activos ascendió a US\$ 173.635 millones, los cuales mostraron un crecimiento del 3.39% en relación al año 2009.

De esta manera, el principal componente del activo se constituye por la cartera de créditos que ascendió a US\$ 101.110 millones representando el 58% de los activos. Adicionalmente, se registra un importante rubro de inversiones que ascendieron a US\$ 32.034 millones los cuales representaron el 18% de los activos, y fondos disponibles por un monto de US\$ 19.773 millones que representan el 11% del total de activos. Para junio de 2011, los activos se incrementaron a US\$183.585 millones superiores en un 18% en relación al año anterior.

Tabla 5: Total de Activos Pacificard S.A: (2007-2010)
(Expresado en porcentajes y dólares)

	dic-07	dic-08	%	dic-09	%	dic-10	%	jun-11	%	2007-2008	2008-2009	2009-2010
ACTIVOS	112.630.495	150.145.384	100%	167.937.908	100%	173.635.783	100%	183.585.440	100%	33%	12%	3%
ACTIVO CORRIENTE	112.630.495	150.145.384	100%	167.937.908	100%	173.635.783	100%	183.585.440	100%	33%	12%	3%
FONDOS DISPONIBLES	9.168.320	13.216.606	9%	11.050.497	7%	19.773.607	11%	22.590.631	12%	44%	-16%	79%
INVERSIONES	26.913.540	27.300.026	18%	47.890.566	29%	32.034.488	18%	31.771.463	17%	1%	75%	
CARTERA DE CREDITOS	65.191.582	90.574.438	60%	90.248.544	54%	101.110.660	58%	109.760.747	60%	39%	0%	12%
CUENTAS POR COBRAR	4.505.123	7.296.790	50%	10.202.143	6%	8.238.384	5%	6.656.700	4%	62%	40%	-19%
PROPIEDAD Y EQUIPO	1.365.189	1.127.654	1%	1.508.570	1%	1.500.912	1%	2.420.482	1%	-17%	34%	1%
OTROS ACTIVOS	5.486.741	10.131.192	7%	7.037.588	4%	10.977.731	6%	10.384.417	6%	85%	-31%	0%

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

Pacificard S.A. administra la marca Visa, la cual es registrada en una cuenta de orden. Dicho registro se justifica dado que el Banco del Pacífico tiene vigente un contrato de administración de cartera con Pacificard, donde este último gestiona la totalidad del proceso de esta tarjeta, pero el financiamiento y registro de la misma la realiza el Banco del Pacífico.

Tabla 6: Cartera Pacificard S.A: (2008-2010)
(Expresado en porcentajes y dólares)

	dic-08	%	dic-09	%	dic-10	%	jun-11	%	2007-2008	2008-2009	2009-2010
CARTERA DE CREDITOS	90.574.438	60%	90.248.544	54%	101.110.660	58%	109.760.747	60%	39%	0%	12%
Comercial por vencer	1.915.106	1%	2.176.992	1%	2.839.271	2%	3.135.251	2%	1%	14%	30%
Consumo por vencer	86.071.380	57%	83.750.240	50%	93.687.244	54%	100.000.881	54%	40%	-3%	12%
Cartera crédito microempresa por vencer											
Consumo reestructurada por vencer	326.980	0%	431.728	0%		0%	0	0%	0%	32%	-100%
Consumo que no devenga intereses	4.502.230	3%	5.374.658	3%	7.631.727	4%	0	0%	14%	19%	42%
Consumo reestructurada que no devenga intereses	1.131.197	1%	2.120.342	1%	1.774.384	100%	52.540	0%	-12%	87%	-16%
Comercial estructurada por vencer	31.830	0%		0%		0%	9.911.472	5%			
Comercial vencida	26.298	0%	19.437	0%	106.393	0%	7.453	0%	-82%	-3%	449%
Comercial que no devenga intereses	18.162	0%		0%	37.803	0%	1.560.036	1%			
Consumo vencida	6.615.033	4%	10.699.293	6%	9.718.982	6%	53.680	0%	-4%	62%	-9%
Consumo reestructurada vencida	255.776	0%	245.014	0%	223.298	0%	10.484.936	6%	-17%	-4%	-9%
Comercial reestructurada que no devenga intereses	39	0%		0%	14.119	0%	1.294	0%			
Comercial reestructurada vencida	2	0%		0%	1.575	0%	162.999	0%			
(-)Provisión para créditos incobrables	-10.319.595	-7%	-14.569.160	-9%	-14.924.437	-9%	-15.612.796	-9%	-6%	41%	2%

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

La tabla 6 muestra la cartera registrada en balance de Pacificard S.A. dentro de la cual destaca la cartera de consumo como la principal generadora de ingresos, a diciembre de 2010 ascendió a un monto de US\$ 101.110 millones mostrando un crecimiento del 12% en relación a los US\$ 90.248 millones registrados en 2009, a junio del 2011 la cartera asciende a US\$ 109,760 millones, el cual representa el 8,56% con relación a los 101,110 millones registrados en diciembre del 2010.

Es importante mencionar que la cartera de consumo a junio del 2011 es del 88,21% con un monto de US\$ 125,373 millones, la cartera comercial es de US\$14.778 lo cual representa el 11.79%, reafirmando de esta manera que la cartera de consumo es la principal fuente que genera rentabilidad para el negocio.

Tabla 7: Total de Pasivos y Patrimonio Pacificard S.A: (2007-2010)
(Expresado en porcentajes y dólares)

	dic-07	dic-08	%	dic-09	%	dic-10	%	jun-11	%	2007-2008	2008-2009	2009-2010
PASIVO	74.655.804	99.624.674	60%	112.158.077	67%	105.053.670	61%	105.891.058	58%	33%	13%	-6%
PASIVO CORRIENTE	74.655.804	99.624.674	66%	112.158.077	67%	105.053.670	61%	105.891.058	58%	33%	13%	0%
PASIVOS CON PÚBLICO	34.355.123	31.516.358	21%	45.409.261	27%	29.267.254	17%	31.457.672	17%	-8%	44%	-36%
CUENTAS POR PAGAR	34.105.892	37.118.645	25%	39.194.373	23%	49.534.860	29%	41.482.519	23%	9%	6%	26%
OTROS PASIVOS	6.194.789	30.989.671	21%	27.554.443	16%	26.251.556	15%	32.950.868	18%	400%	-11%	-5%
PATRIMONIO	38.482.940	50.520.709	34%	55.779.831	33%	68.582.113	39%	77.694.382	42%	31%	10%	23%
CAPITAL SOCIAL	17.581.417	23.929.856	16%	36.909.864	22%	42.333.404	24%	42.333.404	23%	33%	54%	15%
RESERVAS	8.205.137	10.592.937	7%		0%	13.119.742	8%	14.333.811	8%			
SUP.VALUACION	277.929	277.929	0%	277.929	0%	277.929	0%	277.929	0%	0%	0%	0%
RESERVA REVALUACION PATRIMONIAL	1.847.410	1.847.410	1%	1.847.410	1%	37.803	0%	1.560.036	0%	0%	0%	-100%
UTILIDADES RETENIDAS	10.571.047	13.872.577	9%	16.744.628	10%	12.851.037	7%	20.749.238	11%	-5%	21%	-23%
PASIVO + PATRIMONIO	113.138.745	150.145.384	100%	167.937.908	100%	173.635.783	100%	183.585.440	100%	33%	12%	3%

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

La tabla 7 nos muestra los pasivos de PACIFICARD S.A. muestran un comportamiento similar al de los activos ya que marcan una tendencia creciente sostenida a partir del año 2007. Cabe señalar que dicho comportamiento es consecuencia de la variación de las principales cuentas del pasivo de la empresa; en el cual, su estructura a diciembre de 2010 no muestra una concentración ya que se encuentra compuesto por: cuentas por pagar en un 47.15%, obligaciones con el público que representan el 27.86%, y otros pasivos que representaron el 24.99%.

Para el año 2010, el pasivo total de Pacificard S.A. fue de US\$ 105.05 millones, mostrando un decremento del 6.33% con respecto a 2009 (US\$ 112.16 millones); producto de un decremento en sus obligaciones con el público en un 30.84%.

Para junio del 2011 el pasivo total fue de US\$ 105.891 millones, donde no se visualiza una variación con respecto al año anterior.

Las cuentas por pagar, principal componente del pasivo, ascendieron a US\$ 49.534 millones en diciembre de 2010 los cuales se componen principalmente por cuentas por pagar a establecimientos afiliados. Adicionalmente, se observa una

importante participación de obligaciones con el público US\$ 29.267 millones en donde su composición está dada por un 96.81% con depósitos a plazo y el restante 3.19% a depósitos a la vista. Para junio del 2011 las cuentas por pagar arrojaron una suma de US\$ 41.482 millones, cifra superior en 39.17% frente al total del pasivo. Adicionalmente, se observa una importante participación de 29.71% de las obligaciones con el público, en donde su composición está dada por un 96.35% con depósitos a plazo y el restante 3.65% correspondientes a depósitos a la vista.

Al referirnos a la cuenta “otros pasivos” se pudo observar que presentó una tendencia creciente hasta diciembre de 2008, pasando de US\$ 6.194 millones del año 2007 a US\$ 30.99 millones en el año 2008, sin embargo para diciembre de 2010, dicho comportamiento disminuye a un valor de US\$ 26.25 millones representando el 24.99% de los pasivos. Cabe mencionar que dentro de esta cuenta se encuentra registrado el saldo por pagar que corresponde a la Segunda Titularización - PACIFICARD / Mastercard – Flujos del Exterior que el Originador mantiene en el mercado. Para junio del 2011, otros pasivos representó el 31.12% del total de los pasivos US\$ 32.950 millones.

En cuanto al patrimonio de Pacificard S.A., se puede apreciar una evolución positiva en donde el patrimonio pasó de US\$38. 482 millones en diciembre de 2007 a US\$68.582 millones en diciembre de 2010, comportamiento que muestra la gestión de la empresa, ya que el crecimiento de su patrimonio responde en buena medida al crecimiento de los resultados que pasaron en el mismo periodo anualizado, de US\$10.571 millones a US\$12.851 millones. A junio del 2011, el patrimonio se ubicó en US\$77.694 millones, cifra superior en 38.98% con respecto al año anterior.

Al revisar el desempeño comercial de la empresa, se observa que el año 2009 fue afectado por los acontecimientos económicos negativos a nivel global, y que invariablemente repercutió en el país; otro factor que impactó de forma importante fue la fijación de topes a las comisiones por servicios financieros y la eliminación de ciertos rubros de ingresos para emisores de tarjetas de crédito. Sin embargo para el 2010, se evidencia una recuperación importante.

Tabla 8: Estado de Resultados Pacificard S.A: (2007-2010)
(Expresado en porcentajes y dólares)

	dic-07	dic-08	%	dic-09	%	dic-10	%	jun-11	%	2007-2008	2008-2009	2009-2010
INGRESOS	88.477.005	103.374.144	100%	75.670.982	100%	91.942.232	100%	49.300.372	100%	17%	-27%	22%
EGRESOS	-45.150.896	-53.433.405	-52%	-24.427.257	-32%	-48.728.728	-53%	-13.712.204	-28%	16%	-54%	99%
MARGEN BRUTO FINANCIERO	43.326.109	49.940.739	48%	51.243.725	68%	43.216.504	47%	35.588.168	72%	18%	3%	84%
OTROS INGRESOS OPERACIONALES	19.834.523	2.011.029	2%	4.236.732	6%	8.739.196	10%	4.683.832	10%	1%	111%	106%
EGRESOS OPERACIONALES	-27.231.456	-37.741.197	-37%	-48.513.874	-64%	-39.815.014	-43%	-34.980.442	-71%	7%	29%	-18%
MARGEN OPERACIONAL NETO	8.911.458	14.210.571	14%	6.966.583	9%	12.140.685	13%	5.291.558	11%	57%	-51%	174%
INGRESOS Y GASTOS NO OPERACIONALES NETO		5.030.867	5%	1.748.234	2%		0%	3.820.711	8%	-15%	-65%	-100%
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS Y PART	14.967.258	19.241.438	19%	8.714.817	12%	12.140.685	13%	9.112.269	18%	29%	-55%	39%
UTILIDAD NETA DEL AÑO	9.141.783	13.823.825	13%	6.026.160	8%	12.140.685	13%	9.112.269	18%	51%	-56%	201%

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

La tabla 8 nos muestra los ingresos financieros de Pacificard S.A. presentan entre el año 2007 y el año 2010 un comportamiento creciente. De esta manera, los ingresos financieros han pasado de US\$88.477 millones en 2007 a US\$ 91.942 millones en 2010. Cabe mencionar que dado el giro de negocio de Pacificard S.A., sus ingresos se encuentran compuestos principalmente por ingresos por servicios, comisiones, e intereses y descuentos ganados.

Para el año 2010, los ingresos por servicios se constituyeron como el principal componente de los ingresos representando el 35.53% de los ingresos financieros. Dicho rubro refleja los ingresos que obtiene Pacificard S.A. por cobros de comisiones a los establecimientos afiliados por el servicio de procesamiento de sus ventas con tarjetas de crédito, afiliaciones, y renovaciones.

Las comisiones ganadas por su parte, se constituyeron como el segundo principal componente de los ingresos financieros que representaron el 34.90% de los ingresos financieros; mientras los intereses y descuentos ganados corresponden en un 97.43% a intereses ganados por la cartera de crédito.

Los egresos mostraron un crecimiento durante el ejercicio económico analizado, al pasar de US\$ 24.427 millones en 2009 a US\$ 48.728 millones en 2010,

Cabe mencionar que estos egresos se componen principalmente por las comisiones causadas, intereses causados que representaron el 6.69% de los egresos financieros, y pérdidas financieras que representan el 5.06% de los mismos.

A nivel de eficiencia operativa y rentabilidad neta, en el 2010 se alcanzó niveles de rentabilidad similares al 2007 y 2008, apoyado en parte por una mejor racionalización de fondeo con costo, además de una mejora creciente en ingresos no operacionales. Se anticiparía un comportamiento similar a finales del 2011.

Igualmente merece destacarse el importante repunte patrimonial explicado principalmente por los excelentes resultados de años anteriores que han sido capitalizados a fin de fortalecer a la institución y respaldar de mejor forma a sus inversionistas y clientes.

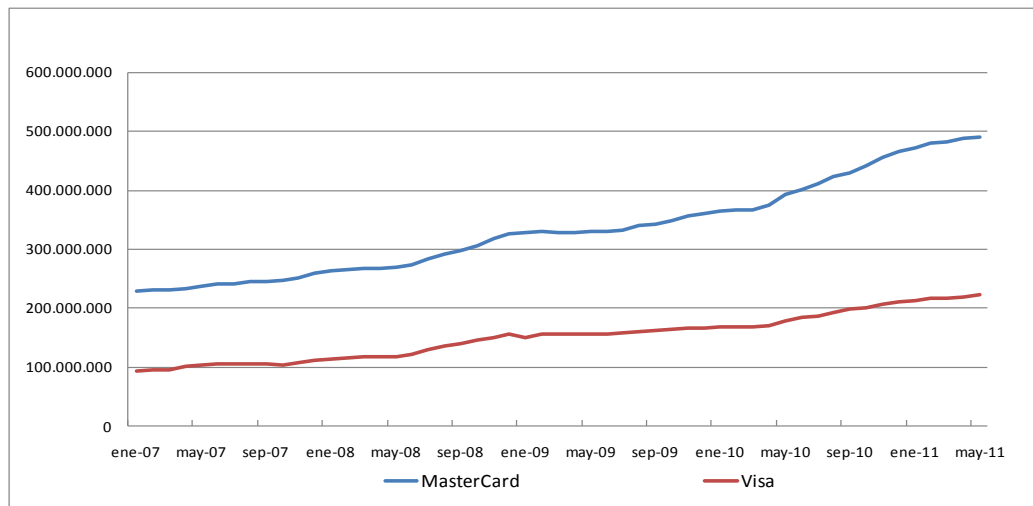
3.1 Comportamiento de las principales variables del negocio del originador (Pacifcard S.A.)

3.1.1 Evolución de la cartera

El gráfico 19 muestra la evolución de los últimos 4 años de los saldos de cartera administrados por Pacifcard S.A., de ambas tarjetas. Se observa que Mastercard mueve un mayor volumen de cartera en una proporción de entre 2 y 3 veces a 1 respecto de Visa.²¹

²¹ Información histórica presentada en los gráficos provista por Pacifcard S.A. 2007-2011

Gráfico 19: Evolución de la Cartera Mastercard y Visa (Año 2007-2011)



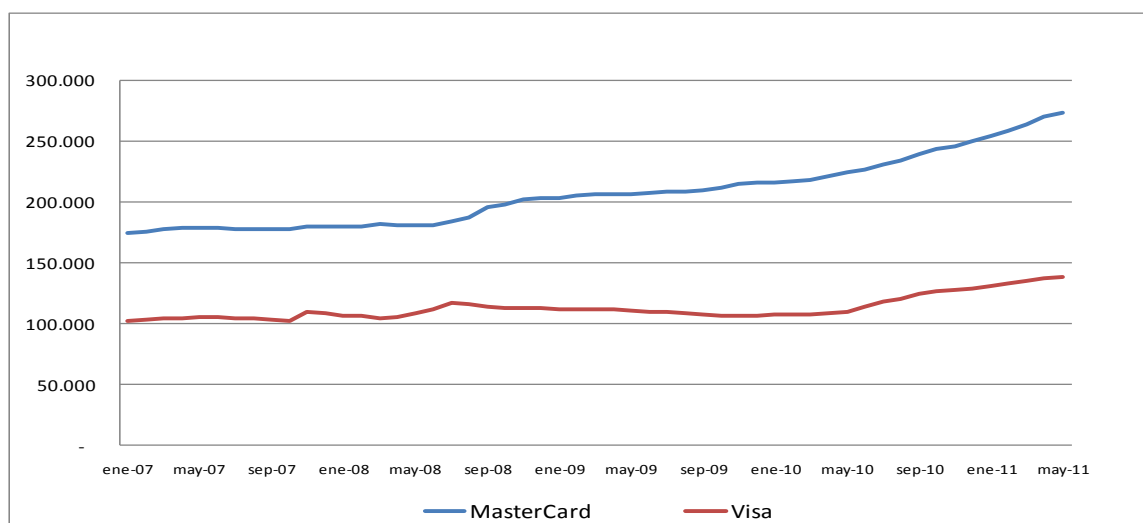
Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

3.1.2 Evolución de tarjetahabientes

El gráfico 20 refuerza la afirmación anterior, al comprobarse que Mastercard maneja casi 2.5 veces el número de tarjetahabientes que Visa.

Gráfico 20: Evolución de Tarjetahabientes Mastercard y Visa (Año 2007-2011)



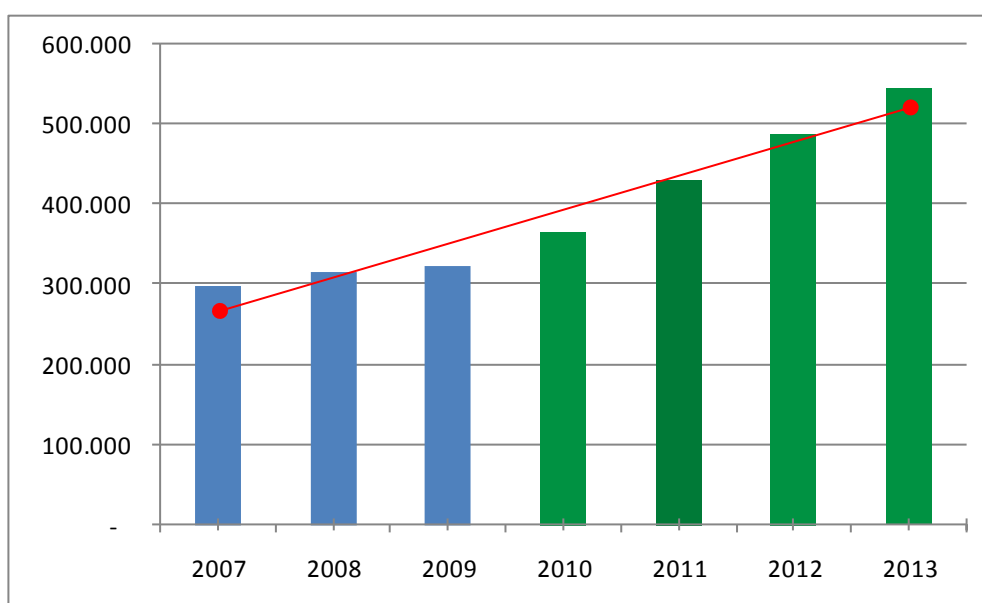
Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

3.1.3 Evolución esperada total de tarjetahabientes

Para los siguientes años, éstas son las metas de crecimiento de tarjetas administradas entre ambas marcas para Pacificard S.A, desde el año 2007 hasta el 2013, esta proyección es realizada al cierre del año 2010.²²

Gráfico 21: Evolución esperada total de tarjetahabientes al 2013



Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

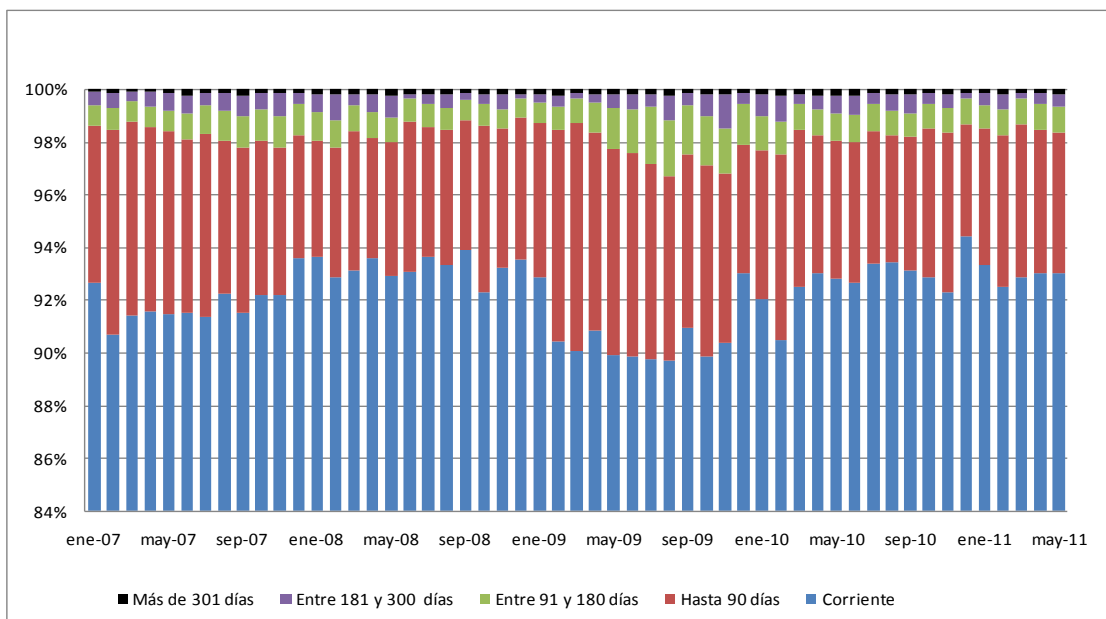
3.1.4 Distribución de la cartera Mastercard y Visa

Tal y como se puede apreciar en la gráfica 22 y 23, al revisar la distribución de la cartera vigente por plazos, se observa que la cartera corriente oscila entre el 90% y 94% del total registrado en balance; entre el 94% y el 98% de la cartera se distribuye en cobranza de hasta 90 días, y la diferencia en plazos de más de 1 año. Este comportamiento se da para ambas marcas de manera similar.²³

²² Información referente a cuentas y clientes al cierre de cada año

²³ Cartera por edades de Mastercard y Visa 2007-2011

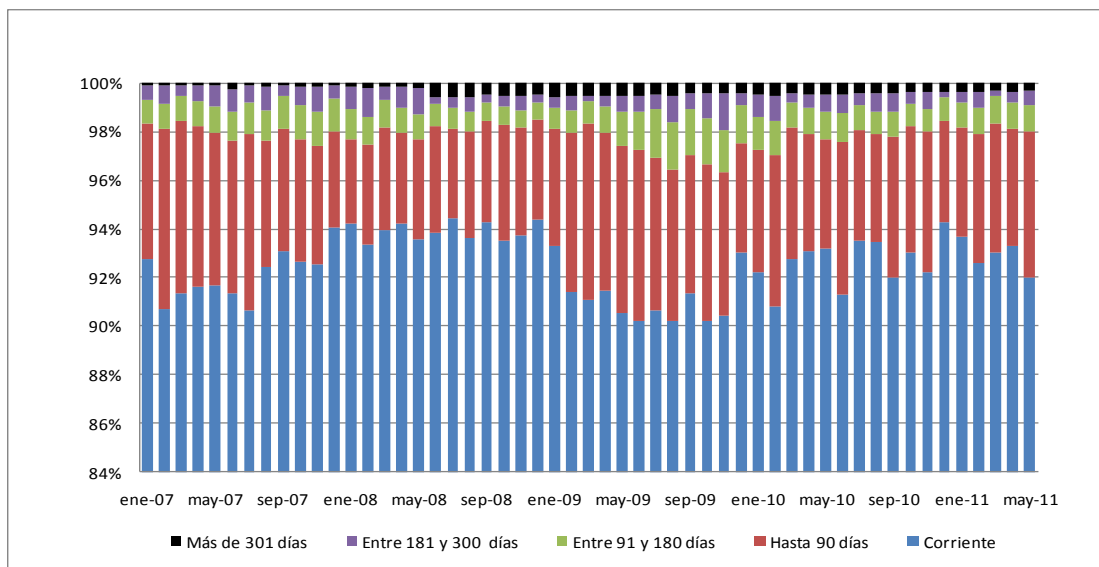
**Gráfico 22: Distribución de la cartera Mastercard
(Año 2007-2011)**



Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

**Gráfico 23: Distribución de la cartera Visa
(Año 2007-2011)**



Fuente: Pacificard S.A.

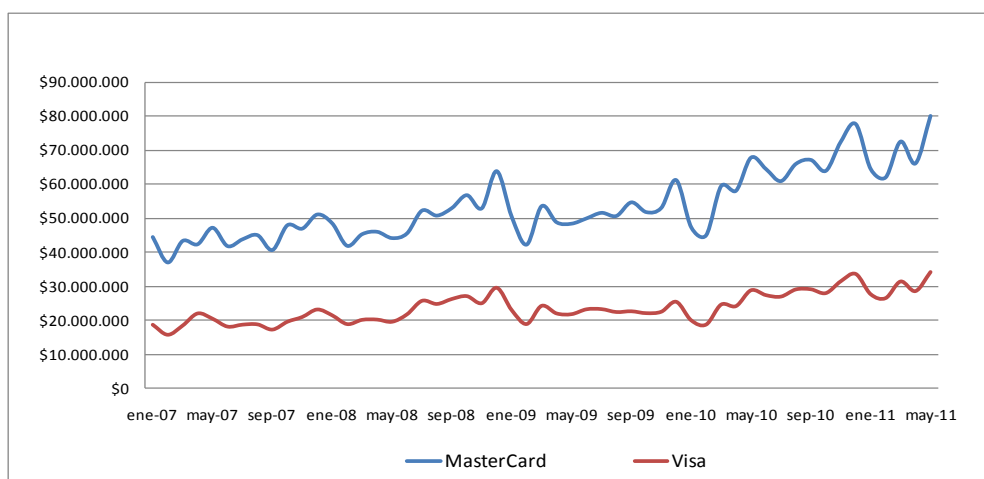
Elaboración: Las autoras

3.1.5 Evolución de facturación

Al revisar la tendencia mensual de la facturación, se observa que en términos nominales ambas marcas han mantenido una tendencia creciente y sostenida, aunque Mastercard presenta una mayor volatilidad, lo cual posiblemente se explique por una mayor agresividad en esfuerzo publicitario, promociones y reforzamiento de marca.²⁴

Las ventas de Pacificard S.A. son un referente de la penetración que tiene la empresa en el mercado, de esta manera los niveles de facturación de la misma se convierten en un buen indicador que permite evaluar la situación de las ventas de la institución. A diciembre de 2010, la facturación de PACIFICARD S.A. muestra un crecimiento en comparación a lo que se registró en diciembre de 2009, la misma tendencia se evidencia en enero de 2011, gracias a las estrategias implementadas por la institución.

**Gráfico 24: Evolución de la Facturación
(Año 2007-2011)**



Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

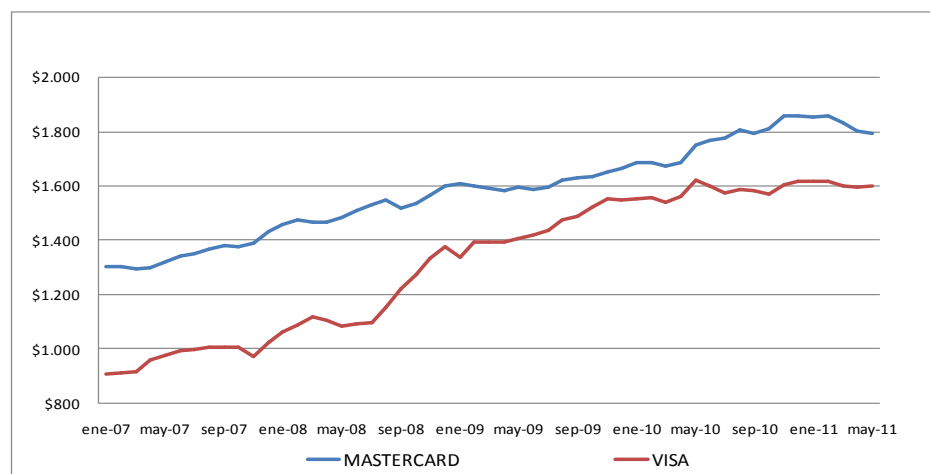
²⁴ Cartera por edades de Mastercard y Visa 2007-2011

El total de la Facturación acumulada de Pacificard S.A. a diciembre de 2010 fue de US\$ 1,067.99 millones. Cabe mencionar que los principales productos de la institución son las tarjetas MasterCard y Visa, la facturación de PACIFICARD S.A. corresponde principalmente a la tarjeta MasterCard que concentra el 70.04% del total de la facturación con un monto que ascendió a US\$ 747.43 millones, mientras que la facturación correspondiente a Visa ascendió a US\$ 319.75 millones que representan 29.94%. Para enero de 2011, PACIFICARD S.A, facturó US\$91.788 mil, cifra superior a la registrada en enero de 2010 de US\$ 67.088 mil. Dentro de este total el 70.05% es de Mastercard (US\$ 64,296 mil), y el restante 29.95% corresponde a Visa (US\$ 27,492 mil).

3.1.6 Evolución cartera promedio por tarjetahabiente

El gráfico 25 muestra el comportamiento promedio del tarjetahabiente de cada marca, se evidencia que el cliente Mastercard tiene un creciente poder de consumo mucho más estable y superior que el de Visa, aunque esta brecha se ha ido reduciendo en los últimos 2 años.

**Gráfico 25: Evolución de la cartera promedio por tarjetahabiente
(Año 2007-2011)**



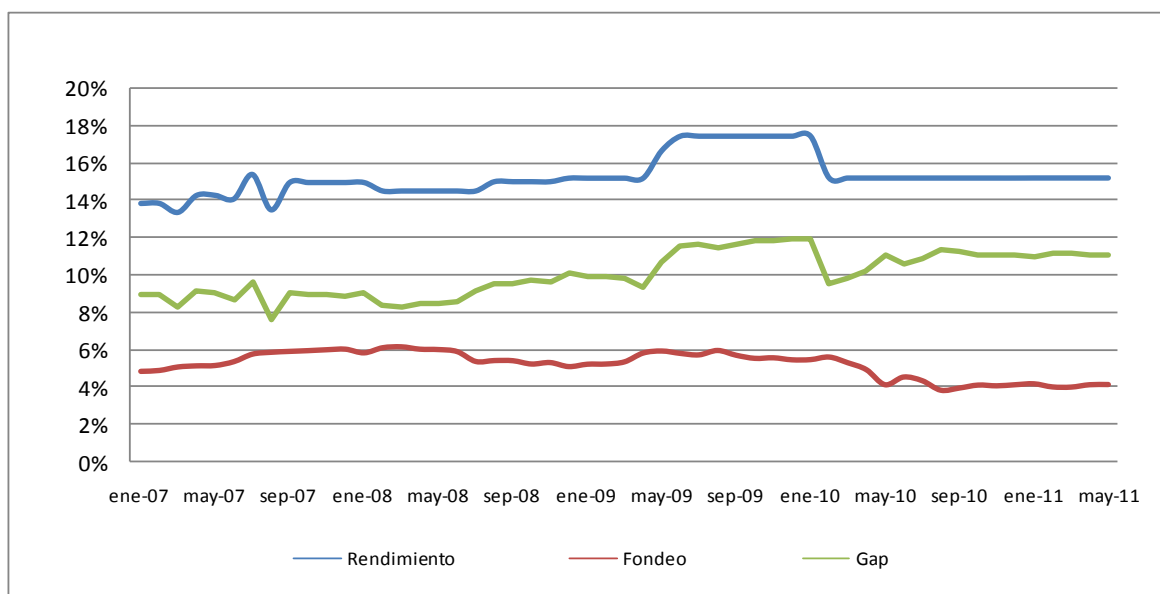
Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

3.1.7 Evolución del Gap Financiero

La cartera genera un rendimiento que se ha mantenido en niveles del 15% en promedio durante el último año, que frente a un costo promedio de fondeo de entre el 4% y el 6%, genera un gap financiero (GAF) que bordea el 11% en el último semestre.

**Gráfico 26: Evolución del Gap Financiero
(Año 2007-2011)**



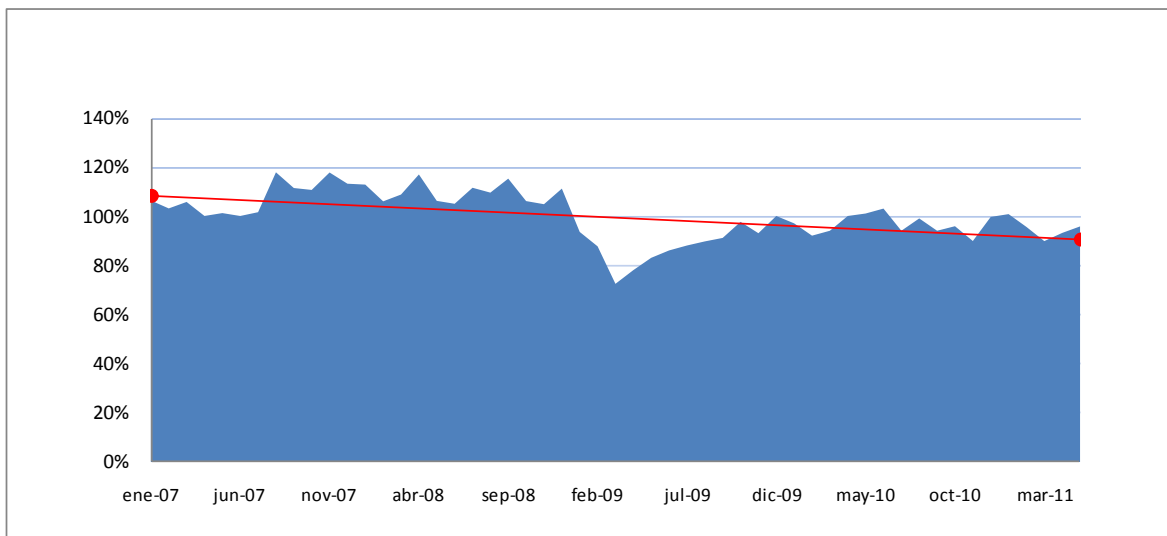
Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

3.1.8 Evolución de Cobertura

Al revisar la evolución de la cobertura que Pacificard ha conformado para superar problemas en la cartera Mastercard, se comprueba un pico de hasta el 120% en Octubre del 2007 que se mantuvo en niveles promedio del 110% durante el año 2008; en el 2009 hubo una reducción importante que se superó totalmente durante el 2010 en que ha alcanzado niveles del 100%, durante la primera mitad del 2011 estuvo en niveles del 95%.

**Gráfico 27: Evolución de Cobertura
Provisiones/cartera crédito improductivo
(Año 2007-2011)**



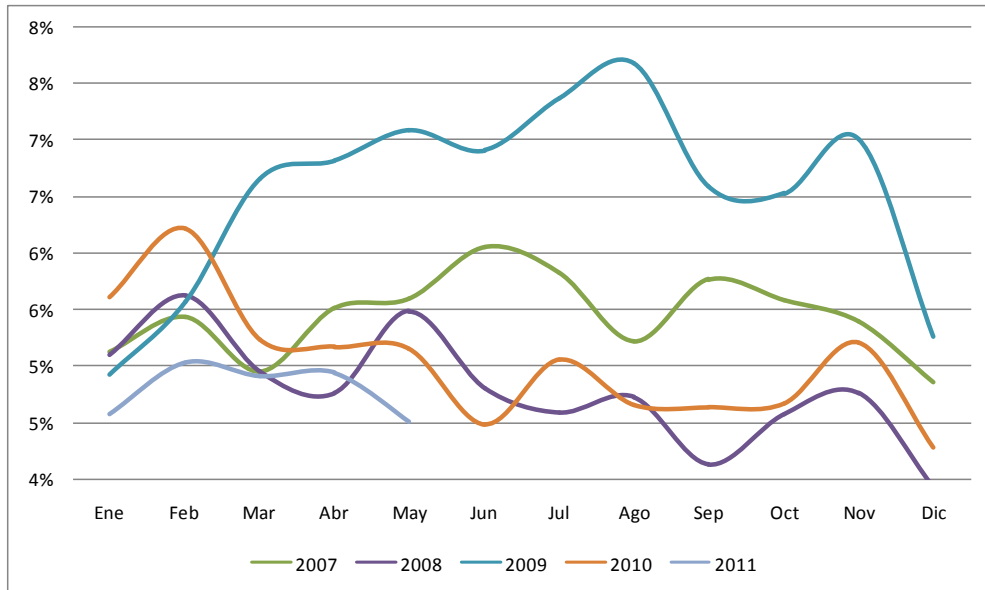
Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

3.1.9 Evolución de morosidad de Pacificard S.A. (Mastercard y Visa)

Al determinar los niveles históricos de morosidad total de ambas marcas, se comprueba que Pacificard alcanza un desempeño superior al del promedio de la industria. Las políticas de gestión son iguales para ambas tarjetas.

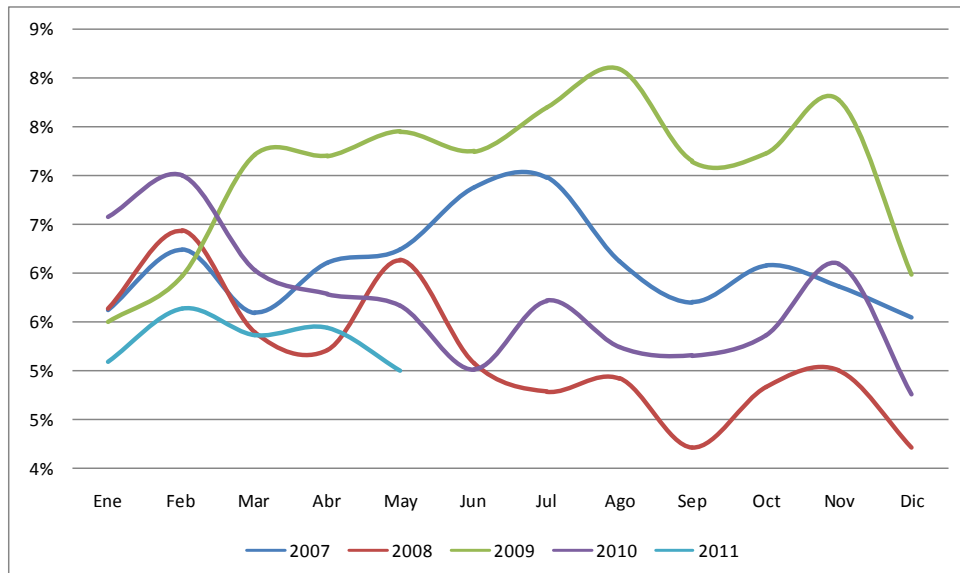
**Gráfico 28: Evolución de morosidad Mastercard
(Año 2007-2011)**



Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

**Gráfico 29: Evolución de morosidad Visa
(Año 2007-2011)**



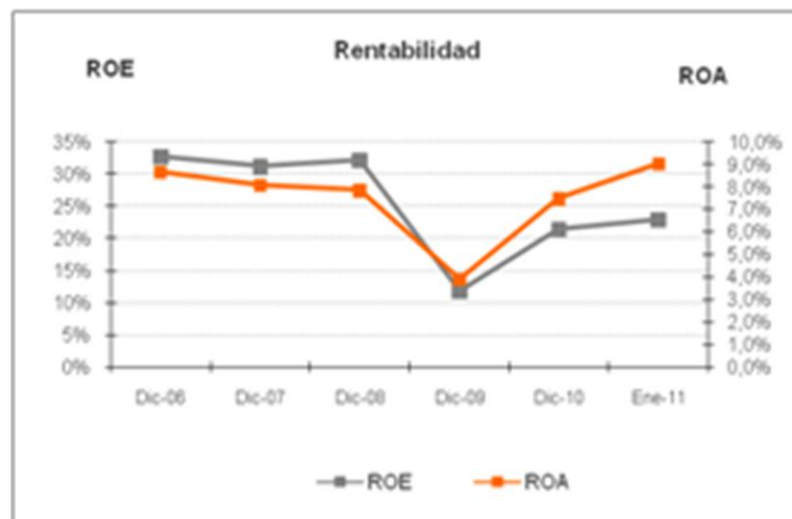
Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

3.1.10 Rentabilidad

Los índices de rentabilidad muestran un comportamiento estable dentro del período 2006-2008, luego del cual se observa un descenso de los mismos para el año 2009, el cual concuerda con la contracción que atravesó la economía en aquel año. Posteriormente durante el año 2010 los índices de rentabilidad muestran un repunte respaldado por las mayores utilidades generadas durante dicho año. De esta manera al cierre del año 2010 el índice de rentabilidad sobre los activos (ROA) se ubicó en 7.46% (3.90% en 2009), mientras que el índice de rentabilidad sobre el patrimonio fue 21.36% (11.82% en 2009).

**Gráfico 30: Rentabilidad
(Año 2008-2011)**



Fuente: Superintendencia de bancos y seguros

Elaboración: Las autoras

Para enero 2011, los resultados de la utilidad neta sobre el patrimonio promedio ROE presentaron el 22.86%, mientras que el indicador ROA se ubicó en 9.01%.

Capítulo 4: Titularización de flujos futuros locales Pacificard S.A.

En este capítulo analizaremos los flujos para el proceso de titularización, así como los 3 diferentes escenarios Probable, Optimista y Pesimista, promedios móviles centrados, índice de desviación y la simulación de los escenarios.

4.1 Flujos evaluados para el proceso de titularización

Al evaluar las distintas fuentes de recaudación de Pacificard sobre las tarjetas administradas, se observa que las dos principales vías corresponden al Banco del Pacífico y a su propia infraestructura comercial; se comprueba que las recaudaciones originadas en el Banco del Pacífico, Mutualista Pichincha y los Pagos Interbancarios presentan una evolución creciente sostenida.

En el caso de las agencias de Pacificard, anteriormente se explicó que parte de su recaudación se ha ido canalizando en el tiempo por medio del Banco del Pacífico, lo cual desde el punto de vista operativo, para Pacificard le resulta indistinto a efectos de su planificación y gestión financiera.

Tabla 9: Recaudaciones históricas Pacificard S.A: (2007-2011)
(Expresado en dólares)

PAGOS RECAUDADOS						
PERIODO	PACIFICARD	PACIFICO	MUT. PICHINCHA	PAGOS INTERBANCARIOS	SERVIPAGOS	TOTAL
1er Sem.2007	95,098,989	219,366,295	10,767,998	6,764,780	42,462,201	374,460,263
2do Sem 2007	93,247,265	239,373,381	11,544,995	10,318,617	43,156,483	397,640,741
1er Sem.2008	86,747,155	250,849,669	11,820,890	15,038,456	40,389,415	404,845,583
2do Sem 2008	87,874,644	282,216,621	12,845,282	20,038,728	42,309,966	445,285,240
1er Sem.2009	86,192,616	301,356,976	13,104,027	24,217,376	42,317,046	467,188,042
2do Sem 2009	79,612,167	303,865,253	13,043,063	27,324,117	37,104,520	460,949,120
1er Sem.2010	76,802,545	313,232,774	12,867,489	32,620,268	34,568,918	470,091,995
2do Sem 2010	86,326,798	369,866,483	14,259,375	41,538,985	36,314,102	548,305,743
1er Sem.2011	87,486,790	407,440,868	15,183,454	47,361,792	38,481,903	595,954,806
Total	779,388,968	2,687,568,320	115,436,572	225,223,119	357,104,555	4,164,721,533

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

Sin embargo, se consideró que para el monto que se desea titularizar, es suficiente identificar una de las fuentes que genere un flujo suficiente en el tiempo para cubrir los pagos de capital e intereses de la titularización propuesta. Con este criterio, el análisis se enfocó en la recaudación lograda a través de los Pagos Interbancarios por presentar una tendencia creciente en el período observado.

El Fideicomiso Mercantil denominado “PRIMERA TITULARIZACION DE FLUJOS LOCALES PACIFICARD”²⁵ es un patrimonio autónomo al cual se ha transferido a título de fiducia mercantil irrevocable, los derechos de cobro asociados a la recaudación realizada a través del sistema de pagos interbancarios (SPI). Este mecanismo permite a través del Banco Central del Ecuador a nivel nacional, la transferencia electrónica de fondos entre cuentas corrientes y de ahorros, de tarjetahabientes o de pagos de clientes de instituciones financieras diferentes al Banco del Pacífico. En el caso de Pacificard, por el SPI se liquidan operaciones exclusivamente de:

Operaciones enviadas (egresos a favor de otras IFIS): pago realizado desde Pacificard hacia los comercios afiliados por los consumos realizados por los tarjetahabientes el día anterior. Aplica para los comercios que no poseen cuenta en Banco del Pacífico.

Operaciones recibidas (ingresos a favor de Pacificard): recaudación recibida por el pago mínimo, parcial o total de la deuda contraída mediante el uso de tarjeta de crédito Pacificard, de clientes que utilizan el canal electrónico ofrecido por los Bancos donde poseen cuenta de ahorro o corriente. No aplica para clientes que poseen cuenta en el Banco del Pacífico (esa recaudación no pasa por el SPI).

Excluye cualquier tipo de depósito a favor de Pacificard ya sea por inversión de clientes, fondeo de cuentas desde otros bancos, o cualquier rubro que no corresponda estrictamente al pago de tarjeta de crédito.

²⁵ En lo posterior será mencionado simplemente como el Fideicomiso

El Banco Central del Ecuador envía de forma diaria un reporte que detalla la cantidad y el monto de operaciones enviadas y recibidas, con su respectivo efecto neto, el cual coincide con la nota de débito o crédito realizada por el BCE el mismo día. Para la construcción del modelo se detalló el valor mensual recibido y aplicado como pago de tarjetahabientes, es decir las **OPERACIONES RECIBIDAS** mediante el SPI.

4.2 Fuentes de pago de la titularización

Como se mencionó anteriormente y se cuantificará posteriormente, es indiscutible que los fondos a generarse por este canal de recaudación seleccionado cubrirán de forma extremadamente holgada el monto de emisión propuesto, por tanto; se constituirán en fuente primaria de pago de los valores a emitirse en base al siguiente procedimiento:

El Fideicomiso recibirá semanalmente los flujos asociados a este canal, y provisionará el dividendo trimestral siguiente en una base 1/8, es decir; que hasta la semana 8 de cada trimestre, el dividendo de capital e intereses (sobre los valores efectivamente colocados) estará completo para su correspondiente pago en su respectivo vencimiento. Este procedimiento se repetirá al inicio de cada trimestre, los excedentes de esta recaudación servirán para alimentar el primero de los Mecanismos de Garantía a proponerse.

4.3 Diseño del modelo de flujos de recaudación proyectado

4.3.1 Proyección de flujos de recaudación

Con la información que se muestra en la tabla 10, que son las recaudaciones mensuales a través de los pagos interbancarios, se llevó a cabo una proyección para los próximos 5 años, plazo de la titularización propuesta.

Para esto se utilizó la metodología estadística conocida como series de tiempo, la cual ofrece una razonable certidumbre al analizar una variable aleatoria que tenga

un comportamiento marcadamente estacional. Esta técnica describe el comportamiento de una serie de datos, entendiendo el mecanismo generador de la serie temporal y buscando posibles patrones temporales que permitan responder la incertidumbre futura sobre el comportamiento de la variable; se busca construir un modelo para explicar la estructura temporal de los datos analizados y estimar la evolución de una variable determinada a lo largo del tiempo.

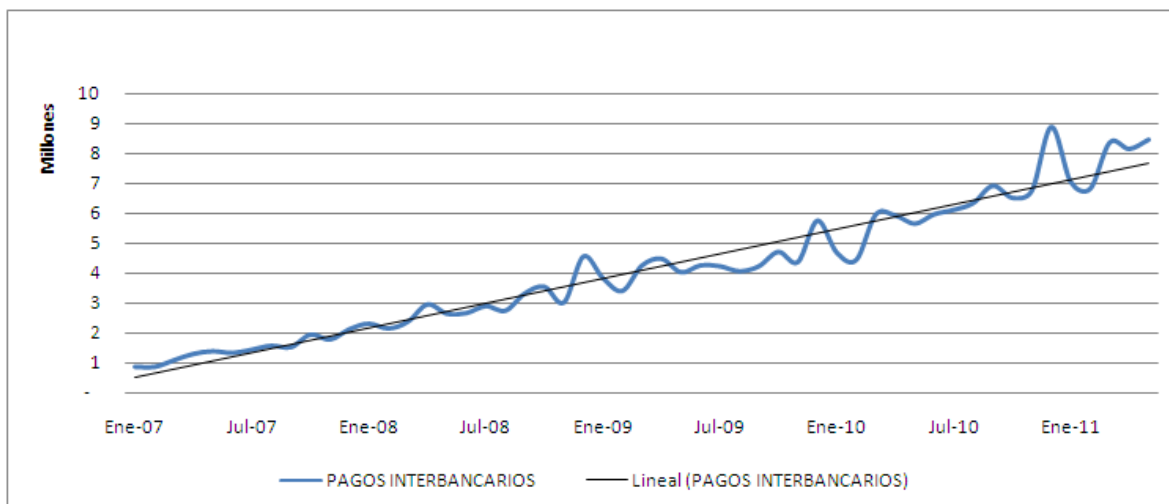
Tabla 10: Recaudaciones – Pagos interbancarios (2007-2010)
(Expresado en dólares)

MES	RECAUDACIONES			
	PAGOS INTERBANCARIOS			
	2007	2008	2009	2010
Ene.	856,130	2,299,087	3,827,488	4,677,508
Feb.	850,472	2,139,022	3,396,027	4,437,790
Mar.	1,077,130	2,367,181	4,243,650	5,960,072
Abr.	1,288,293	2,946,592	4,476,877	5,923,642
May.	1,374,945	2,630,871	4,022,664	5,654,138
Jun.	1,317,809	2,655,702	4,250,671	5,967,118
Jul.	1,429,122	2,890,903	4,224,015	6,115,950
Ago.	1,561,558	2,733,888	4,057,035	6,341,322
Sep.	1,511,258	3,315,711	4,222,525	6,923,326
Oct.	1,934,748	3,538,322	4,707,415	6,517,540
Nov.	1,767,501	3,008,155	4,363,540	6,750,242
Dic.	2,114,429	4,551,750	5,749,588	8,890,606

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

Gráfico 31: Pagos interbancarios
(Año 2007-2011)



Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

Como observamos en el gráfico 31 la serie tiene una tendencia sostenida creciente hasta diciembre del 2010, y una estacionalidad en el último mes de cada año, resultado del incremento de ventas de fin de año, y un decrecimiento estacionario de las ventas en los primeros meses de cada año y mediados de éste.

Pese a que en el 2008, hubo reajustes para la línea de negocios de las tarjetas de crédito con las limitantes de costos máximos de cobros, el emisor no se afectó ya que siempre estuvo en el promedio de cobros del sistema, y sus recaudaciones acumuladas incrementales lo demuestran, sin embargo; se corregirá la serie de datos, para suavizar las temporadas estacionales que se observa en los tarjetahabientes.

4.3.2 Desestacionalidad de las series de tiempo

De la serie original es importante aislar y estudiar los movimientos estacionales en la serie de tiempo para conocer el valor del componente estacional y poder descomponer la serie de tiempo mediante la eliminación de sus influencias.

Para esto se aplicaron los siguientes procedimientos:

- a) Se obtienen medias móviles: para obtener medias móviles mensuales, se promedia el valor del mes anterior con el del mes actual; este procedimiento se repite con todos los valores reales de la recaudación interbancarios.

Tabla 10: Medias móviles – Pagos interbancarios (2007-2010)
(Expresado en dólares)

MES	MEDIAS MOVILES			
	PAGOS INTERBANCARIOS			
	2007	2008	2009	2010
Ene.		2,206,758	4,189,619	5,213,548
Feb.	853,301	2,219,055	3,611,757	4,557,649
Mar.	963,801	2,253,102	3,819,838	5,198,931
Abr.	1,182,712	2,656,887	4,360,264	5,941,857
May.	1,331,619	2,788,732	4,249,771	5,788,890
Jun.	1,346,377	2,643,287	4,136,667	5,810,628
Jul.	1,373,465	2,773,302	4,237,343	6,041,534
Ago.	1,495,340	2,812,395	4,140,525	6,228,636
Sep.	1,536,408	3,024,799	4,139,780	6,632,324
Oct.	1,723,003	3,427,016	4,464,970	6,720,433
Nov.	1,851,125	3,273,238	4,535,477	6,633,891
Dic.	1,940,965	3,779,952	5,056,564	7,820,424

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

Se centran los datos en función a las medias móviles: para esto se escoge el dato actual más el dato del próximo mes y se lo divide para dos.

Tabla 11: Promedio móvil centrado – Pagos interbancarios (2007-2010)
(Expresado en dólares)

MES	PROMEDIO MOVIL CENTRADO			
	PAGOS INTERBANCARIOS			
	2007	2008	2009	2010
Ene.		2,212,906	3,900,688	4,885,599
Feb.	908,551	2,236,078	3,715,798	4,878,290
Mar.	1,073,256	2,454,994	4,090,051	5,570,394
Abr.	1,257,165	2,722,809	4,305,017	5,865,374
May.	1,338,998	2,716,009	4,193,219	5,799,759
Jun.	1,359,921	2,708,294	4,187,005	5,926,081
Jul.	1,434,403	2,792,849	4,188,934	6,135,085
Ago.	1,515,874	2,918,597	4,140,152	6,430,480
Sep.	1,629,706	3,225,908	4,302,375	6,676,378
Oct.	1,787,064	3,350,127	4,500,223	6,677,162
Nov.	1,896,045	3,526,595	4,796,021	7,227,158
Dic.	2,073,862	3,984,785	5,135,056	

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

- b) Se obtiene el valor estacional irregular: para esto, se dividen los datos reales de la recaudación, para su respectivo promedio móvil centrado.

Tabla 12: Promedio móvil centrado – Pagos interbancarios (2007-2010)
(Expresado en porcentaje)

MES	VALOR ESTACIONAL IRREGULAR			
	PAGOS INTERBANCARIOS			
	2007	2008	2009	2010
Ene.		1.03894	0.98123	0.95741
Feb.	0.93608	0.95660	0.91394	0.90970
Mar.	1.00361	0.96423	1.03755	1.06996
Abr.	1.02476	1.08219	1.03992	1.00993
May.	1.02685	0.96865	0.95933	0.97489
Jun.	0.96903	0.98058	1.01521	1.00692
Jul.	0.99632	1.03511	1.00837	0.99688
Ago.	1.03014	0.93671	0.97992	0.98614
Sep.	0.92732	1.02784	0.98144	1.03699
Oct.	1.08264	1.05618	1.04604	0.97609
Nov.	0.93220	0.85299	0.90983	0.93401
Dic.	1.01956	1.14228	1.11967	

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

c) Se calcula el Índice estacional: para la obtención de estos índices, se obtiene el promedio mes a mes de los valores estacionales irregulares.

Tabla 13: Índice estacional – Pagos interbancarios (2007-2010)
(Expresado en porcentajes)

MES	INDICE ESTACIONAL
Ene.	0.99253
Feb.	0.92908
Mar.	1.01884
Abr.	1.03920
May.	0.98243
Jun.	0.99294
Jul.	1.00917
Ago.	0.98323
Sep.	0.99340
Oct.	1.04024
Nov.	0.90726
Dic.	1.09384

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

Los resultados de esta modelación permiten apreciar los momentos de estacionalidad en el año, lo cual es coherente con el comportamiento esperado por consumo de tarjeta, que aumentan en temporadas navideñas, utilidades, festividades varias, y se reducen en meses de menor comercio.

4.3.3 Regresión

Una vez obtenido los índices estacionales, se procede a desestacionalizar los datos de recaudación.

**Tabla 14: Recaudación desestacionalizada (2007-2010)
(Expresado en dólares)**

MES	RECAUDACIÓN DES-ESTACIONALIZADA PAGOS INTERBANCARIOS			
	2007	2008	2009	2010
Ene.	862,575	2,316,394	3,856,299	4,712,719
Feb.	915,393	2,302,304	3,655,262	4,776,549
Mar.	1,057,215	2,323,414	4,165,189	5,849,875
Abr.	1,239,696	2,835,440	4,308,000	5,700,189
May.	1,399,535	2,677,924	4,094,609	5,755,262
Jun.	1,327,184	2,674,594	4,280,910	6,009,568
Jul.	1,416,135	2,864,632	4,185,629	6,060,371
Ago.	1,588,196	2,780,525	4,126,243	6,449,497
Sep.	1,521,304	3,337,751	4,250,593	6,969,347
Oct.	1,859,910	3,401,455	4,525,326	6,265,434
Nov.	1,948,180	3,315,656	4,809,592	7,440,269
Dic.	1,933,035	4,161,260	5,256,338	8,127,892

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

Al correr la regresión se obtienen los datos del cuadro siguiente, los cuales se interpretan como positivos, ya que el coeficiente de correlación es cercano a 1 y denota una adecuada correlación entre los datos históricos; ambos coeficientes R2 con 0.96 indican existencia de linealidad con relación al tiempo; el error típico (coeficiente de desviación) es de US\$ 356,961.

Tabla 15: Estadísticas de la regresión

Estadísticas de la regresión	
Coeficiente de correlación múltiple	0,9821
Coeficiente de determinación R ²	0,9645
R ² ajustado	0,9637
Error típico	356.961
Observaciones	48

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

El análisis de la varianza indica que los resultados se ajustan a una regresión lineal, ya que el F calculado es de 1249 y al comparar con el valor crítico de F (5.45 x E-35), que es ínfimo, sugiriendo que hay un 99.9999% de probabilidad de que el modelo se ajuste a una regresión lineal.

Tabla 16: Análisis de la Varianza

ANÁLISIS DE VARIANZA					
	Grados de libertad	Suma de cuadrados	Promedio de los cuadrados	F	Valor crítico de F
Regresión	1	1,59157E+14	1,59157E+14	1249,0616	5,45095E-35
Residuos	46	5,86137E+12	1,27421E+11		
Total	47	1,65018E+14			

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

Cuando se analiza la intercepción con el eje y la pendiente se puede observar que el valor del estadístico t es de 4 y 35 en valor absoluto respectivamente, siendo mayor a 2 (valor de la distribución t al 95% de confianza) con lo que se puede observar que tanto la intercepción con el eje y la pendiente pertenecen a la regresión lineal.

Tabla 17: Resultados de la Proyección

	Coefficientes	Error típico	Estadístico t	Probabilidad	Inferior 95%	Superior 95%
Intercepción	481.550	104.677	4,60	3,3152E-05	270.846	692.254
Variable X 1	131.442	3.719	35,34	5,45095E-35	123.956	138.929

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

4.3.4 Resultados de la proyección

Se realizó la proyección en base a los parámetros resultantes con el método M.C.O. (Mínimos cuadrados ordinarios) de regresión, lo cual se utiliza en la siguiente ecuación:²⁶

$$Y = (a + bX) * p_t$$

Donde.-

Y= variable dependiente (Recaudación mensual)

a= intercepción (Mínimo de recaudación)

b= pendiente (tasa de Incremento de recaudación mensual)

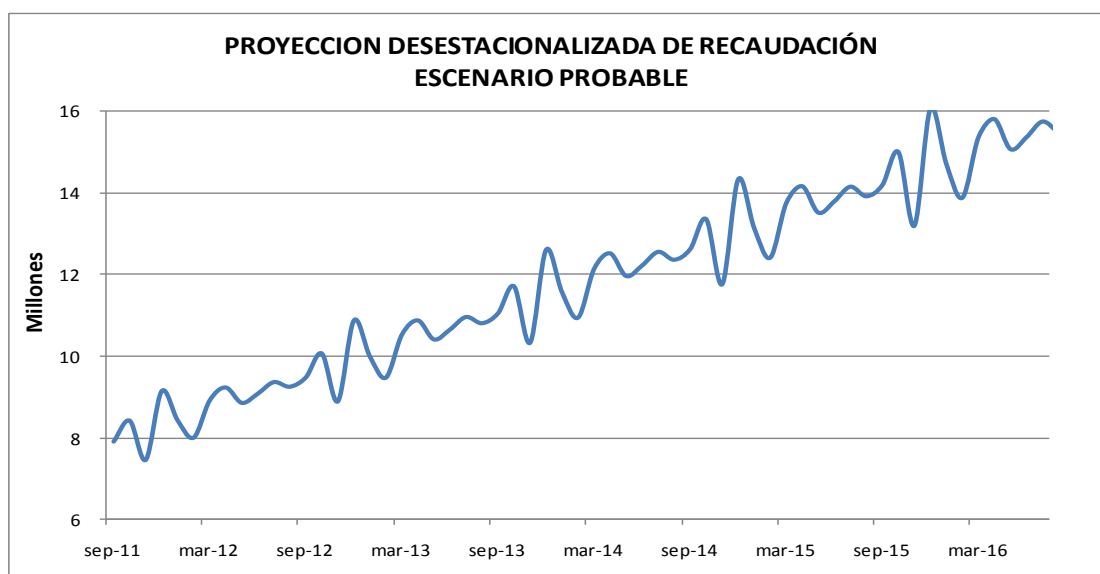
X= variable independiente (Tiempo)

pt= índice estacional en el mes t

²⁶ Cabe señalar que las recaudaciones reales durante los primeros 6 meses del 2011 por el canal de Pagos Interbancarios se ubican entre la proyección estimada del Escenario Probable y Optimista del modelo elaborado con cifras a Diciembre del 2010 (ver Anexo # 1), lo que ratifica la adecuada validez del modelo financiero.

El gráfico 32 muestra la proyección de los flujos de recaudación mensuales de pagos Interbancarios durante 5 años, bajo el escenario probable, desde del 2011 hasta Agosto del 2016.

**Gráfico 32: Proyección desestacionalizada de recaudación escenario probable
(Año 2011-2016)**



Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

En 5 años, se esperaría recaudar US\$ 709 millones en valores nominales en el escenario probable. Si descontamos el total de flujos que ingresarían al fideicomiso a una tasa del 10%, superior a la tasa activa referencial vigente desde el mes de Mayo del 2011, tenemos un valor presente de US\$ 541 millones.

La tabla # 18 siguiente muestra el detalle de las recaudaciones semestrales en el escenario probable proyectado.²⁷

²⁷ Las recaudaciones proyectadas que se consideraron fueron de Septiembre 2011 a Agosto 2016

Tabla 18: Recaudación desestacionalizada (2007-2010)
(Expresado en dólares)

ESCENARIO PROBABLE	
Recaudación Pagos Interbancarios	
1er Semestre	\$ 32,978,572
2do Semestre	\$ 52,583,679
3er Semestre	\$ 57,977,600
4to Semestre	\$ 61,976,571
5to Semestre	\$ 67,484,244
6to Semestre	\$ 71,369,463
7mo Semestre	\$ 76,990,888
8vo Semestre	\$ 80,762,354
9no Semestre	\$ 86,497,531
10mo Semestre	\$ 90,155,246
11mo Semestre	\$ 31,205,518

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

4.3.5 Simulación de escenarios (Sensibilización)

La desviación estándar es la medida de incertidumbre respecto a un valor futuro esperado; el presente modelo sigue una distribución normal, es decir, la probabilidad de que un dato esperado se encuentre entre la media y una desviación estándar de esa media es del 65%; la probabilidad de que un dato esperado se encuentre entre la media y dos desviaciones estándares es del 95%, y si se llega a la aplicación de 3 desviaciones estándares el grado de confiabilidad llega hasta el 99.99%.

Para la generación de los escenarios tanto pesimista como optimista, se utilizó una distribución T de Students para modelar el error típico de los coeficientes de la intercepción con el eje, así como de la pendiente de la regresión y estimar los valores máximos y mínimos de recaudación mensual afectados por un 95% de nivel de confianza. Los resultados son los siguientes:

Tabla 19: Simulación de Escenarios

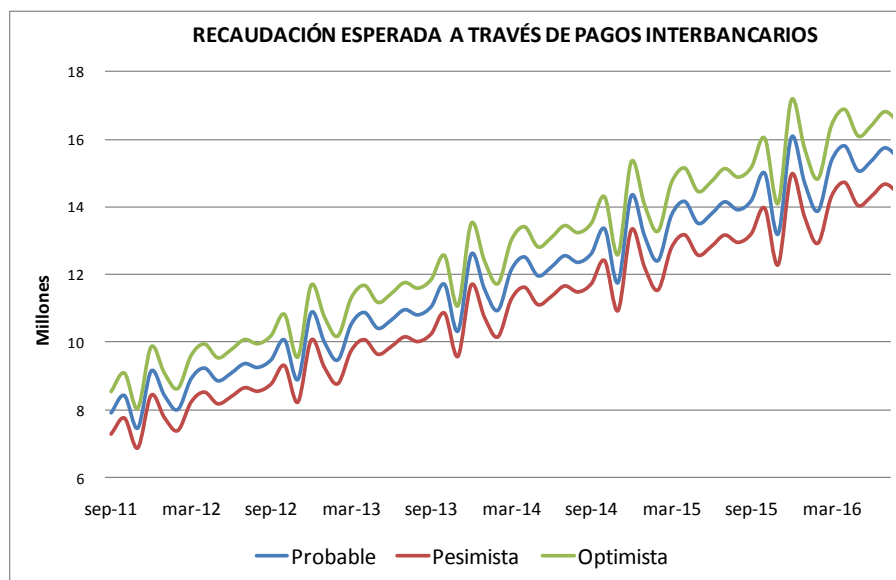
Coeficientes	Probable	Pesimista	Optimista
Intercepción	481.550	270.846	692.254
Pendiente	131.442	123.956	138.929

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

La gráfica muestra la evolución esperada de los Flujos de Recaudación de los Pagos Interbancarios bajo los 3 Escenarios elaborados. El anexo No. 1 muestra la proyección de recaudación de Flujo en cada Escenario, desde septiembre del 2011 hasta agosto del 2016 (60 meses).

**Gráfico 33: Proyección desestacionalizada de recaudación
escenario probable
(Año 2011-2016)**



Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

4.4 Cálculo del índice de desviación y monto a ser cubierto por los mecanismos de garantía

La normativa indica que deben proponerse mecanismos de garantía reconocidos que cubran al menos 1.5 veces el índice de desviación promedio ponderado.²⁸

La desviación estándar de los flujos de recaudación desde enero del 2007 a diciembre del 2010 por medio de los pagos interbancarios, fue de US\$ 1.909.971 frente a un flujo promedio durante el mismo período de US\$ 3.705.444, obteniendo un coeficiente de variación del 51.54%.

La tabla siguiente muestra que el coeficiente de variación de los flujos de recaudación proyectados (Septiembre 2011 – Agosto 2016) en el Escenario Optimista sería del 19.64% y para el Escenario Pesimista del 20.23%, siendo el Escenario Probable del 19.91%.

La marcada diferencia entre los coeficientes de variación históricos y proyectados se explica en los períodos observados: en el período histórico que corresponde a un período de 3 años y medio se empezaba a utilizar de forma activo este mecanismo de recaudación de manera que hay incrementos importantes, mientras que el periodo proyectado de 5 años recoge un ajuste más estable en dichas recaudaciones pues el sistema presentaría una mayor utilización.

Los flujos para los diferentes escenarios se construyeron con un índice de confianza del 95%, por lo que el 5% restante de probabilidades se lo asignó promediado por igual a los Escenarios Optimista y Pesimista.

²⁸ La normativa lo define como Índice de Desviación, el cual corresponde a un Promedio Ponderado entre los distintos Escenarios sensibilizados. En lo posterior, solamente se lo referirá como Índice de Desviación.

La marcada diferencia entre los coeficientes de variación históricos y proyectados se explica en los períodos observados: en el período histórico que corresponde a un período de 3 años y medio se empezaba a utilizar de forma activo este mecanismo de recaudación de manera que hay incrementos importantes, mientras que el periodo proyectado de 5 años recoge un ajuste más estable en dichas recaudaciones pues el sistema presentaría una mayor utilización.

Los flujos para los diferentes escenarios se construyeron con un índice de confianza del 95%, por lo que el 5% restante de probabilidades se lo asignó promediado por igual a los Escenarios Optimista y Pesimista.

Tabla 20: Índice de desviación ponderado

	PESIMISTA	PROBABLE	OPTIMISTA
Promedio	10.976.077	11.833.028	12.689.979
Desviación estándar	2.220.192	2.356.370	2.492.579
coeficiente de variación	20,23%	19,91%	19,64%
	PESIMISTA	PROBABLE	OPTIMISTA
Probabilidad	2,50%	95%	2,50%
Volatilidad ponderada	0,51%	18,92%	0,49%

Índice de desviación ponderado	19,9146%
1,5 veces Índice de desviacion	29,87%

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

4.5 Capacidad Máxima de emisión

Se estima recaudar US\$ 60 millones a través de la titularización, para lo cual se necesitaría unos US\$ 120 millones en flujos proyectados traídos a valor presente, para que el 50% de los mismos, cumplan con lo manifestado en la normativa vigente 29 tal como se mencionó anteriormente, se esperaría recaudar US\$ 709 millones en valores nominales bajo el Escenario Probable.

Si descontamos el total de flujos que ingresarían al fideicomiso a una tasa del 10%, superior a la tasa activa referencial vigente a finales de Mayo del 2011, tenemos un valor presente de US\$ 541 millones, haciendo ver que los flujos para el fideicomiso cubren de forma holgada el monto propuesto de emisión.

Bajo el Escenario Pesimista, los flujos esperados a recaudarse ascenderían hasta US\$ 658 millones, en valores nominales, y en términos descontados sumarían hasta aproximadamente US\$502 millones, que igualmente resulta sumamente holgado respecto del monto a titularizarse, aun considerando los intereses a generarse.

En el Escenario Optimista, los flujos ascenderían hasta US\$ 761 millones en valores nominales, descontados sumarían aproximadamente US\$ 581 millones.

Los activos de Pacificard S.A. en su mayoría son libres, ascendiendo a US\$ 148 millones, con lo cual cumple con la normativa vigente, en lo referente que la emisión no podrá exceder del 80% de los activos libres de gravamen del originador³⁰ sin considerar los activos comprometidos o en garantía y reducido el saldo de cualquier emisión de valores vigente; para el monto de US\$ 60 millones, se necesitaría respaldarlo con US\$ 75 millones en activos libres, y para este caso se tiene aproximadamente el doble de lo exigido por la normativa.

²⁹ Inciso quinto, literal cuarto del artículo cinco, capítulo quinto sobre titularización

³⁰ Inciso quinto, último párrafo, literal cuarto del artículo cinco, capítulo quinto sobre titularización

		30-jun-11	
		Monto (en US\$)	
a	Activos Totales		183.585.440
b	Activos entregados en garantía		25.264.735
	Depósitos sujetos a restricción	24.470.000	
	Activos fijos	794.735	
	Fideicomiso en Garantía	-	
a- b =c	Activos libres de gravamen (a-b)	-	158.320.705
e	Saldo de Titularización		10.010.450
c - d	Total Activos libres de gravamen		148.310.255

4.6 Características de la Estructura Financiera de la Titularización

TIPO DE VALORES: VTC de contenido crediticio

FORMATO DE TITULOS: Títulos físicos o desmaterializados mediante anotaciones en cuenta en el DECEVALE. Los títulos físicos serán a la orden nominativos y contendrán pagos de intereses y capital.

BASE DE CÁLCULO: años de 360 días con trimestres de 90 días

DENOMINACION DE LOS TITULOS: Cuando se emitan títulos físicos, estos tendrán una denominación nominal de US\$ 25,000. Cada título podrá contener más de un valor, pero siempre en múltiplo de US\$ 25,000. Cuando se emitan anotaciones en cuenta, éstas no tendrán un valor mínimo de negociación.

MONTOS POR SERIES, SUBSERIES, PLAZO Y TASA:³¹

SERIES	SUBSERIES	PLAZO	MONTO	TASA	
				INICIAL	REAJUSTE
A	A1	12 trimestres (1,080 días)	\$ 10,000,000	6.75%	TPR + 2.50%
	A2	16 trimestres (1,440 días)	\$ 10,000,000	7.00%	TPR + 2.75%
	A3	20 trimestres (1,800 días)	\$ 10,000,000	7.25%	TPR + 3.00%
B	B1	12 trimestres (1,080 días)	\$ 10,000,000	6.75%	TPR + 2.50%
	B2	16 trimestres (1,440 días)	\$ 10,000,000	7.00%	TPR + 2.75%
	B3	20 trimestres (1,800 días)	\$ 10,000,000	7.25%	TPR + 3.00%
TOTAL			\$ 60,000,000		

³¹ Las recaudaciones proyectadas que se consideraron fueron de Septiembre 2011 a Agosto 2016.

REAJUSTE:	cada 90 días.
FORMA DE PAGO:	capital e intereses trimestrales, intereses sobre saldos decrecientes de capital, amortización de pagos iguales de capital en cada subserie

Los Anexos # 2 y 3 muestran el flujo trimestral de pagos de cada Serie y el Anexo # 4 el flujo global de las 2 Series.

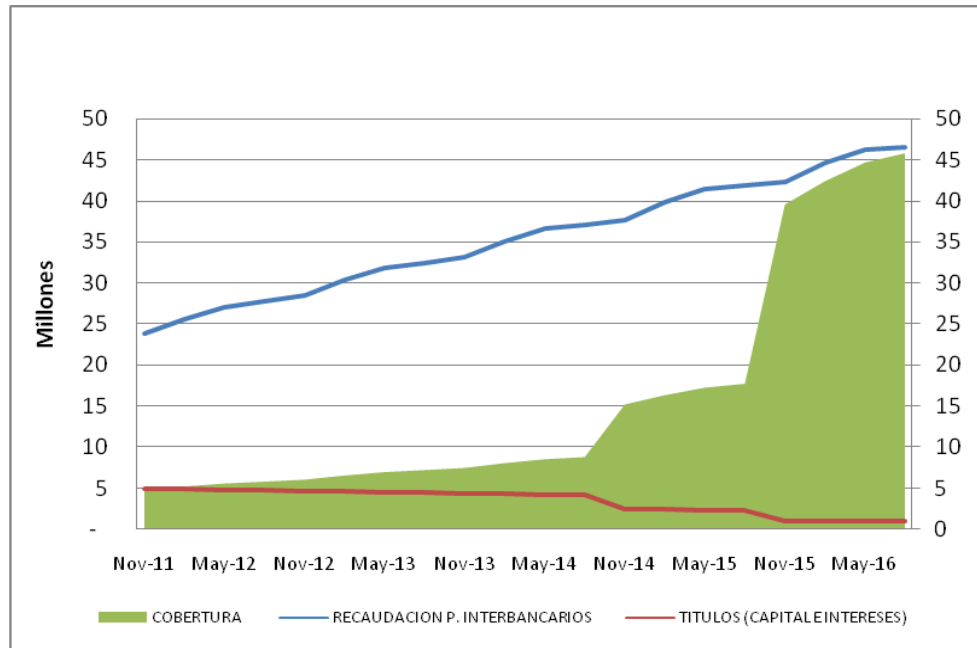
4.7 Descripción de los Mecanismos de Garantía

4.7.1 Exceso Flujo de Fondos

Como se indicó anteriormente, la recaudación esperada a través de los Pagos Interbancarios sumarían alrededor de US\$ 709 millones durante los 5 años de la emisión propuesta.

El gráfico 34 muestra los flujos requeridos para el pago de los Valores a emitirse (suponiendo la colocación total) y la evolución esperada de los Flujos por pagos interbancarios durante los 5 años bajo el Escenario Probable; se comprueba que en todo momento existe una cobertura de capital e intereses entre 5 y 6 veces durante el 1er año, de entre 6 y 8 veces en el 2do año, hasta 9 veces al término del 3er año, de hasta 19 veces al término del 4to año, de hasta 49 veces al final del 5to año. Si bien el gráfico no incluye los costos y gastos del Fideicomiso (Pasivos con Terceros), su impacto es mínimo y las conclusiones respecto a la holgura no se alteran.

Gráfico 34: Evolución de flujos y capital e intereses emitidos
Escenario probable (pagos interbancarios)
(Expresado en dólares)
(Año 2011-2016)



Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

Consideramos que el monto esperado de recaudación o derecho de cobro en el Escenario Probable (US\$ 709 millones aproximadamente) cubre en 12 veces el monto de emisión y en 10 veces si se incluyen los intereses proyectados, es decir; que si se considera capital e intereses, el exceso de flujos de fondos sería de US\$ 641 millones aproximadamente. Es importante recordar que son proyecciones susceptibles de ajustarse en el tiempo.

Dentro de este mecanismo se incluye un depósito de garantía, el cual equivaldrá al primer dividendo conocido a pagarse, aumentado en una proporción equivalente a 1.5 veces el índice de desviación ($1.5 \times 19.91\% = 29.87\%$), y se constituirá inicialmente con el aporte del 10.75% de los valores efectivamente colocados (corresponde a US\$ 2,687.50 provisionados de cada valor de US\$ 25,000 colocado). De colocarse la totalidad de la emisión, el depósito de garantía ascendería a US\$ 6,450,000.

Trimestralmente, el depósito de garantía será recalculado a fin de que sea equivalente a 1.5 veces el índice de desviación ($1.5 \times 19.91\% = 29.87\%$) por el siguiente dividendo conocido. De esta forma, el excedente respecto del trimestre anterior será devuelto al Originador conforme se describirá en el Fideicomiso y el Reglamento de Gestión.

Este depósito de garantía servirá para cubrir parcial o totalmente el dividendo en curso, en caso de que la recaudación ordinaria de los Pagos Interbancarios haya resultado insuficiente y no se hubiera completado el respectivo dividendo en base a la provisión trimestral correspondiente.

**Tabla 21: Cálculo del índice de desviación
(Expresado en dólares)**

TRIMESTRE	INTERESES	CAPITAL	DIVIDENDOS	CAPITAL REDUCIDO	IND. DESV. X 1.5 (1.5 x 19.91%)	DEPOSITO DE GARANTIA
1	\$ 1,050,000	\$ 3,916,667	\$ 4,966,667	\$ 56,083,333	\$ 1,483,543	\$ 6,450,000
2	\$ 981,875	\$ 3,916,667	\$ 4,898,542	\$ 52,166,667	\$ 1,463,194	\$ 6,361,736
3	\$ 913,750	\$ 3,916,667	\$ 4,830,417	\$ 48,250,000	\$ 1,442,845	\$ 6,273,262
4	\$ 845,625	\$ 3,916,667	\$ 4,762,292	\$ 44,333,333	\$ 1,422,497	\$ 6,184,788
5	\$ 777,500	\$ 3,916,667	\$ 4,694,167	\$ 40,416,667	\$ 1,402,148	\$ 6,096,314
6	\$ 709,375	\$ 3,916,667	\$ 4,626,042	\$ 36,500,000	\$ 1,381,799	\$ 6,007,840
7	\$ 641,250	\$ 3,916,667	\$ 4,557,917	\$ 32,583,333	\$ 1,361,450	\$ 5,919,366
8	\$ 573,125	\$ 3,916,667	\$ 4,489,792	\$ 28,666,667	\$ 1,341,101	\$ 5,830,892
9	\$ 505,000	\$ 3,916,667	\$ 4,421,667	\$ 24,750,000	\$ 1,320,752	\$ 5,742,419
10	\$ 436,875	\$ 3,916,667	\$ 4,353,542	\$ 20,833,333	\$ 1,300,403	\$ 5,653,945
11	\$ 368,750	\$ 3,916,667	\$ 4,285,417	\$ 16,916,667	\$ 1,280,054	\$ 5,565,471
12	\$ 300,625	\$ 3,916,667	\$ 4,217,292	\$ 13,000,000	\$ 1,259,705	\$ 5,476,997
13	\$ 232,500	\$ 2,250,000	\$ 2,482,500	\$ 10,750,000	\$ 741,523	\$ 3,224,023
14	\$ 192,500	\$ 2,250,000	\$ 2,442,500	\$ 8,500,000	\$ 729,575	\$ 3,172,075
15	\$ 152,500	\$ 2,250,000	\$ 2,402,500	\$ 6,250,000	\$ 717,627	\$ 3,120,127
16	\$ 112,500	\$ 2,250,000	\$ 2,362,500	\$ 4,000,000	\$ 705,679	\$ 3,068,179
17	\$ 72,500	\$ 1,000,000	\$ 1,072,500	\$ 3,000,000	\$ 320,356	\$ 1,392,856
18	\$ 54,375	\$ 1,000,000	\$ 1,054,375	\$ 2,000,000	\$ 314,942	\$ 1,369,317
19	\$ 36,250	\$ 1,000,000	\$ 1,036,250	\$ 1,000,000	\$ 309,528	\$ 1,345,778
20	\$ 18,125	\$ 1,000,000	\$ 1,018,125	\$ 0	\$ 304,114	\$ 1,322,239

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

Dado que resulta evidente que habrá flujos excedentarios importantes en todo momento, la Fiduciaria devolverá semanalmente el exceso de liquidez una vez comprobado lo siguiente:

- a) Repuesto el Fondo Rotativo en caso que el Originador no lo hubiera hecho después que la Fiduciaria haya pagado o cubierto ciertos Pasivos con Terceros.
- b) Cubierto el Depósito de Garantía en caso de que hubiera sido utilizado anteriormente.

La mecánica de devolución se describirá en el Fideicomiso de Titularización y el Reglamento de Gestión.

4.7.3 Flujos Complementarios

Aspectos generales:

Los flujos complementarios consisten en el cien por ciento (100%) de recursos dinerarios que Servipagos S.A. se encuentra en la obligación de entregar, mediante transferencia bancaria al Originador y, en virtud de la presente Titularización, al Agente de Recaudo del Fideicomiso, que corresponden a los recursos dinerarios recibidos por Servipagos S.A. de parte de los tarjetahabientes, como pago por los consumos realizados por dichos tarjetahabientes utilizando sus respectivas tarjetas de crédito.

Activación:

Cuando los Flujos correspondientes al Derecho de Cobro, es decir a los Pagos Interbancarios, no alcancen a cubrir, por tres meses consecutivos, una relación mínima del 150% (ciento cincuenta por ciento) al comparar el volumen de los flujos ingresados al Fideicomiso en el mes inmediato anterior vs. el un tercio (1/3) del dividendo (compuesto de capital e intereses) de los valores efectivamente colocados entre inversionistas del mismo mes inmediato anterior, entonces se activará automáticamente y de pleno derecho, la incorporación de los flujos complementarios a favor del Fideicomiso y, por ende, el derecho del Fideicomiso a recibir íntegramente dichos flujos complementarios.

Los flujos complementarios así incorporados al Fideicomiso, pasarán a formar parte de los flujos del Fideicomiso, en virtud de lo cual la Fiduciaria destinará dichos flujos complementarios junto con los flujos provenientes de los pagos interbancarios, para aplicar el Orden de Prelación.

Desactivación:

En caso de que transcurridos tres meses consecutivos, completos y posteriores, la Fiduciaria confirma que los flujos correspondientes a los pagos interbancarios sí alcanzan a cubrir la relación mínima del 150% (ciento cincuenta por ciento) al comparar el volumen de los flujos ingresados al fideicomiso en el mes inmediato anterior vs. el un tercio (1/3) del dividendo (compuesto de capital e intereses) de los Valores efectivamente colocados entre inversionistas del mismo mes inmediato anterior, entonces dejarán de ingresar al Fideicomiso los flujos complementarios, y continuarán ingresando normalmente los flujos provenientes de los pagos interbancarios.

Como ya observamos en el gráfico 34 y la tabla 22 muestran la tendencia de la recaudación proyectada a través de los pagos interbancarios (fuente primaria de pago de los valores a emitirse) resulta evidente que existiría holgura suficiente para honrar la titularización propuesta.

Sin embargo, si se incluyen los flujos proyectados de Servipagos de manera adicional en calidad de contingente, se observa que los flujos de recaudación esperada crecen de manera importante y la tendencia holgada de cobertura se mantiene en todo momento.

Gráfico 35: Evolución de flujos y capital e intereses emitidos
Escenario probable (Pagos interbancarios y Servipagos)
(Expresado en dólares)
(Año 2011-2016)

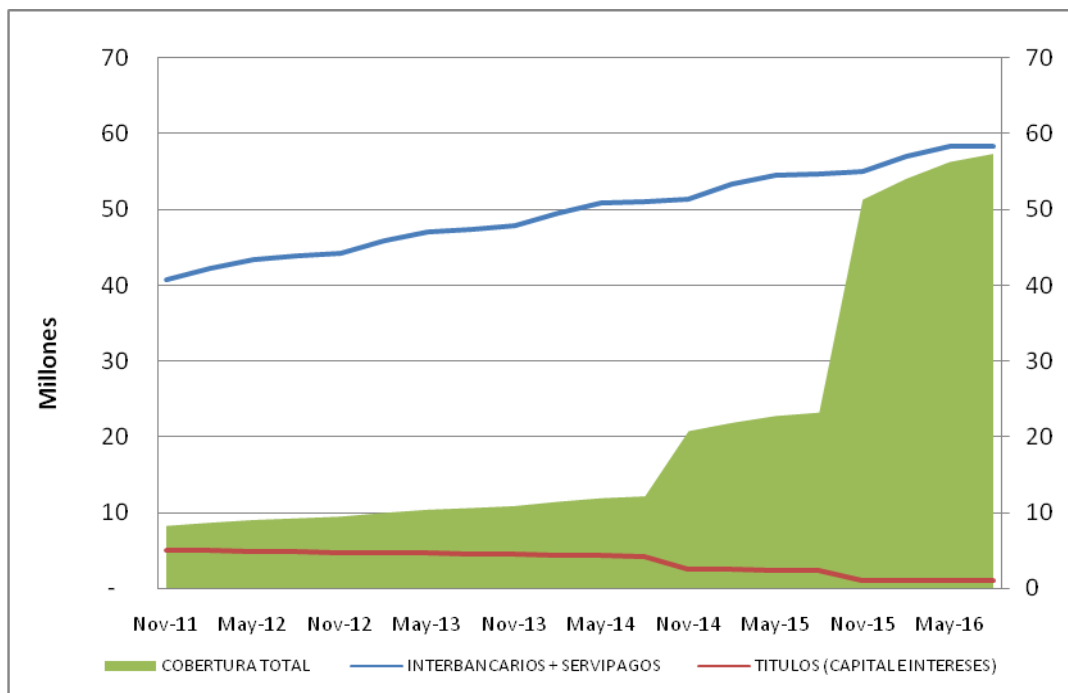


Tabla 22: Evolución de flujos y capital e intereses emitidos
(Año 2011-2016)

Año	Pagos Interbancarios	Servipagos
2011	32.800.180	22.419.997
2012	111.091.176	64.343.362
2013	130.127.132	59.968.418
2014	149.163.087	55.593.475
2015	168.199.043	51.218.532
2016	122.708.226	31.715.164
total	714.088.844	285.258.948

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

4.7.4 Garantía subsidiaria del Originador

Sí, llegado el octogésimo (80°) día contado desde el inicio de un período trimestral determinado, la Fiduciaria observa que el monto provisionado dentro del Fideicomiso es inferior al cien por ciento (100%) de la suma correspondiente al pago del dividendo de dicho período trimestral (amortización de capital y pago de intereses), entonces se activará la garantía subsidiaria otorgada por el Originador, la que consiste en su obligación de aportar y entregar al Fideicomiso, en dinero libre y disponible, los recursos suficientes y necesarios para completar la provisión del cien por ciento (100%) del dividendo trimestral (capital más intereses) inmediato posterior de los valores.

4.8 Descripción detallada de Proyección de los Flujos de Fondos a cargo del Patrimonio Autónomo, por un período equivalente al de la vigencia de la emisión y descripción detallada del procedimiento para su cálculo.

Entre los ingresos operativos se encontrarán:

a) Todo flujo recaudado a través del sistema de Pagos Interbancarios (y eventualmente a la red de Servipagos) asociados a la explotación comercial de las tarjetas Mastercard y Visa: pagos normales y diferidos y vencidos, comisiones, etc.

b) los rendimientos generados por inversiones temporales de los excedentes de flujos.

4.9 Flujo de Costos y Gastos asociados al Fideicomiso de Titularización

Los distintos costos y gastos asociados a la operación y mantenimiento del Fideicomiso de Titularización y que caen en la categoría de pasivos con terceros distintos de los inversionistas, serán cancelados por el Fideicomiso mediante la constitución y reposición de un fondo rotativo que se destinará a estos fines, el cual se lo ha fijado en US\$ 20,000.

Para esto, la Fiduciaria entregará al Originador al inicio de la Titularización, y en lo posterior, de manera trimestral, un cronograma de pagos de los Pasivos con Terceros correspondientes a ese período, y conocerá de esta manera las retenciones

que se harán sobre las recaudaciones del período, para la restitución del Fondo Rotativo.

Los costos de estructuración del fideicomiso, y de colocación de los valores a emitirse, serán de cuenta del Originador.

4.10 Costos y Gastos de Operación

Se consideran así, entre los principales, pero no los únicos:

- a) Las comisiones, honorarios o cualquier forma de remuneración a los que tenga derecho el agente de manejo.
- b) El costo de mantenimiento del registro del Fideicomiso en el Registro de Mercado de Valores y en la Bolsa de Valores
- c) Los honorarios pagaderos al Depósito Centralizado, Calificadora de Riesgo y Auditor Externo.
- d) Los gastos que ocasione el suministro de información a los Inversionistas incluida la impresión de prospectos adicionales o cualquier otra forma de información,
- e) Honorarios pagados a asesores y especialistas sobre temas puntuales que afecten a la administración del Fideicomiso y / o a los activos que lo conforman.
- f) Las comisiones, intereses, impuestos y gastos de manejo que afecten las cuentas corrientes, cuentas de ahorro o inversiones que tenga el Fideicomiso de Titularización, si los hubiere.
- g) Los impuestos que afecten directamente a los bienes y operaciones del Fideicomiso, si los hubiere o aquellos que se determinen en el futuro.
- h) Los gastos en que incurra el agente de manejo como consecuencia de la administración y mantenimiento de los bienes que pasen a control y / o dominio del Fideicomiso por cualquier causa o motivo.
- i) Cualquier otro gasto que a criterio del agente de manejo sea necesario a fin de proteger la integridad de los bienes y recursos que constituyen el Fideicomiso.

j) En general cualquier gasto y costo incurridos por el Fideicomiso de conformidad con los términos del propio Fideicomiso y con los documentos relacionados.

4.11 Flujo de Fondos proyectado del Fideicomiso de Titularización

Los Anexos# 5 al 7 muestran un detalle trimestral de los Flujos Globales durante la vigencia de la Titularización, en los 3 escenarios desarrollados.

4.12 Punto de equilibrio del Proceso de Titularización

a) En lo legal: la obtención de la autorización de oferta pública de la Titularización por parte de la Superintendencia de Compañías,

b) En lo financiero: a la colocación del primer valor, sin distinguir la serie ni subserie,

c) En el plazo: que la colocación del primer valor se dé dentro del plazo máximo de oferta pública fijado en la normativa respectiva, incluido su prórroga, de ser el caso.

4.13 Calificación de Riesgos

Pacificard S.A. para esta titularización ha sido calificada con categoría AAA que 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 categoría de calificación descrita puede incluir signos más (+) o menos (-). El signo más (+) indicará la calificación podría subir hacia su inmediata superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso de la categoría inmediata inferior.

4.14 Riesgos Inherentes a la Titularización

4.14.1 Riesgo Crediticio

La cartera bruta de Pacificard S.A., principal rubro del activo, alcanzo a junio 2011 una suma de US\$ 125.37 millones; destacándose dentro de ésta la cartera de consumo, la cual es la principal línea de negocio y generadora de de ingresos de la institución con una participación de 97.41% y un monto colocado de US\$ 122.12 millones.

En la tabla 16 apreciamos que la calidad de la cartera de crédito, muestra una estructura relativamente sana, que va de acorde al segmento en el que opera, en donde el 82.27% de la misma corresponde a cartera de créditos por vencer y el restante 17.73% corresponde a la suma de cartera que no devenga intereses más cartera de créditos vencidos.

**Tabla 23: Cobertura de depósito de garantía
(Expresado en dólares)**

Cuenta	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Jun-11
Cartera de créditos por vencer	83,47%	87,56%	82,39%	83,19%	82,27%
Cartera que no devenga intereses	6,89%	5,60%	7,15%	8,15%	9,20%
Cartera de créditos vencidos	9,64%	6,84%	10,46%	8,66%	8,54%
Total	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros

Elaboración: Las autoras

La morosidad de la cartera total se ubicó en 4.35%, este índice se origina principalmente por la morosidad de la cartera de consumo la cual fue a junio de 2011 alcanzó un valor de 4.36%. La cobertura de la cartera problemática, con las provisiones constituidas por el originador, muestra un índice de 70.22%; cobertura inferior al registrado en los periodos anteriores analizados.

**Tabla 23.1: Cobertura de depósito de garantía
(Expresado en dólares)**

Cuenta	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Jun-11
Cobertura Cartera Comercial	-56,09	143,14	175,10	100,00	106,96
Cobertura Cartera de consumo	0,00	82,02	78,72	76,31	70,03
Cobertura Cartera Problemática	87,39	82,24	78,93	76,50	70,22

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros

Elaboración: Las autoras

4.14.2 Riesgo de Mercado

En concordancia con la información entregada a la Superintendencia de Bancos por parte de Pacificard, se observó en el reporte de brechas de sensibilidad un riesgo de reinversión de +/- US\$ 0.82 millones, con una sensibilidad total de US\$ 81.66 millones.

La sensibilidad del margen financiero (análisis corto plazo) presenta un posición en riesgo respecto al patrimonio técnico de 1.01% (US\$ 0.80 millones). La sensibilidad en el valor patrimonial (análisis largo plazo) presento una posición en riesgo respecto al patrimonio técnico de 2.80%; es decir el valor económico de Pacificard podría verse afectado por una variación en +/- 1.00% de las tasas de interés de +/-US\$ 2.22 millones. La institución presenta una baja exposición al riesgo de tasas de interés.

4.14.3 Riesgo de Liquidez

El crecimiento de la empresa se ha sustentado principalmente a través de pasivos financieros (captaciones del público), seguido del financiamiento espontáneo originado en los pagos pendientes a establecimientos y pasivos acumulados.

La estructura de las captaciones con el público, muestra como principal rubro, a los depósitos a plazo, los cuales sumaron a junio 2011 US\$ 30.31 millones (96.35%), mientras que los depósitos a la vista alcanzaron un monto de US\$ 1.15 millones (3.65%).

Los indicadores de liquidez estructural de primera y segunda línea se ubicaron en 89.38% y 71.82% respectivamente, mostrando una amplia cobertura de los pasivos exigibles a corto plazo con los activos más líquidos. El requerimiento de liquidez de la institución estuvo supeditado por el indicador de concentración del 50% de los cien mayores depositantes con un plazo menor a 90 días, el cual se ubicó en promedio durante el mes de junio en US\$ 11.65 millones.

De acuerdo al análisis de liquidez estructural de la institución, Pacificard ha mantenido sus índices de liquidez de primera y segunda línea sobre la volatilidad 2 y

2.5 veces la desviación estándar de las fuentes de fondeo, con una diferencia amplia sobre las volatilidades. De la misma manera, el indicador de activos líquidos netos de segunda línea fue mayor al indicador de concentración, por lo que durante el periodo analizado no existieron incumplimientos en los índices establecidos por el organismo de control.

En el análisis de liquidez por brechas en los tres escenarios (contractual, esperado y dinámico) Pacificard no presentó posiciones de liquidez en riesgo, ya que los activos líquidos netos con los que cuenta cubren sus requerimientos en todas las bandas de tiempo.

Respecto a los indicadores de liquidez publicados por la Superintendencia de Bancos y Seguros, el referente a la relación de fondos disponibles sobre el total de depósitos a corto plazo se ubicó en 89.38%; mientras que los indicadores de cobertura de los 25 y 100 mayores depositantes fueron de 56.60% y 53.04% respectivamente.

4.14.4 Riesgo de Solvencia

A junio de 2011, el patrimonio técnico primario de Pacificard S.A. ascendió a la suma de US\$ 60.67 millones, mientras que el patrimonio técnico secundario fue de US\$ 18.44 millones, dando como resultado un patrimonio técnico constituido de US\$ 79.11 millones. Por otra parte los activos ponderados por riesgo se ubicaron en US\$ 536.57 millones. El indicador de solvencia, que relaciona el patrimonio técnico constituido con el total de activos ponderados por riesgo se ubicó en 14.74% (9% mínimo) con un excedente patrimonial de US\$ 30.82 millones.

5. CONCLUSIONES

Pacificard S.A forma parte de un grupo financiero sólido y su adecuado desempeño a través del tiempo le ha permitido mantenerse como uno de los líderes de tarjeta de crédito en el Ecuador, por ser un medio de pago de diversas transacciones que realizan sus clientes, la titularización de flujos locales a través de pagos interbancarios, es una excelente alternativa como medio de financiamiento.

El repunte patrimonial que ha experimentado Pacificard, sustentado por los excelentes resultados de años anteriores, presentan una institución adecuadamente constituida, fuerte, solvente, rentable que ha respaldado de manera satisfactoria a sus clientes e inversionistas.

Los flujos evaluados permiten observar que los costos analizados al proceso de titularización representan un índice de confianza 95% del monto a colocar, en todos los escenarios y el 5% restante de probabilidades fue asignado de manera promediada por igual a los escenarios optimista y pesimista.

La información evaluada, sugiere razonablemente que es factible desarrollar un proceso de Titularización de Flujos Futuros locales sobre la recaudación del sistema interbancario de pagos por hasta US\$ 60 millones, por su excelente capacidad de pago a sus inversionistas, ya que aún tomando en consideración el escenario pesimista, éste cubriría 8 veces más el valor a titularizar, pues los flujos esperados a recaudarse en este escenario ascienden a US\$ 658 millones en valores nominales, y en términos descontados sumarían aproximadamente hasta US\$ 658 millones.

6. RECOMENDACIONES

Recomendaríamos a Pacificard S.A., que su financiamiento por deuda directa con su mayor accionista el Banco del Pacífico S.A., alcance una relación de 50% deuda y 50% recursos propios, para mejorar la eficiencia financiera de la Compañía.

De acuerdo a la planificación estratégica de la empresa, ser el líder en el mercado ecuatoriano como emisores de tarjeta de crédito en ambas marcas, una de las opciones para cumplir dicha meta es la emisión de títulos, debido a que el margen de utilidad que se obtenga de este mecanismo permitirá cubrir los costos operativos que involucra dicho crecimiento como publicidad, costos de marcas, crecimiento de personal etc.

Los resultados obtenidos para los diferentes escenarios de los flujos, muestran que la titularización de Flujos Futuros Locales es una herramienta factible, que permite la obtención de recursos y genera mayor utilidad para el originador en las condiciones y características propuestas.

7. BIBLIOGRAFÍA

1. ANDRADE, S. (2002). *Los Títulos Valor en el Derecho Económico*. Ediciones legales. Ecuador.
2. BACA URBINA GABRIEL. (2007) *Evaluación de Proyectos* 5ta. Edición. México D.F. Mc Graw Hill.
3. Codificación de la Ley de Mercado de Valores (Codificación 2006-001).
4. FABOZZI J. FRANK MODIGLIANI, FRANCO. FERRI, MICHAELI G. *Mercados e Instituciones Financieras*. Pearson Prentice Hall. Primera Edición.
5. FREDERIC MISHKIN (Año 2007) *Moneda-Banca y Mercados Financieros*. Editorial Pearson, 8va. Edición.
6. Información financiera y de mercado de Pacificard S.A. (Datos reales comparados con las publicaciones del Banco Central del Ecuador Año 2007 al 2011).
7. Publicaciones del Banco Central - Estadísticas Mensuales (Facturación y Pagos de Pacificard S.A Año 2007 al 2011).

Páginas de Internet:

<http://www.bce.fin.ec> (Banco Central del Ecuador) Junio 2011

<http://www.fce.uncu.edu.ar> Investigación desarrollada y enviada por Ricardo A. Forero, Profesor de Finanzas de la Universidad Nacional de Cuyo Mendoza-Argentina. Extraído el 12 de abril desde rforero@fcemail.uncu.edu.ar

<http://www.inec.gob.ec> (Instituto Ecuatoriano de Estadísticas y Censos) Mayo 2011

<http://www.mundobvg.com> (Bolsa de Valores Guayaquil) Mayo 2011

<http://www.superban.fin.ec> (Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador) Mayo 2011

<http://www.supercias.gob.ec> (Superintendencia de Compañías) Mayo 2011

8. ANEXOS

A1: Flujos de recaudaciones proyectados

RECAUDACIÓN PROYECTADA (PROBABLE)						
PAGOS INTERBANCARIOS						
MES	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ene	-	8.436.033	10.001.557	11.567.082	13.132.606	14.698.130
feb	-	8.018.860	9.484.304	10.949.748	12.415.192	13.880.637
mar	-	8.927.483	10.534.504	12.141.525	13.748.547	15.355.568
abr	-	9.242.511	10.881.652	12.520.793	14.159.933	15.799.074
may	-	8.866.725	10.416.320	11.965.914	13.515.508	15.065.103
jun	-	9.092.067	10.658.234	12.224.401	13.790.568	15.356.735
jul	-	9.373.371	10.965.145	12.556.919	14.148.692	15.740.466
ago	-	9.261.640	10.812.493	12.363.346	13.914.199	15.465.052
sep	7.921.113	9.488.007	11.054.900	12.621.793	14.188.687	-
oct	8.431.343	10.072.119	11.712.895	13.353.671	14.994.447	-
nov	7.472.767	8.903.793	10.334.818	11.765.844	13.196.870	-
dic	9.153.349	10.878.671	12.603.993	14.329.315	16.054.637	-

RECAUDACIÓN PROYECTADA (OPTIMISTA)						
PAGOS INTERBANCARIOS						
MES	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ene	-	9.098.413	10.753.101	12.407.789	14.062.477	15.717.165
feb	-	8.645.851	10.194.759	11.743.667	13.292.575	14.841.483
mar	-	9.622.675	11.321.223	13.019.772	14.718.321	16.416.869
abr	-	9.959.378	11.691.875	13.424.373	15.156.870	16.889.367
may	-	9.551.784	11.189.635	12.827.486	14.465.337	16.103.188
jun	-	9.791.885	11.447.253	13.102.620	14.757.988	16.413.355
jul	-	10.092.186	11.774.619	13.457.052	15.139.485	16.821.918
ago	-	9.969.337	11.608.518	13.247.700	14.886.881	16.526.062
sep	8.554.325	10.210.460	11.866.596	13.522.731	15.178.866	-
oct	9.102.200	10.836.426	12.570.651	14.304.877	16.039.103	-
nov	8.064.656	9.577.185	11.089.715	12.602.244	14.114.773	-
dic	9.875.151	11.698.738	13.522.325	15.345.913	17.169.500	-

RECAUDACIÓN PROYECTADA (PESIMISTA)						
PAGOS INTERBANCARIOS						
MES	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ene	-	7.773.654	9.250.014	10.726.374	12.202.734	13.679.094
feb	-	7.391.869	8.773.849	10.155.830	11.537.810	12.919.790
mar	-	8.232.291	9.747.785	11.263.279	12.778.773	14.294.266
abr	-	8.525.645	10.071.429	11.617.213	13.162.997	14.708.781
may	-	8.181.667	9.643.004	11.104.342	12.565.680	14.027.018
jun	-	8.392.248	9.869.215	11.346.181	12.823.147	14.300.114
jul	-	8.654.555	10.155.670	11.656.785	13.157.900	14.659.015
ago	-	8.553.943	10.016.467	11.478.992	12.941.517	14.404.041
sep	7.287.902	8.765.553	10.243.205	11.720.856	13.198.507	-
oct	7.760.487	9.307.813	10.855.139	12.402.465	13.949.791	-
nov	6.880.878	8.230.400	9.579.922	10.929.444	12.278.966	-
dic	8.431.547	10.058.604	11.685.661	13.312.717	14.939.774	-

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras



A2: Flujos trimestrales esperados de pago de los valores emitidos Serie A

TRIMESTRE	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
-----------	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	----

SUBSERIE A1

EMISION	-10,000,000										
INTERESES		168,750	154,688	140,625	126,563	112,500	98,438	84,375	70,313	56,250	42,188
CAPITAL		833,333	833,333	833,333	833,333	833,333	833,333	833,333	833,333	833,333	833,333
DIVIDENDOS	-10,000,000	1,002,083	988,021	973,958	959,896	945,833	931,771	917,708	903,646	889,583	875,521

CAPITAL REDUCIDO	10,000,000	9,166,667	8,333,333	7,500,000	6,666,667	5,833,333	5,000,000	4,166,667	3,333,333	2,500,000	1,666,667
------------------	------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

SUBSERIE A2

EMISION	-10,000,000										
INTERESES		175,000	164,063	153,125	142,188	131,250	120,313	109,375	98,438	87,500	76,563
CAPITAL		625,000	625,000	625,000	625,000	625,000	625,000	625,000	625,000	625,000	625,000
DIVIDENDOS	-10,000,000	800,000	789,063	778,125	767,188	756,250	745,313	734,375	723,438	712,500	701,563

CAPITAL REDUCIDO	10,000,000	9,375,000	8,750,000	8,125,000	7,500,000	6,875,000	6,250,000	5,625,000	5,000,000	4,375,000	3,750,000
------------------	------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

SUBSERIE A3

EMISION	-10,000,000										
INTERESES		181,250	172,188	163,125	154,063	145,000	135,938	126,875	117,813	108,750	99,688
CAPITAL		500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000
DIVIDENDOS	-10,000,000	681,250	672,188	663,125	654,063	645,000	635,938	626,875	617,813	608,750	599,688

CAPITAL REDUCIDO	10,000,000	9,500,000	9,000,000	8,500,000	8,000,000	7,500,000	7,000,000	6,500,000	6,000,000	5,500,000	5,000,000
------------------	------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------



TRIMESTRE	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
-----------	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----

SUBSERIE A1

EMISION										
INTERESES	28,125	14,063	-	-	-	-	-	-	-	-
CAPITAL	833,333	833,333								
DIVIDENDOS	861,458	847,396	-	-	-	-	-	-	-	-

CAPITAL REDUCIDO	833,333	0	0	0	0	0	0	0	0	0
------------------	---------	---	---	---	---	---	---	---	---	---

SUBSERIE A2

EMISION										
INTERESES	65,625	54,688	43,750	32,813	21,875	10,938	-	-	-	-
CAPITAL	625,000	625,000	625,000	625,000	625,000	625,000				
DIVIDENDOS	690,625	679,688	668,750	657,813	646,875	635,938	-	-	-	-

CAPITAL REDUCIDO	3,125,000	2,500,000	1,875,000	1,250,000	625,000	0	0	0	0	0
------------------	-----------	-----------	-----------	-----------	---------	---	---	---	---	---

SUBSERIE A3

EMISION										
INTERESES	90,625	81,563	72,500	63,438	54,375	45,313	36,250	27,188	18,125	9,063
CAPITAL	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000
DIVIDENDOS	590,625	581,563	572,500	563,438	554,375	545,313	536,250	527,188	518,125	509,063

CAPITAL REDUCIDO	4,500,000	4,000,000	3,500,000	3,000,000	2,500,000	2,000,000	1,500,000	1,000,000	500,000	0
------------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	---------	---

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras



A3: Flujos trimestrales esperados de pago de los valores emitidos Serie B

TRIMESTRE	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
-----------	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	----

SUBSERIE B1

EMISION	-10,000,000										
INTERESES		168,750	154,688	140,625	126,563	112,500	98,438	84,375	70,313	56,250	42,188
CAPITAL		833,333	833,333	833,333	833,333	833,333	833,333	833,333	833,333	833,333	833,333
DIVIDENDOS	-10,000,000	1,002,083	988,021	973,958	959,896	945,833	931,771	917,708	903,646	889,583	875,521

CAPITAL REDUCIDO	10,000,000	9,166,667	8,333,333	7,500,000	6,666,667	5,833,333	5,000,000	4,166,667	3,333,333	2,500,000	1,666,667
------------------	------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

SUBSERIE B2

EMISION	-10,000,000										
INTERESES		175,000	164,063	153,125	142,188	131,250	120,313	109,375	98,438	87,500	76,563
CAPITAL		625,000	625,000	625,000	625,000	625,000	625,000	625,000	625,000	625,000	625,000
DIVIDENDOS	-10,000,000	800,000	789,063	778,125	767,188	756,250	745,313	734,375	723,438	712,500	701,563

CAPITAL REDUCIDO	10,000,000	9,375,000	8,750,000	8,125,000	7,500,000	6,875,000	6,250,000	5,625,000	5,000,000	4,375,000	3,750,000
------------------	------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

SUBSERIE B3

EMISION	-10,000,000										
INTERESES		181,250	172,188	163,125	154,063	145,000	135,938	126,875	117,813	108,750	99,688
CAPITAL		500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000
DIVIDENDOS	-10,000,000	681,250	672,188	663,125	654,063	645,000	635,938	626,875	617,813	608,750	599,688

CAPITAL REDUCIDO	10,000,000	9,500,000	9,000,000	8,500,000	8,000,000	7,500,000	7,000,000	6,500,000	6,000,000	5,500,000	5,000,000
------------------	------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------



TRIMESTRE	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
-----------	----	----	----	----	----	----	----	----	----	----

SUBSERIE B1

EMISION										
INTERESES	28,125	14,063	-	-	-	-	-	-	-	-
CAPITAL	833,333	833,333	-	-	-	-	-	-	-	-
DIVIDENDOS	861,458	847,396	-	-	-	-	-	-	-	-

CAPITAL REDUCIDO	833,333	0	0	0	0	0	0	0	0	0
------------------	---------	---	---	---	---	---	---	---	---	---

SUBSERIE B2

	65,625	54,688	43,750	32,813	21,875	10,938	-	-	-	-
	625,000	625,000	625,000	625,000	625,000	625,000	-	-	-	-
	690,625	679,688	668,750	657,813	646,875	635,938	-	-	-	-

	3,125,000	2,500,000	1,875,000	1,250,000	625,000	0	0	0	0	0
--	-----------	-----------	-----------	-----------	---------	---	---	---	---	---

SUBSERIE B3

EMISION										
INTERESES	90,625	81,563	72,500	63,438	54,375	45,313	36,250	27,188	18,125	9,063
CAPITAL	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000
DIVIDENDOS	590,625	581,563	572,500	563,438	554,375	545,313	536,250	527,188	518,125	509,063

CAPITAL REDUCIDO	4,500,000	4,000,000	3,500,000	3,000,000	2,500,000	2,000,000	1,500,000	1,000,000	500,000	0
------------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	---------	---

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras



A4: Flujos trimestrales globales esperados de pago de los valores emitidos

GLOBAL	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
---------------	----------	----------	----------	----------	----------	----------	----------	----------	----------	----------	-----------

EMISION	-60,000,000										
INTERESES		1,050,000	981,875	913,750	845,625	777,500	709,375	641,250	573,125	505,000	436,875
CAPITAL		3,916,667	3,916,667	3,916,667	3,916,667	3,916,667	3,916,667	3,916,667	3,916,667	3,916,667	3,916,667
DIVIDENDOS	-60,000,000	4,966,667	4,898,542	4,830,417	4,762,292	4,694,167	4,626,042	4,557,917	4,489,792	4,421,667	4,353,542

CAPITAL REDUCIDO	60,000,000	56,083,333	52,166,667	48,250,000	44,333,333	40,416,667	36,500,000	32,583,333	28,666,667	24,750,000	20,833,333
------------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------

GLOBAL	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
---------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

EMISION										
INTERESES	368,750	300,625	232,500	192,500	152,500	112,500	72,500	54,375	36,250	18,125
CAPITAL	3,916,667	3,916,667	2,250,000	2,250,000	2,250,000	2,250,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,000,000
DIVIDENDOS	4,285,417	4,217,292	2,482,500	2,442,500	2,402,500	2,362,500	1,072,500	1,054,375	1,036,250	1,018,125

CAPITAL REDUCIDO	16,916,667	13,000,000	10,750,000	8,500,000	6,250,000	4,000,000	3,000,000	2,000,000	1,000,000	0
------------------	------------	------------	------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	---

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

A5: Flujo global del fideicomiso de titularización - Escenario Optimista

ESCUDO FISCAL		36.25%									
ESCENARIO OPTIMISTA		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
		Nov-11	Feb-12	May-12	Aug-12	Nov-12	Feb-13	May-13	Aug-13	Nov-13	Feb-14
(+)	FLUJOS DE RECAUDACION	25,721,181	27,619,415	29,133,836	29,853,409	30,624,071	32,646,598	34,202,734	34,830,390	35,526,961	37,673,781
(=)	FLUJO DE CAJA OPERATIVO	25,721,181	27,619,415	29,133,836	29,853,409	30,624,071	32,646,598	34,202,734	34,830,390	35,526,961	37,673,781
(=)	FLUJO DE FINANCIAMIENTO	48,963,958	(4,454,348)	(4,410,708)	(4,367,279)	(4,323,849)	(4,280,419)	(4,236,990)	(4,193,560)	(4,150,130)	(4,106,701)
(+)	TITULARIZACIÓN	60,000,000									
(-)	PAGO DE INTERESES DE LOS TÍTULOS	(1,050,000)	(981,875)	(913,750)	(845,625)	(777,500)	(709,375)	(641,250)	(573,125)	(505,000)	(436,875)
(+)	ESCUDO FISCAL INTERESES	380,625	355,930	331,234	306,539	281,844	257,148	232,453	207,758	183,063	158,367
(+)	PAGO DE CAPITAL EMITIDO	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)
(-)	CONSTITUCION DEL DEPOSITO DE GARANTÍA Y RESTITUCIONES	(6,450,000)	88,264	88,474	88,474	88,474	88,474	88,474	88,474	88,474	88,474
(=)	FLUJO DE COSTOS DE EMISION	(336,500)									
(=)	FLUJO DE COSTOS OPERATIVOS DE TITULARIZACIÓN	(10,583)	(10,549)	(10,515)	(10,481)	(39,742)	(10,413)	(10,379)	(10,345)	(36,901)	(10,277)
(-)	Calificación de Riesgo actualizaciones	\$ 12,000				12,000				12,000	
(-)	Mantenimiento anual inscripción BVG	0.020%				9,295				6,590	
(-)	DECEVALE	0.100%	2,483	2,449	2,415	2,381	2,347	2,313	2,279	2,245	2,211
(-)	Auditorías anuales al Fideicomiso	\$ 8,000				8,000				8,000	
(-)	Publicaciones semestrales y anuales	\$ 1,000									
(-)	Administración mensual del Fideicomiso	\$ 2,700	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100
(-)	Liquidación del Fideicomiso	\$ 2,700									
(=)	FLUJO OPERATIVO NETO RESTITUCION AL ORIGINADOR	74,338,056	23,154,517	24,712,613	25,475,649	26,260,480	28,355,766	29,955,365	30,626,486	31,339,930	33,556,804
	EVOLUCION DEL DEPOSITO DE GARANTÍA	6,450,000	6,361,736	6,273,262	6,184,788	6,096,314	6,007,840	5,919,366	5,830,892	5,742,419	5,653,945
	COBERTURA DEPOSITO DE GARANTIA / SALDO DE CAPITAL EMITIDO	10.750%	11.343%	12.025%	12.818%	13.751%	14.865%	16.217%	17.895%	20.032%	22.844%



ESCENARIO OPTIMISTA	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
	May-14	Aug-14	Nov-14	Feb-15	May-15	Aug-15	Nov-15	Feb-16	May-16	Aug-16
FLUJOS DE RECAUDACIÓN	39,271,631	39,807,372	40,429,852	42,700,965	44,340,528	44,784,354	45,332,742	47,728,148	49,409,425	49,761,335
FLUJO DE CAJA OPERATIVO	39,271,631	39,807,372	40,429,852	42,700,965	44,340,528	44,784,354	45,332,742	47,728,148	49,409,425	49,761,335
FLUJO DE FINANCIAMIENTO	(4,063,271)	(4,019,841)	(145,245)	(2,320,771)	(2,295,271)	(2,269,771)	629,104	(1,011,125)	(999,570)	334,223
TITULARIZACIÓN										
PAGO DE INTERESES DE LOS TITULOS	(368,750)	(300,625)	(232,500)	(192,500)	(152,500)	(112,500)	(72,500)	(54,375)	(36,250)	(18,125)
ESCUDO FISCAL INTERESES	133,672	108,977	84,281	69,781	55,281	40,781	26,281	19,711	13,141	6,570
PAGO DE CAPITAL EMITIDO	(3,916,667)	(3,916,667)	(2,250,000)	(2,250,000)	(2,250,000)	(2,250,000)	(1,000,000)	(1,000,000)	(1,000,000)	(1,000,000)
CONSTITUCIÓN DEL DEPOSITO DE GARANTÍA Y RESTITUCIONES	88,474	88,474	2,252,974	51,948	51,948	51,948	1,675,323	23,539	23,539	1,345,778
FLUJO DE COSTOS DE EMISIÓN										
FLUJO DE COSTOS OPERATIVOS DE TITULARIZACIÓN	(10,243)	(10,209)	(33,227)	(9,321)	(9,301)	(9,281)	(31,151)	(8,627)	(8,618)	(8,609)
Calificación de Riesgo actualizaciones			12,000				12,000			
Mantenimiento anual inscripción BVG			3,886				2,514			
DECEVALE	2,143	2,109	1,241	1,221	1,201	1,181	536	527	518	509
Auditorías anuales al Fideicomiso			8,000				8,000			
Publicaciones semestrales y anuales										
Administración mensual del Fideicomiso	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100
Liquidación del Fideicomiso										
FLUJO OPERATIVO NETO RESTITUCION AL ORIGINADOR =	35,198,117	35,777,322	40,251,380	40,370,873	42,035,956	42,505,302	45,930,695	46,708,396	48,401,236	50,086,949

EVOLUCIÓN DEL DEPÓSITO DE GARANTÍA	5,565,471	5,476,997	3,224,023	3,172,075	3,120,127	3,068,179	1,392,856	1,369,317	1,345,778	-
COBERTURA DEPÓSITO DE GARANTÍA / SALDO DE CAPITAL EMITIDO	26.714%	32.376%	24.800%	29.508%	36.707%	49.091%	34.821%	45.644%	67.289%	0.000%

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras



A6: flujo global del fideicomiso de titularización - Escenario Probable

ESCUDO FISCAL		36.25%									
ESCENARIO PROBABLE		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
		Nov-11	Feb-12	May-12	Aug-12	Nov-12	Feb-13	May-13	Aug-13	Nov-13	Feb-14
(+)	FLUJOS DE RECAUDACION	23,825,224	25,608,242	27,036,719	27,727,078	28,463,918	30,364,532	31,832,476	32,435,871	33,102,613	35,120,823
(=)	FLUJO DE CAJA OPERATIVO	23,825,224	25,608,242	27,036,719	27,727,078	28,463,918	30,364,532	31,832,476	32,435,871	33,102,613	35,120,823
(=)	FLUJO DE FINANCIAMIENTO	48,963,958	(4,454,348)	(4,410,708)	(4,367,279)	(4,323,849)	(4,280,419)	(4,236,990)	(4,193,560)	(4,150,130)	(4,106,701)
(+)	TITULARIZACIÓN	60,000,000									
(-)	PAGO DE INTERESES DE LOS TITULOS	(1,050,000)	(981,875)	(913,750)	(845,625)	(777,500)	(709,375)	(641,250)	(573,125)	(505,000)	(436,875)
(+)	ESCUDO FISCAL INTERESES	380,625	355,930	331,234	306,539	281,844	257,148	232,453	207,758	183,063	158,367
(+)	PAGO DE CAPITAL EMITIDO	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)
(-)	CONSTITUCIÓN DEL DEPÓSITO DE GARANTÍA y RESTITUCIONES	(6,450,000)	88,264	88,474	88,474	88,474	88,474	88,474	88,474	88,474	88,474
(=)	FLUJO DE COSTOS DE EMISIÓN	(336,500)									
(=)	FLUJO DE COSTOS OPERATIVOS DE TITULARIZACIÓN	(10,583)	(10,549)	(10,515)	(10,481)	(39,742)	(10,413)	(10,379)	(10,345)	(36,901)	(10,277)
(-)	Calificación de Riesgo actualizaciones	\$ 12,000				12,000				12,000	
(-)	Mantenimiento anual inscripción BVG	0.020%				9,295				6,590	
(-)	DECEVALE	0.100%	2,483	2,449	2,415	2,381	2,347	2,313	2,279	2,245	2,177
(-)	Auditorías anuales al Fideicomiso	\$ 8,000				8,000				8,000	
(-)	Publicaciones semestrales y anuales	\$ 1,000									
(-)	Administración mensual del Fideicomiso	\$ 2,700	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100
(-)	Liquidación del Fideicomiso	\$ 2,700									
(=)	FLUJO OPERATIVO NETO RESTITUCION AL ORIGINADOR	72,442,099	21,143,345	22,615,496	23,349,318	24,100,327	26,073,700	27,585,107	28,231,966	28,915,582	31,003,845
EVOLUCIÓN DEL DEPÓSITO DE GARANTÍA		6,450,000	6,361,736	6,273,262	6,184,788	6,096,314	6,007,840	5,919,366	5,830,892	5,742,419	5,653,945
COBERTURA DEPÓSITO DE GARANTÍA / SALDO DE CAPITAL EMITIDO		10.750%	11.343%	12.025%	12.818%	13.751%	14.865%	16.217%	17.895%	20.032%	22.844%



ESCENARIO PROBABLE

	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
	May-14	Aug-14	Nov-14	Feb-15	May-15	Aug-15	Nov-15	Feb-16	May-16	Aug-16
(+) FLUJOS DE RECAUDACIÓN	36,628,232	37,144,665	37,741,308	39,877,113	41,423,988	41,853,459	42,380,003	44,633,403	46,219,745	46,562,253
(=) FLUJO DE CAJA OPERATIVO	36,628,232	37,144,665	37,741,308	39,877,113	41,423,988	41,853,459	42,380,003	44,633,403	46,219,745	46,562,253
(=) FLUJO DE FINANCIAMIENTO	(4,063,271)	(4,019,841)	(145,245)	(2,320,771)	(2,295,271)	(2,269,771)	629,104	(1,011,125)	(999,570)	334,223
(+) TITULARIZACIÓN										
(-) PAGO DE INTERESES DE LOS TÍTULOS	(368,750)	(300,625)	(232,500)	(192,500)	(152,500)	(112,500)	(72,500)	(54,375)	(36,250)	(18,125)
(+) ESCUDO FISCAL INTERESES	133,672	108,977	84,281	69,781	55,281	40,781	26,281	19,711	13,141	6,570
(+) PAGO DE CAPITAL EMITIDO	(3,916,667)	(3,916,667)	(2,250,000)	(2,250,000)	(2,250,000)	(2,250,000)	(1,000,000)	(1,000,000)	(1,000,000)	(1,000,000)
(-) CONSTITUCIÓN DEL DEPÓSITO DE GARANTÍA Y RESTITUCIONES	88,474	88,474	2,252,974	51,948	51,948	51,948	1,675,323	23,539	23,539	1,345,778
(=) FLUJO DE COSTOS DE EMISIÓN										
(=) FLUJO DE COSTOS OPERATIVOS DE TITULARIZACIÓN	(10,243)	(10,209)	(33,227)	(9,321)	(9,301)	(9,281)	(31,151)	(8,627)	(8,618)	(8,609)
(-) Calificación de Riesgo actualizaciones			12,000				12,000			
(-) Mantenimiento anual inscripción BVG			3,886				2,514			
(-) DECEVALE	2,143	2,109	1,241	1,221	1,201	1,181	536	527	518	509
(-) Auditorías anuales al Fideicomiso			8,000				8,000			
(-) Publicaciones semestrales y anuales										
(-) Administración mensual del Fideicomiso	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100
(-) Liquidación del Fideicomiso										
(=) FLUJO OPERATIVO NETO = RESTITUCION AL ORIGINADOR	32,554,719	33,114,615	37,562,836	37,547,021	39,119,416	39,574,407	42,977,957	43,613,651	45,211,556	46,887,867

EVOLUCIÓN DEL DEPÓSITO DE GARANTÍA	5,565,471	5,476,997	3,224,023	3,172,075	3,120,127	3,068,179	1,392,856	1,369,317	1,345,778	-
COBERTURA DEPÓSITO DE GARANTÍA / SALDO DE CAPITAL EMITIDO	26.714%	32.376%	24.800%	29.508%	36.707%	49.091%	34.821%	45.644%	67.289%	0.000%

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras



A7: flujo global del fideicomiso de titularización - Escenario Pesimista

ESCUDO FISCAL		36.25%									
ESCENARIO PESIMISTA		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
		Nov-11	Feb-12	May-12	Aug-12	Nov-12	Feb-13	May-13	Aug-13	Nov-13	Feb-14
(+)	FLUJOS DE RECAUDACION	21,929,266	23,597,069	24,939,602	25,600,746	26,303,766	28,082,467	29,462,218	30,041,352	30,678,265	32,567,864
(=)	FLUJO DE CAJA OPERATIVO	21,929,266	23,597,069	24,939,602	25,600,746	26,303,766	28,082,467	29,462,218	30,041,352	30,678,265	32,567,864
(=)	FLUJO DE FINANCIAMIENTO	48,963,958	(4,454,348)	(4,410,708)	(4,367,279)	(4,323,849)	(4,280,419)	(4,236,990)	(4,193,560)	(4,150,130)	(4,106,701)
(+)	TITULARIZACIÓN	60,000,000									
(-)	PAGO DE INTERESES DE LOS TITULOS	(1,050,000)	(981,875)	(913,750)	(845,625)	(777,500)	(709,375)	(641,250)	(573,125)	(505,000)	(436,875)
(+)	ESCUDO FISCAL INTERESES	380,625	355,930	331,234	306,539	281,844	257,148	232,453	207,758	183,063	158,367
(+)	PAGO DE CAPITAL EMITIDO	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)	(3,916,667)
(-)	CONSTITUCIÓN DEL DEPOSITO DE GARANTÍA y RESTITUCIONES	(6,450,000)	88,264	88,474	88,474	88,474	88,474	88,474	88,474	88,474	88,474
(=)	FLUJO DE COSTOS DE EMISIÓN	(336,500)									
(=)	FLUJO DE COSTOS OPERATIVOS DE TITULARIZACIÓN	(10,583)	(10,549)	(10,515)	(10,481)	(39,742)	(10,413)	(10,379)	(10,345)	(36,901)	(10,277)
(-)	Calificación de Riesgo actualizaciones	\$ 12,000				12,000				12,000	
(-)	Mantenimiento anual inscripción BVG	0.020%				9,295				6,590	
(-)	DECEVALE	0.100%	2,483	2,449	2,415	2,381	2,347	2,313	2,279	2,245	2,211
(-)	Auditorías anuales al Fideicomiso	\$ 8,000				8,000				8,000	
(-)	Publicaciones semestrales y anuales	\$ 1,000									
(-)	Administración mensual del Fideicomiso	\$ 2,700	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100
(-)	Liquidación del Fideicomiso	\$ 2,700									
(=)	FLUJO OPERATIVO NETO RESTITUCION AL ORIGINADOR	70,546,141	19,132,172	20,518,379	21,222,986	21,940,175	23,791,634	25,214,850	25,837,447	26,491,234	28,450,887

EVOLUCIÓN DEL DEPÓSITO DE GARANTÍA	6,450,000	6,361,736	6,273,262	6,184,788	6,096,314	6,007,840	5,919,366	5,830,892	5,742,419	5,653,945
COBERTURA DEPÓSITO DE GARANTÍA / SALDO DE CAPITAL EMITIDO	10.750%	11.343%	12.025%	12.818%	13.751%	14.865%	16.217%	17.895%	20.032%	22.844%



	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
ESCENARIO PESIMISTA	May-14	Aug-14	Nov-14	Feb-15	May-15	Aug-15	Nov-15	Feb-16	May-16	Aug-16
(+)	FLUJOS DE RECAUDACIÓN									
(=)	33,984,834	34,481,958	35,052,765	37,053,262	38,507,449	38,922,564	39,427,264	41,538,659	43,030,065	43,363,170
(=)	FLUJO DE CAJA OPERATIVO									
	33,984,834	34,481,958	35,052,765	37,053,262	38,507,449	38,922,564	39,427,264	41,538,659	43,030,065	43,363,170
(=)	FLUJO DE FINANCIAMIENTO									
(+)	(4,063,271)	(4,019,841)	(145,245)	(2,320,771)	(2,295,271)	(2,269,771)	629,104	(1,011,125)	(999,570)	334,223
(+)	TITULARIZACIÓN									
(-)	(368,750)	(300,625)	(232,500)	(192,500)	(152,500)	(112,500)	(72,500)	(54,375)	(36,250)	(18,125)
(+)	ESCUDO FISCAL INTERESES									
(+)	133,672	108,977	84,281	69,781	55,281	40,781	26,281	19,711	13,141	6,570
(+)	(3,916,667)	(3,916,667)	(2,250,000)	(2,250,000)	(2,250,000)	(2,250,000)	(1,000,000)	(1,000,000)	(1,000,000)	(1,000,000)
(-)	CONSTITUCIÓN DEL DEPOSITO DE GARANTÍA y RESTITUCIONES									
	88,474	88,474	2,252,974	51,948	51,948	51,948	1,675,323	23,539	23,539	1,345,778
(=)	FLUJO DE COSTOS DE EMISIÓN									
(=)	FLUJO DE COSTOS OPERATIVOS DE TITULARIZACIÓN									
(-)	(10,243)	(10,209)	(33,227)	(9,321)	(9,301)	(9,281)	(31,151)	(8,627)	(8,618)	(8,609)
(-)	Calificación de Riesgo actualizaciones									
(-)			12,000				12,000			
(-)	Mantenimiento anual inscripción BVG									
(-)			3,886				2,514			
(-)	DECEVALE									
(-)	2,143	2,109	1,241	1,221	1,201	1,181	536	527	518	509
(-)	Auditorías anuales al Fideicomiso									
(-)			8,000				8,000			
(-)	Publicaciones semestrales y anuales									
(-)										
(-)	Administración mensual del Fideicomiso									
(-)	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100	8,100
(-)	Liquidación del Fideicomiso									
(-)										
(=)	FLUJO OPERATIVO NETO = RESTITUCION AL ORIGINADOR									
	29,911,320	30,451,908	34,874,293	34,723,170	36,202,877	36,643,512	40,025,218	40,518,907	42,021,876	43,688,784

EVOLUCIÓN DEL DEPÓSITO DE GARANTÍA	5,565,471	5,476,997	3,224,023	3,172,075	3,120,127	3,068,179	1,392,856	1,369,317	1,345,778	-
COBERTURA DEPÓSITO DE GARANTÍA / SALDO DE CAPITAL EMITIDO	26.714%	32.376%	24.800%	29.508%	36.707%	49.091%	34.821%	45.644%	67.289%	0.000%

Fuente: Pacificard S.A.

Elaboración: Las autoras

Índice de Gráficos

Gráfico 1: Composición del financiamiento sobre los crecimientos esperados (2009-2014)	8
Gráfico 2: Participación medida por saldos de facturación y saldos de cartera (2010)	9
Gráfico 3: Canales de recaudación de Pacificard S.A. excluyendo Banco del Pacifico 2007-2011)	10
Gráfico 4: Evolución del Producto Interno Bruto en el Ecuador (año 2007-2010)	16
Gráfico 5: Variación Trimestral del PIB (año 2007-2010)	17
Gráfico 6: Contribución de los componentes del gasto a la variación trimestral del PIB (año 2009-2011)	18
Gráfico 7: VAB por industrias, cuarto trimestre (año 2010)	19
Gráfico 8: Inflación mensual y anual (año 2010-2011)	21
Gráfico 9: Consumo Pacificard S.A. – Inflación (año 2007-2010)	22
Gráfico 10: Distribución de la Población Económicamente Activa (año 2008-2011)	23
Gráfico 11: Tarjetahabientes Pacificard S.A.(año 2007-2010)	24
Gráfico 12: Tasa de Interés – Inflación (año 2007-2010)	25
Gráfico 13: Captaciones del Sistema Financiero (año 2008-2011)	26
Gráfico 14: Captaciones de Empresas y Hogares (año 2007-2010)	27
Gráfico 15: Depositos a la Vista vs. Fondeo Pacificard S.A. e Inflación (año 2006-2010)	28
Gráfico 16: Servicios de Intermediación Financiera (año 2007-2010)	29
Gráfico 17: Evolución del consumo clientes Pacificard S.A. (año 2007-2010)	30
Gráfico 18: Composición del consumo clientes Pacificard (año 2010)	31
Gráfico 19: Evolución de la Cartera Mastercard y Visa (año 2007-2011)	52
Gráfico 20: Evolución de Tarjetahabientes Mastercard y Visa (año 2007-2011)	52
Gráfico 21: Evolución esperada total de tarjetahabientes al 2013	53
Gráfico 22: Distribución de la cartera Mastercard (año 2007-2011)	54
Gráfico 23: Distribución de la cartera Visa (año 2007-2011)	54
Gráfico 24: Evolución de la Facturación (año 2007-2011)	55
Gráfico 25: Evolución de la cartera promedio por tarjetahabiente (año 2007-2011)	56
Gráfico 26: Evolución del Gap Financiero (año 2007-2011)	57
Gráfico 27: Evolución de Cobertura Provisiones/cartera crédito improductivo (año 2007-2011)	58
Gráfico 28: Evolución de morosidad Mastercard (año 2007-2011)	59
Gráfico 29: Evolución de morosidad Visa (año 2007-2011)	59
Gráfico 30: Rentabilidad (año 2008-2011)	60
Gráfico 31: Pagos interbancarios (año 2007-2011)	65
Gráfico 32: Proyección desestacionalizada de recaudación escenario probable (año 2011-2016)	73
Gráfico 33: Proyección desestacionalizada de recaudación escenario probable (año 2011-2016)	75
Gráfico 34: Evolución de flujos y capital e intereses emitidos Escenario probable (pagos interbancarios) (año 2011-2016)	81
Gráfico 35: Evolución de flujos y capital e intereses emitidos Escenario probable (Pagos interbancarios y Servipagos)	85

Índice de Tablas

Tabla 1: Recaudación histórica Pacificard S.A. (2007-2010)	11
Tabla 2: Recaudación histórica pagos interbancarios Pacificard S.A: (2007-2010)	12
Tabla 3: Titularizaciones de Pacificard S.A	13
Tabla 4: Oferta utilización de Bienes y Servicios en precios constantes 2000,CVE (tasa de variación de t/t-1) (año 2009-2010)	18
Tabla 5: Total de Activos Pacificard S.A: (2008-2010)	46
Tabla 6: Cartera Pacificard S.A: (2007-2010)	47
Tabla 7: Total de Pasivos y Patrimonio Pacificard S.A: (2007-2010)	48
Tabla 8: Estado de Resultados Pacificard S.A: (2007-2010)	50
Tabla 9: Recaudaciones históricas Pacificard S.A: (2007-2011)	61
Tabla 10: Recaudaciones – Pagos interbancarios (2007-2010)	64
Tabla 10: Medias móviles – Pagos interbancarios (2007-2010)	66
Tabla 11: Promedio móvil centrado – Pagos interbancarios (2007-2010)	67
Tabla 12: Promedio móvil centrado – Pagos interbancarios (2007-2010)	68
Tabla 13: Índice estacional – Pagos interbancarios (2007-2010)	69
Tabla 14: Recaudación desestacionalizada (2007-2010)	70
Tabla 15: Estadísticas de la regresión	71
Tabla 16: Análisis de la varianza	71
Tabla 17: Resultados de la proyección	72
Tabla 18: Recaudación desestacionalizada (2007-2010)	74
Tabla 19: Simulación de escenarios	75
Tabla 20: Índice de desviación ponderado	77
Tabla 21: Cálculo del índice de desviación	82
Tabla 22: Evolución de los flujos y capital e intereses emitidos	85
Tabla 23: Cobertura de depósito de garantía	89
Tabla 23.11 Cobertura de depósito de garantía	89



Índice de Anexos

Anexo # 1 Flujos de recaudación proyectados _____	95
Anexo # 2 Flujos trimestrales esperados de pago de los valores emitidos serie A _____	96
Anexo # 3 Flujos trimestrales esperados de pago de los valores emitidos serie B _____	98
Anexo # 4 Flujos trimestrales globales esperados de pago de los valores emitidos _____	100
Anexo # 5 Flujo global del fideicomiso de titularización escenario optimista _____	101
Anexo # 6 Flujo global del fideicomiso de titularización escenario probable _____	103
Anexo # 7 Flujo global del fideicomiso de titularización escenario pesimista _____	105