

Ecuador
Tercer Seguimiento

Valores VT - MAZ1

Calificación

Clase	Calificación
A1	AAA
A2-P	B-
A2-E	B-

La calificación otorgada pertenece a una escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano, y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación incorpora los riesgos del entorno económico y riesgo sistémico.

Definición de Calificación:

AAA: "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."

B: "Corresponde al patrimonio autónomo que tiene capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión."

Principales participantes:

- *Originador y Administrador de Cartera:* Asociación Mutualista de Ahorro y Crédito Para La Vivienda Azuay.
- *Agente de manejo:* Fiducia S.A.
- *Servidor maestro y custodio:* CTH S.A.
- *Agente Pagador:* DCV-BCE

Contactos:

Carlos Ordoñez, CFA
(5932) 226 9767 ext.105
cordonez@bwratings.com

Ma. Sara Flores
(5932) 226 9767 ext.106
sflores@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El comité de calificación de BankWatch Ratings decidió **mantener la calificación de AAA a la clase A1 y de B- a las clases A2-P y A2-E** de los valores VT - MAZ1 emitidos por el Fideicomiso Mercantil de Vivienda de Interés Social y Público Mutualista Azuay 1. Estas calificaciones reflejan nuestra opinión sobre la capacidad de la estructura de generar los flujos de fondos necesarios para pagar completamente a la clase A1 y, según el orden de prelación, a las clases A2-P y A2-E dentro del plazo legal establecido.

Mecanismos de garantía y capacidad de pago. El mecanismo de garantía definido por la estructura es la subordinación, de la cual se beneficia la clase A1, que permite que el capital de esta clase se pague primero con los flujos que genere la totalidad del activo subyacente. Esto permite a esta clase soportar niveles de estrés elevados, consistentes con la calificación otorgada. Las clases A2-P y A2-E, que comparten subordinación, deberán ser las primeras en afrontar las pérdidas proporcionalmente a su tamaño en caso de que no existan recursos suficientes para el pago de los valores. La calificación de las clases subordinadas refleja la limitada capacidad del Fideicomiso de cubrir totalmente con el pago de estas, la cual dependerá de que el activo subyacente mantenga una alta calidad crediticia, una sólida capacidad de recuperación por vía judicial de los créditos deteriorados, y de que los gastos del fideicomiso no sean superiores a los esperados.

Margen de interés negativo. Las clases A1 y A2-P tienen tasas de cupón superiores al rendimiento promedio del activo, por lo que existe un margen de interés negativo que tenderá lentamente a reducirse conforme se amortiza la clase A1.

Opinión legal sobre la estructura. Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio autónomo, la cual se verifica a través de la suscripción de los contratos respectivos. La cartera ha sido recibida físicamente por el custodio designado para el fideicomiso mercantil.

Calidad de cartera de vivienda de interés social y público. La cartera VISP de la Mutualista Azuay ha mantenido una morosidad controlada, similar a otros tipos de créditos inmobiliarios, aunque debido a que la institución empezó a colocar estas operaciones desde el año 2020, no existen registros de su comportamiento en situaciones de estrés distintas a la etapa de la pandemia. Si bien la cartera es joven todavía y es necesario evaluar su evolución conforme transcurra el tiempo, a la fecha de corte se evidencian niveles adecuados de morosidad. La relación entre la cuota mensual del crédito y el ingreso familiar refleja una adecuada capacidad de pago de los deudores a nivel promedio. A la fecha de corte la cartera no mantiene una morosidad elevada.

Por último, no consideramos que exista un riesgo material asociado a las distintas contrapartes del fideicomiso, ya que todas son entidades de larga trayectoria y experiencia en las funciones a su cargo, y tienen la infraestructura y el personal adecuado.

PRESENTACIÓN DE CUENTAS

El presente análisis se encuentra fundamentado principalmente en los siguientes documentos e información:

- Contrato y reforma del Fideicomiso, reglamento de gestión y demás documentos legales pertinentes y sus reformas.
- Estados financieros mensuales no auditados del Fideicomiso desde octubre-2019, mes de su constitución, hasta marzo-2023.
- Estados financieros del Fideicomiso de 2021 auditados por Grant Thornton Ecuador, con opinión de la auditora es favorable respecto a la razonabilidad de su presentación con base en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).
- Información sobre la evolución del activo subyacente del Fideicomiso, relevante para el análisis de capacidad de pago de las clases a emitirse, con la misma fecha de corte.
- Estados financieros de Fiducia S.A., Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles auditados de 2022 y no auditados a marzo-2023. Información relevante sobre el Agente de Manejo y su capacidad para administrar el Fideicomiso.
- Información histórica del comportamiento de la cartera inmobiliaria y vivienda de interés público y social originada por Mutualista Azuay desde 2017 hasta septiembre-2021.
- Estados financieros del Originador a la fecha de corte. Información sobre sus políticas actuales de originación y cobranzas.

ENTORNO ECONÓMICO Y RIESGO SECTORIAL

Por favor remitirse al Anexo 1.

ANÁLISIS DE ESTRÉS

Pérdida estimada de la cartera de créditos titularizada

La pérdida bruta esperada (antes de recuperaciones por vía legal) para un escenario base (pérdida base en adelante) se obtiene del estudio del comportamiento histórico de la cartera del Originador, de la revisión de sus políticas de originación y cobranzas, de la experiencia internacional, y del análisis de las características de cada crédito fideicomitado, así como su morosidad, las relaciones deuda/garantía (DAV) y cuota mensual/ingreso (CIN), concentraciones geográficas y por deudor, madurez de la cartera (número de cuotas pagadas), entre otras. También

se considera un supuesto conservador de pérdida para los créditos refinanciados vigentes.

En el caso de Mutualista Azuay, la colocación de créditos de vivienda de interés social y público inició en junio-2020, por lo cual el historial de comportamiento es limitado, por lo cual la definición de la pérdida esperada combina la estadística histórica con el comportamiento de otras titularizaciones de cartera del mismo tipo.

A la fecha de corte, la cartera en riesgo representa el 1.59% del monto total de la cartera. Cabe mencionar que el fideicomiso registra a la fecha de corte únicamente un crédito que se encuentra en instancias iniciales de procesos legales o prejudiciales de recuperación, y/o con 6 cuotas o más vencidas. El monto de este crédito representa menos del 0.5% del saldo actual de la cartera.

Para efecto del modelo de flujos a analizar, se excluye el flujo teórico a la cartera considerada deteriorada, debido a la baja probabilidad de que los mismos se paguen a futuro según su tabla de amortización. Si se incluye en cambio un supuesto de su recuperación por vía judicial. La pérdida base a utilizarse en el presente análisis es de 4.68% sobre el saldo de la cartera, y sin incluir los créditos deteriorados, llega a 4.26%.

Prepago de la cartera

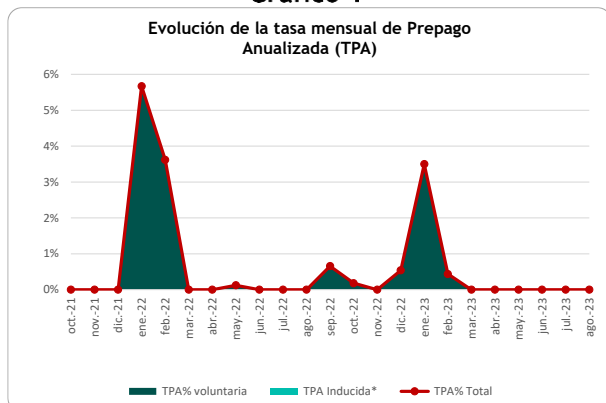
El modelo contempla un análisis de la sensibilidad de cada clase a movimientos en la tasa de prepago de la cartera. Un prepago elevado de los créditos causaría una amortización más rápida de las clases con mayor prelación, pero disminuiría al mismo tiempo el interés generado por dichos créditos en función de la reducción del plazo de su vigencia.

En esta estructura, la diferencia marcada en la tasa de cupón entre la clase A1 y la tasa ponderada de las clases subordinadas permitirían, ante un escenario de mayor prepago, reducir el plazo de vigencia de la clase A1 y por tanto reducir el costo financiero promedio de la estructura.

De acuerdo con el reglamento de gestión, si el originador requiere recomprar algún crédito hipotecario lo debe someter a aprobación del Comité de Vigilancia. El precio de la recompra será el mismo en que fueron vendidos por el originador, es decir, a valor nominal.

La tasa de prepago anual (TPA) de la cartera desde la transferencia de la cartera, a la fecha de corte es en promedio de 0.52% y, de los últimos 12 meses se ubica en 0.45%.

Gráfico 1



Fuente: Fideicomiso; Elaboración: BWR

*La TPA Inducida representa el monto de ventas de cartera al originador realizadas por el Fideicomiso.

Considerando el entorno operativo actual y las características de la cartera, no se esperan altos niveles de prepago. Debido a la baja tasa de financiamiento de los créditos, no existen incentivos para el prepago de la cartera. Por tanto, esperamos que en el largo plazo la tasa de prepago no supere en promedio el 1%, al igual que en otras titularizaciones de cartera VISP.

Estructura Financiera y Legal

Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio autónomo.

La Compañía de titularización hipotecaria, CTH, en calidad de custodio del Fideicomiso, certifica que ha recibido físicamente los documentos de crédito, condición necesaria para que la propiedad de los documentos haya sido transferida de forma efectiva al fideicomiso.

El Fideicomiso establece como garantía de la emisión la subordinación entre las clases A2-P y A2-E, respecto a la clase A1. A las clases subordinadas se imputará hasta agotarlas, los siniestros o faltantes de activos, mientras que a la clase privilegiada se cancelará prioritariamente los intereses y el capital de acuerdo con la cascada de pagos establecida.

El Fideicomiso respalda la respectiva emisión de valores, por lo que los inversionistas solo podrán perseguir el reconocimiento y cumplimiento de la prestación de sus derechos en los activos del patrimonio de propósito exclusivo, más no en los activos propios del agente de manejo o del originador.

La estructura contempla dos etapas: la primera denominada de acumulación, consiste en la acumulación en el fideicomiso de cartera

hipotecaria que cumpla con las características establecidas y posteriormente, la etapa de amortización.

A la fecha de corte, los valores VT-MAZ1 han sido emitidos, por lo que el fideicomiso se encuentra en la etapa de amortización.

Dentro de esta etapa, el agente de manejo deberá aplicar la siguiente prelación, para cancelar los títulos emitidos, usando los flujos de efectivo que genere mensualmente el fideicomiso de titularización:

- Intereses atrasados a la clase A1, si existen.
- Intereses de la Clase A1 del correspondiente mes de pago.
- Intereses atrasados a la clase A2-P y A2-E, si existen.
- Intereses de la Clase A2-P y A2-E del correspondiente mes de pago.
- Capital de la Clase A1, del correspondiente mes de pago.
- Simultánea y proporcionalmente capital de la Clase A2-P y A2-E del correspondiente mes de pago¹.

Se define como clase en amortización en primer lugar a la clase A1. Luego de pagada la totalidad de esta clase, se considerará como clase en amortización a las clases A2-P y A2E, y en caso de ser necesario, parte o la totalidad del capital e intereses de las clases A2-P y A2-E podrá ser cancelada con la transferencia de los activos existentes en el Fideicomiso.

De no haber flujo de intereses suficiente para pagar alguna de las clases, estos serán acumulados en una cuenta por pagar a favor de la clase que corresponda y serán abonados o pagados tan pronto existan recursos para el efecto. La estructura indica que el acumular esta cuenta no deberá ser entendido como un evento de incumplimiento de parte del Fideicomiso, y por tal, no dará derecho a declarar el vencimiento anticipado de la obligación.

En el informe de calificación inicial disponible en www.bankwatchratings.com puede encontrarse un resumen más detallado de la estructura financiera de la presente titularización.

Mecanismos de garantía

A continuación, se aprecian los niveles de cobertura de la pérdida base utilizada por la calificadora (4.68%), con el mecanismo de garantía existente (subordinación). Cabe indicar que dicho

¹ De acuerdo con el orden de prelación.

cálculo no considera el sobrecolateral que pueda generarse una vez que el margen financiero neto de gastos se vuelva positivo:

Clase	Mecanismos de garantía / colateral	Cobertura pérdida base (veces)
A1	45.7%	9.77
A2-P	-2.8%	-0.61
A2-E	-2.8%	-0.61

Debido a que la tasa promedio de la cartera es reducida y la tasa de cupón de la clase A1 es elevada con relación al promedio, el margen de interés neto de gastos operativos es negativo. Por tanto, aplicando la cascada de pagos establecida, parte del flujo de capital de cartera recaudado se utilizará cada mes para cubrir dicho margen.

Se espera que, en circunstancias normales, esta situación tienda a revertirse en el futuro en la medida que el saldo de la clase A1 se amortice y, por tanto, el costo financiero promedio disminuya. La velocidad y el grado de recuperación dependerán principalmente de la evolución de la calidad de la cartera.

A la fecha de corte, no existen intereses diferidos relacionados al diferimiento de pago de créditos a causa de la pandemia.

Gastos de operación

Los gastos operativos proyectados consideran los honorarios del agente de manejo, honorarios del servidor maestro, comisión del custodio, calificación de riesgo, auditoría y otros gastos de operación (publicaciones y legales).

Bajo esta consideración, durante los primeros doce meses de vida de la titularización, se incluyen gastos de estructuración legal, registro en el mercado de valores, depósito centralizado de valores y comisión piso Bolsa de Valores. Posterior al primer año, estimamos un gasto mensual de USD 1,869, que irá disminuyendo conforme se reduzca el número de créditos. Adicionalmente, se considera un gasto variable anual de 0.0175% + IVA. Para las clases con alta calidad crediticia se aplica en el modelo de flujos un estrés adicional de 20% a los gastos mensuales no fijados contractualmente.

Sensibilizaciones al flujo de caja

El análisis de la capacidad de pago de la titularización se realiza modelando los flujos proyectados del Fideicomiso, así como las obligaciones que este deberá cumplir dentro de los plazos legales establecidos, bajo distintos escenarios de estrés.

La principal fuente de recursos del Fideicomiso es la cartera fideicomitida, cuyos flujos se modelan, ajustándolos por distintos niveles de pérdida bruta,

recuperación legal y prepago, de acuerdo con la calificación asignada. Se consideran además los fondos disponibles e inversiones que mantiene o mantendrá el Fideicomiso, en función del uso que la escritura define para los mismos.

El flujo obtenido en cada período mensual, una vez restados los gastos operativos proyectados, se aplica de acuerdo con el orden de prelación establecido, para el pago de capital e intereses de cada una de las clases de la presente titularización.

La pérdida bruta que se utiliza en cada escenario de calificación se obtiene a través del uso de múltiplos de estrés que se aplican sobre la pérdida base, y que dependen del escenario de calificación. La calificadora asume una curva que determina el momento en que se generan las pérdidas de la cartera.

El flujo obtenido luego de la aplicación de los puntos explicados en párrafos anteriores se compara con las obligaciones mensuales del Fideicomiso tomando en cuenta la prelación establecida, lo cual permite establecer la capacidad de cada clase de pagarse en tiempo y forma. La prelación entre clases y el exceso de interés a generarse a futuro son los mecanismos que permiten que los flujos para el pago sean suficientes en los escenarios de estrés modelados.

Debido a que el pago de los títulos se realiza en función de los flujos recaudados mensualmente por el Fideicomiso, estos no cuentan con una tabla de amortización establecida. No obstante, sí se han establecido fechas de vencimiento legal, que se consideran holgadas frente a la velocidad de amortización esperada de la cartera. En el modelo de flujos se evalúa la capacidad de pago de cada clase a emitirse, así como el cumplimiento del plazo legal antes indicado, bajo el escenario de estrés consistente con su calificación.

EVOLUCIÓN DE LA TITULARIZACIÓN

Evolución de la Emisión

Clase	A1	A2-P	A2-E
Monto a emitir (USD)	10,880,380	998,200	8,085,420
Saldo Insoluto (USD)	10,168,625	998,200	8,085,420
Plazo legal	360 meses	360 meses	360 meses
Tasas de interés:	TPP + 4.62pp	TPP + 4.62pp	0.10 pp*
Fecha de emisión	27-dic.-21	27-dic.-21	27-dic.-21
Fecha venc. legal	01-dic.-51	01-dic.-51	01-dic.-51
Autorización SCVS	No. SCVS-IRQ-DRMV-2021-00010949		
Fecha autorización SCVS	14-dic.-21		

Los tenedores de la clase A2-E percibirán además un rendimiento que será el que resulte de los remanentes del Fideicomiso, una vez canceladas todas las clases.

Las principales características de la emisión calificada se resumen en el cuadro anterior. El Fideicomiso Mercantil de Vivienda de Interés Social y Público Mutualista Azuay 1, VISP-MAZ1, emitió los valores el 27 de diciembre de 2021.

Desde esa fecha se ha amortizado el 6.5% del capital de la clase A1 y, se realizan los pagos mensuales de interés de todas las clases de acuerdo con la prelación y cascada de pagos establecida en la estructura. Las clases A2-P y A2-E se empezarán a amortizar una vez cancelada en su totalidad la clase A1.

Evolución del activo de respaldo

La cartera fideicomitida corresponde a las operaciones de crédito originadas por la Mutualista Azuay y que han sido vendidas a este fideicomiso de titularización previo al proceso de emisión. El saldo de la cartera que originalmente respaldó la emisión de los valores fue de USD 19.96MM, valor que corresponde al monto emitido.

La cartera seleccionada conforme a las normas y políticas internas del originador, para cartera de vivienda debía cumplir con características establecidas en el Anexo de Especificaciones.

La cartera cuenta además con pólizas de seguro contra los riesgos de incendio y líneas aliadas, en los casos que aplique, que amparan los bienes hipotecados, y pólizas de vida con desgravamen que amparan a los deudores hasta por el saldo adeudado.

En el informe de calificación inicial disponible en www.bankwatchratings.com puede encontrarse un resumen más detallado de los criterios de selección para los créditos de la titularización.

A la fecha de corte, el activo del Fideicomiso se compone principalmente de fondos disponibles por USD 30.08M y 254 operaciones de cartera de vivienda de interés social y público otorgadas por la Mutualista Azuay, que a la fecha de corte suman USD 18.81MM. Adicionalmente, registra una cuenta por cobrar a DCV-BCE por USD 115M, para el pago de capital e interés a los inversionistas el primer día hábil de abril-2023.

El déficit acumulado entre activo y pasivo llega a la fecha a USD 376.92M; la brecha corresponde principalmente al efecto del margen de interés neto de gastos de constitución operativos que mantiene actualmente el Fideicomiso. Conforme se amortice la clase A1, que mantiene una tasa de cupón superior al rendimiento de la cartera, se espera que esta situación tienda a revertirse en el largo plazo.

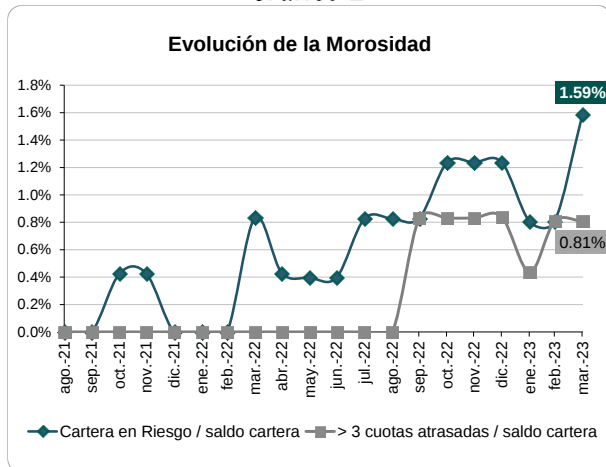
Información corte a	mar.-23
Fondos Disponibles (US\$)	30,078
Saldo Cartera Titularizada (US\$)	18,778,683
Total	18,808,761
Número de Operaciones	254
Monto Promedio Crédito (US\$)	73,932
Tasa Prom Ponder Interés Anual	4.88%
Plazo Original Prom p. (meses)	288
Plazo Remanente prom p.(meses)	263
Madurez prom p. (meses)	24.4
CIN prom pond	43.56%
DAV Actual prom pond	87.18%
DAV Original prom pond	91.80%
Concentración Regional:	
Azuay	98.24%
Cañar	1.54%
Los Ríos	0.23%

La cartera muestra una alta concentración geográfica, al estar el 98.2% colocado en Azuay, principalmente en Cuenca. Este porcentaje refleja la fuerte presencia de la Mutualista en dicha región. El porcentaje restante se encuentra en Cañar (1.54%) y en Los Ríos (0.23%).

La relación entre la deuda y el avalúo (DAV) actual promedio es elevada con un valor cercano a 87%, lo cual refleja las políticas de originación de la cartera VIP y VIS. Con respecto al indicador de cuota / ingreso (CIN) ponderado, que refleja la capacidad de pago de los deudores, se encuentra en promedio superior a las que muestran otras titularizaciones de cartera de interés social y público calificadas, aunque mantiene niveles adecuados. En la cartera fideicomitida, este indicador toma valores entre 15.5% y el 64.7%.

El plazo promedio remanente de la cartera es de 263 meses, valor que es inferior al plazo legal definido de las clases a emitirse, por lo cual no se evidencia riesgo de descalces de plazo en la estructura. La cartera registra en promedio 18 cuotas transcurridas, es decir, es una cartera bastante joven, por lo que su riesgo de crédito se podrá observar conforme esta madure. A la fecha de corte, la cartera fideicomitida se mantiene sana, ya que USD 151.75M o 0.81% del saldo corresponde a créditos con más de 3 cuotas vencidas.

Gráfico 2



Fuente: Fideicomiso; Elaboración: BWR

La tasa de interés promedio ponderada de la cartera (TPP) es de 4.88%, lo cual refleja la política pública y los límites de tasa existentes para este tipo de cartera.

La fórmula de reajuste de las clases emitidas con respecto a la TPP protege el margen de interés de la titularización, por lo cual este hecho no tiene un efecto significativo en la capacidad de pago de la emisión. No obstante, cabe indicar que en un inicio el margen es negativo debido a que las clases A1 y A2-P tienen un rendimiento superior al rendimiento del activo subyacente. Se espera que conforme se amortice la clase A1 esta situación tienda a revertirse y el fideicomiso pueda empezar a generar un margen de interés positivo que recupere su solvencia y permita que las clases subordinadas se paguen con recursos líquidos en su totalidad, siempre que la calidad de la cartera se mantenga en niveles adecuados y se consiga una alta efectividad en la recuperación, por vía judicial o extrajudicial, de la cartera deteriorada.

ASOCIACIÓN MUTUALISTA DE AHORRO Y CRÉDITO PARA LA VIVIENDA AZUAY.

Originador y Administrador de Cartera

Asociación Mutualista de Ahorro y Crédito para la Vivienda Azuay es el originador de la presente titularización y administrador de los créditos hipotecarios de vivienda que conforman el Fideicomiso, función que consiste en realizar la gestión de cobro, recaudar los pagos de los deudores y transferirlos diariamente a la cuenta del Fideicomiso.

En nuestro criterio, la Mutualista posee la capacidad técnica y operativa para desempeñarse exitosamente como administrador de la cartera que respalda al Fideicomiso. Si bien actualmente BankWatch Ratings no realiza la calificación global de la Mutualista, esta mantiene indicadores

adecuados de solvencia y rentabilidad, y no se aprecian riesgos materiales para la estructura. Su experiencia en el negocio que desempeña, así como sus procedimientos e infraestructura muestran una adecuada capacidad para cumplir con las obligaciones como administrador de la cartera del presente fideicomiso.

A la fecha de corte Mutualista Azuay es la segunda representante en su sistema conformado por cuatro entidades, a septiembre-2022 la entidad tiene una participación del 18.78% de activos y el 20.64% de la cartera de las mutualistas, en el Sector Financiero Popular y Solidario.

La Mutualista cuenta con la infraestructura tecnológica necesaria para la administración de créditos hipotecarios y dispone de políticas y procedimientos de seguridad de la información que le permiten mitigar el riesgo de pérdida de información ante un siniestro. Adicionalmente, la entidad cuenta también con un Plan de Continuidad estructurado y claro para evitar interrupciones en las actividades propias del giro del negocio.

La revisión de los procedimientos y políticas de originación de la mutualista muestran un enfoque conservador, basado en políticas bien establecidas, y con adecuados controles a lo largo de todo el proceso, que comprende las siguientes fases:

1. Asesoramiento y propuesta
2. Verificación información
 1. Análisis crediticio
 2. Avalúo
 3. Gestión de garantías
 4. Instrumentación y desembolso
 5. Seguimiento y control

La mutualista mantiene políticas, manuales e instructivos bien documentados para la colocación de cada uno de sus productos de crédito.

Las áreas involucradas en la colocación de créditos inmobiliarios son: comercial, marketing, legal, riesgo, y gestión de información.

Adicionalmente, la aprobación del deudor se realiza de acuerdo con los niveles de recomendación de los siguientes cargos: analista de riesgo, jefe comercial, gerente comercial, gerente de riesgos y gerente general, este último dependiendo del monto del crédito. Además, el rango de cuota-ingreso se encuentra en rangos apropiados, claramente definidos en las políticas internas de la Mutualista.

Con respecto a la gestión de recuperación y cobranza, la Mutualista cuenta con personal encargado que se divide para seguimiento y gestión

mediante llamadas telefónicas, mensajes de texto, correos electrónicos, esquelos digitales y físicas, y en caso de ser necesario visitas personales, las cuales se encuentran descritas en los manuales correspondientes. Las estrategias de cobranza varían en función de la etapa de cobranza y demuestran su efectividad en la adecuada calidad de la cartera que maneja el originador.

La estructura legal de la titularización independiza a la cartera subyacente del riesgo de crédito del Originador. La vinculación del riesgo de la estructura con el originador proviene únicamente de los fondos disponibles que mantiene el Fideicomiso en Asociación Mutualista de Ahorro y Crédito Para La Vivienda Azuay.

FIDUCIA S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles (Agente de Manejo)

La empresa FIDUCIA S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos es la fiduciaria de la presente titularización. Consideramos que el agente de manejo posee la capacidad técnica y experiencia para desempeñar en forma adecuada la función de Administradora del presente Fideicomiso.

La fiduciaria se constituyó originalmente en 1987 bajo el nombre de Corporación Bursátil Fiducia S.A., y en 1995 mediante la reforma de sus estatutos, cambia a su denominación actual. Se encuentra autorizada por la SCVS para actuar como agente de manejo en procesos de titularización, contenida en la resolución número Q.IMV.01.4967, se encuentra inscrita en el Catastro Público del Mercado de Valores con fecha 27 de marzo de 1996 bajo el número 96.1.8.AF.020.

A marzo-2023, la Fiduciaria tiene un patrimonio neto de USD 9,108M y administra recursos de terceros por USD 2,574M. Dentro de sus 26 años de trayectoria mantiene experiencia relevante en la gestión de fideicomisos inmobiliarios y varios fideicomisos de administración, de garantía y procesos de titularización.

Los altos ejecutivos de la Administradora son profesionales con amplia experiencia en el sector financiero y real de la economía, y en la administración fiduciaria y de fondos de inversión, aspecto positivo para la gestión del portafolio administrado.

Tanto los miembros del Directorio como las principales gerencias cuentan con formación profesional y experiencia para ejecutar sus funciones.

La Administradora cuenta con sistemas de información, infraestructura y recursos tecnológicos en sus departamentos de sistemas

ubicados en las ciudades de Quito, Guayaquil y Cuenca.

CTH S.A. (Servidor maestro)

El originador instruye al agente de manejo a delegar las facultades que se detallan a continuación a la Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A., quien actuará como Servidor Maestro. Dada la experiencia de CTH en la gestión de fideicomisos de titularización hipotecaria, el aporte de esta institución se considera positivo. Dentro de su trayectoria, la empresa ha gestionado 47 fideicomisos de titularización de cartera de vivienda, anteriormente como fiduciaria, y posteriormente como soporte del manejo operativo de los patrimonios autónomos a su cargo.

Sus funciones se detallan a continuación:

- Vigilar el cumplimiento de los parámetros de crédito establecidos en el programa.
- Verificar y validar la información enviada por el administrador de cartera al fiduciario con respecto a la administración de la cartera transferida al fideicomiso.
- Realizar los cálculos a fin de distribuir entre los inversionistas los flujos recibidos.
- Monitorear la gestión del administrador de cartera.
- Generar información que sea requerida para el fiduciario, respecto al comportamiento de la cartera y la estructura financiera.
- Generar los reportes para los inversionistas dentro del proceso de titularización.

Presencia Bursátil del Valor

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

Adicionalmente al instrumento evaluado en el presente informe, Mutualista Azuay a la fecha de corte posee un proceso adicional de titularización de cartera inmobiliaria o VISP según el cuadro a continuación:

Instrumento	Monto Miles	Resolución Aprobatoria	Calificación	Fecha Calif.	Calificadora
VISP-MAZ 2	24,934,000	SCVS-IRQ-DRMV-2023-00036943 17-mar.-23	A1: AAA A2-P: B- A2-E: B-	09-dic.-22	BWR

Durante el periodo octubre-2022 a marzo-2023 se registró una transacción en el mercado secundario de los valores analizados en el

presente estudio de acuerdo con la información provista por la Bolsa de Valores de Quito como se detalla a continuación:

Fecha	# Días Negociados	Número de Transacciones	Monto Negociado	# Días Bursátiles	Presencia Bursátil
ene.-23	1	1	6,900,000.00	21	4.76%

ANEXO 1

Entorno macroeconómico

El año 2021 registró reactivación económica frente al primer año de pandemia. El año 2020 fue extremadamente complejo para el país. Tuvo que enfrentar a más de sus debilidades económicas estructurales la falta de flexibilidad monetaria, alto endeudamiento y reservas de liquidez inexistentes, además de otros factores que agravaron la situación como la caída de ingresos petroleros, vencimientos importantes de la deuda externa, gobierno con baja popularidad, un sistema de salud con deficiencias para enfrentar la pandemia y la ruptura de la cadena comercial local y del exterior. Lo anterior se concretó en una contracción de la economía, mayor desempleo, reducción del consumo de los hogares y deterioro en la capacidad de pago de la población.

Durante 2022 Ecuador accedió a diferentes créditos con entidades internacionales para el financiamiento de proyectos sociales (con CAF² y BM³), en condiciones adecuadas. Durante los últimos meses del año, concretó además líneas de crédito con dos sólidas entidades internacionales (FED y BIS) por USD 1,840 millones, que sirven como líneas de emergencia para requerimientos de liquidez. Esto fue un importante apoyo para fortalecer la confianza de los mercados del exterior, estos respaldos son particularmente importantes en un país dolarizado.

El acuerdo con el FMI por un total de USD 6,500 millones fue completado de manera exitosa. Adicionalmente, el Gobierno prevé aplicar al programa de Resiliencia y Sostenibilidad con el mismo FMI lo cual permitiría al país acceder a líneas de crédito entre USD 690 y USD 1,300 millones a un plazo de 20 años y una tasa de interés hasta el 4% anual.

Si bien el gobierno ha expresado su interés en este programa de crédito, el Presupuesto del Estado de 2023 no contempla estos posibles desembolsos. El financiamiento del presupuesto incluye principalmente deuda interna (50.7%), seguido de Multilaterales (40.5%) y Bonos a emitirse en mercados internacionales (7.9%). En caso de que se

haga efectivo el acceso al programa del FMI, USD600MM podrían reemplazar a los Bonos internacionales ya que por el riesgo país (1.859 puntos al 19 de abril), estos resultarían muy costosos si es que hubiera interesados.

En septiembre de 2022 se anunció un acuerdo para la reestructuración de la deuda con China de USD 3,227 millones, lo cual representa un ahorro para el país de USD 1,400 millones entre 2022 y 2025. Esta deuda está compuesta por USD 1,395 millones con el Banco de Desarrollo de China y USD 1,832 millones con el Banco de Exportaciones e Importaciones de China. El acuerdo alcanzado contempla una extensión de tres años para el vencimiento; suspensión de las amortizaciones durante seis meses, y reducción de la tasa de interés de la deuda.⁴

Con respecto al mercado de valores ecuatoriano, el Gobierno espera concretar la emisión de Bonos Azules para financiar la ampliación de la reserva marina de las Galápagos. Con esta emisión se recompraría parte de la deuda externa y el ahorro generado sería destinado a un fideicomiso para el financiamiento mencionado.⁵ Biess por su parte también espera invertir en el mercado de valores, con el monto anunciado más alto desde 2020, USD 1,500 millones. Esta cifra compara favorablemente con los USD 514 millones invertidos en 2022, se espera que el mercado se dinamice con esta inversión que, según informó la institución, obedecerá a parámetros de riesgo, seguridad y rentabilidad⁶. Adicionalmente, el Gobierno ha anunciado una reducción de tributos (ICE y aranceles) que se espera que impulse la actividad económica, consumo e inversión y ayude a revertir los efectos negativos de la inflación⁷. La reducción de impuestos representaría un sacrificio fiscal de USD 590 millones en 2023 y 2024 según comunicados oficiales.

Por otro lado, luego de los picos en el precio del petróleo superiores a USD 100, impulsados por el conflicto armado entre Rusia y Ucrania, este cayó durante septiembre, posteriormente se ha estabilizado en valores menores a USD 80; al 20 de abril de 2023 el barril de petróleo WTI marcó el precio de 77.2 dólares. El FMI prevé que el precio

² Ecuador firma créditos con CAF por USD 175 millones - <https://www.caf.com/es/actualidad/noticias/2022/03/ecuador-firma-creditos-con-caf-por-usd-175-millones/>

³ Banco Mundial aprueba un crédito de USD 200 millones para Ecuador - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/banco-mundial-credito-ecuador-desnutricion/>

⁴ Ecuador reestructura USD 3.227 millones de deuda con China - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/ecuador-acuerdo-deuda-china/>

⁵ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/emision-bonos-azules-ecuador-galapagos/>

⁶ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/biess-inversion-mercado-valores/>

⁷ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/emision-bonos-azules-ecuador-galapagos/> y <https://www.primicias.ec/noticias/economia/reduccion-impuestos-costo-presupuesto/>

del crudo ecuatoriano llegaría a USD 63.8 por barril hasta 2027 y no sea mayor a los USD 75.3 desde 2023, lo que implicaría una reducción de ingresos para el país por este concepto⁸. El FMI destaca que posterior al acuerdo ejecutado, el país es menos dependiente de estos ingresos como un factor que alivia de cierta manera el impacto de la reducción de precios. Por otro lado, cabe indicar que en 2023 la producción petrolera registra los niveles más bajos desde hace 20 años, debido a motivos de fuerza mayor, que provocaron la suspensión de exportaciones de petróleo a finales de febrero y por conflictos en zonas de producción petrolera.⁹

En noviembre de 2022, la Comisión de Régimen Económico de la Asamblea Nacional aprobó la Proforma Presupuestaria de 2023, que entró en vigor sin cambios a pesar de las observaciones realizadas por la Asamblea¹⁰. Dentro de los supuestos macroeconómicos que se plantean para 2023 está un crecimiento del PIB del 3.1%, con un precio promedio del barril de petróleo de USD 65, una producción diaria de 514,759 barriles (aproximadamente 5mil barriles más que el incremento planteado por Petroecuador en 2022¹¹), una inflación del 2.55% y un déficit fiscal del 2% del PIB (se prevé que los gastos superen a los ingresos en USD 2,630 millones).

Entre el 13 y el 30 de junio de 2022 se dio un paro nacional impulsado por la Conaie, que generó pérdidas de aproximadamente USD 1,000 millones y terminó bajo el condicionamiento de la apertura de mesas de diálogos con el movimiento indígena para la discusión de los distintos frentes de protesta. En febrero de 2023 la Conaie declara su inconformidad con las mesas de dialogo, una movilización permanente y retirada del proceso de diálogo, además de la salida del presidente¹². Nuevas movilizaciones tendrían un impacto negativo en la economía nacional, dispararía nuevamente la desconfianza de los mercados internacionales del país, además de incrementar la inestabilidad social y política.

La inestabilidad implícita en el comportamiento social y político ha tenido un impacto significativo en la confianza de los mercados, que se refleja en

un mayor rendimiento exigido por inversionistas extranjeros. La división e inconformidad de la sociedad fue palpable en los resultados de las elecciones seccionales de 2023. La incertidumbre social y política ha mantenido al alza el riesgo país desde el 7 de febrero, situándose sobre los 1,900 puntos a finales de marzo. Este comportamiento refleja la menor confianza del entorno internacional en el país y la volatilidad del precio del petróleo. Por otro lado, la calificación del país otorgada por FITCH Ratings fue ratificada en B-con perspectiva estable en agosto de 2022.

Los recientes casos de corrupción y niveles bajos de aprobación del Gobierno han provocado la propuesta de un juicio político en contra del presidente. El Gobierno no descarta optar por la opción de *muerte cruzada*, pero representantes del sector indígena han anunciado su oposición a esta medida bajo la amenaza de nuevas movilizaciones a nivel nacional¹³.

Lamentablemente, el panorama de inestabilidad política y social, evidenciada en las paralizaciones fomentadas por algunos sectores de la población, la falta de consensos entre los diferentes poderes del estado, y las denuncias de corrupción limitan el cumplimiento de las metas planteadas. Las situaciones fiscal, social y política siguen siendo complicadas y la incertidumbre de la economía frente al entorno operativo adverso persiste. Es importante destacar además la crisis de seguridad y social que enfrenta Ecuador a la fecha.

Cifras económicas y perspectivas

El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó una recuperación del PIB constante de 4.24% en 2021, luego de la contracción de 2020 (-7.79%). El tercer trimestre las cifras fueron alentadoras, con un crecimiento del 3.19% respecto a 2021. Según las últimas cifras publicadas por el BCE, se estima que el PIB del 2022 creció en 2.9%¹⁴ frente al año precedente, porcentaje que incorpora el impacto negativo del paro nacional sobre la economía nacional.

Las previsiones revisadas del BCE para 2023 son más conservadoras que las planteadas el año

⁸ Primicias: <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fmi-caida-precio-petroleo-ecuador/>

⁹ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-fuerza-mayor-operacion/> y <https://www.primicias.ec/noticias/economia/por-conflictos-produccion-petrolera-cae-a-su-minimo-en-20-anos/>

¹⁰ Primicias: <https://www.primicias.ec/noticias/economia/proforma-2023-observaciones-asamblea/>

¹¹ Petroecuador aumentará la producción en seis campos petroleros en 2022 - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/petroecuador-produccion-petroleo-ecuador-negocios/>

¹² El Universo - <https://www.eluniverso.com/noticias/ecuador/lo-que-se-sabe-sobre-el-paro-anunciado-en-ecuador-para-este-8-de-marzo-del-2023-nota/>

¹³ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/politica/leonidasiza-juicio-politico-guillermo-lasso/>

¹⁴ BCE - Cuentas trimestrales 122

pasado ¹⁵, esperando un crecimiento del 2.6% frente al 3.1% planteado originalmente. En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento de variables macroeconómicas de 2021, 2022 y las esperadas para 2023, tomados de las cuentas trimestrales y previsiones del BCE.

Indicador	2021	2022	2023 (p)
Producto Interno Bruto (PIB)	4.24%	2.95%	2.64%
Exportaciones	-0.13%	2.54%	2.50%
Importaciones	13.25%	4.49%	3.11%
Consumo final Gobierno	-1.69%	4.46%	0.53%
Consumo final Hogares	10.22%	4.59%	3.23%
Formación Bruta de Capital Fijo	4.33%	2.52%	3.42%

Las principales industrias por su aporte al valor agregado durante 2022 fueron: manufactura, comercio, enseñanza y servicios sociales y de salud, petróleo y minas y agricultura. En conjunto, el crecimiento de estos sectores respecto al tercer trimestre de 2021 fue del 1.79%.

Fitch Ratings bajó la perspectiva de crecimiento para el país en 2023 de 2.5% a 1.6%, menor que en 2022. Los factores que impulsan este cambio son: crisis económica mundial por la caída de varios bancos internacionales; posibilidad de no culminación del periodo de gobierno del presidente y nuevas protestas sociales ¹⁶. Un consumo de hogares menor e inversiones más bajas a nivel general de la economía disminuirían el dinamismo económico. Adicionalmente la entidad considera que el déficit fiscal previsto por el gobierno llegaría a los 2.9pp, a diferencia de lo previsto en el Presupuesto General del Estado.

Sectorial Cartera de Vivienda

El sector de la construcción es sensible al entorno macroeconómico, debido al uso intensivo en capital y mano de obra, enfocado en inversiones de mediano y largo plazo; de manera que es una de las primeras industrias en verse afectada durante etapas contractivas y una de las últimas en recuperarse.

Este sector registra una tendencia decreciente desde 2015 y 2021, a excepción de 2018 donde se observó una recuperación de 0.6%. Sin embargo, se observa una reducción en su peso como una de las industrias de mayor valor agregado bruto con una participación de 6.38% (noveno lugar) en 2021 (9.75% en 2015). El año 2022 cerró con un crecimiento del 0.24% y ocupó el décimo lugar de aporte al PIB, con una participación del 6.21%. Según las proyecciones del BCE para 2023 se espera un crecimiento del 4.5%.

En Ecuador la actividad inmobiliaria está financiada principalmente por el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (Biess).

En 2021 la institución financió USD 596MM, un crecimiento superior al 30% frente al 2020; el presupuesto aprobado para el año 2022 es de USD 752MM (26% más que el año pasado), lo que refleja su importante rol como dinamizador del mercado hipotecario en el país. No obstante, sus colocaciones de este tipo de crédito mantienen una reducción constante desde el año 2016, en 2020 estas fueron 33.4% menores al 2019. Por su parte la recuperación esperada por amortización de su cartera sería de USD 422 millones.

Según el reporte estadístico publicado por el Biess, hasta octubre-2022 se ejecutaron alrededor de 9,000 operaciones que en total suman valores transferidos de USD 526.95 millones. En noviembre-2022 el gerente general de la institución mencionó que la cartera vencida del Biess asciende a los USD 775 millones, que corresponde a 30 mil afiliados y jubilados con mora de más de 90 días.

Si bien la morosidad del Biess muestra una tendencia de recuperación respecto al año de pandemia, sigue siendo mayor a la del sistema financiero privado, que según datos de la Superintendencia de Bancos se encuentra en 3.05%. El Gerente General del Biess esperaba poder reducir la tasa de morosidad al 7% en 2022 según lo indicó en una noticia de prensa. Sin embargo, en 2022 la morosidad de la institución cerró superior a 2021. Adicionalmente, se plantearán en 2023 ajustes a las condiciones de desembolsos hipotecarios, relacionadas al porcentaje de financiamiento, que puede ir desde 80% hasta el 95% del avalúo de los inmuebles, dependiendo del valor de estos.

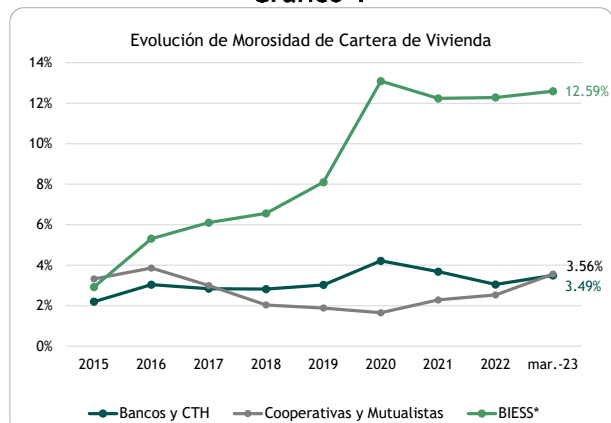
Respecto a la cartera de vivienda del sistema financiero privado, esta llega a marzo-2023 a USD 4,034MM. Dentro de la cartera del sector financiero privado, la cartera inmobiliaria a la presenta una morosidad de 3.44%, mientras que la cartera de vivienda de interés público llega a 9.09%.

Se observa un deterioro general de la calidad de la cartera de créditos hipotecarios, que refleja la situación macroeconómica y los efectos de la pandemia del COVID-19. En el caso de sistema financiero privado este no se refleja totalmente en las cifras, por los procesos de diferimiento, refinanciamiento y reestructuración aplicados a una parte significativa de la cartera. A marzo-2023 se refleja una tendencia creciente en la tasa de morosidad para todo el sistema.

¹⁵ Previsiones macroeconómicas del BCE descargadas a abril de 2023.

¹⁶ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/economia-ecuador-crecimiento-fitch-ratings/>

Gráfico 1



Fuente: Superintendencia de Bancos, Superintendencia de Economía Popular y Solidaria y BIESS. Elaboración: BWR
Nota: Datos del BIESS disponibles a dic-2022.

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS se basa en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera confiables. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información recibida sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida en que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo el análisis y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en que se ofrece y coloca la emisión, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a la administración del emisor, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de BANKWATCH RATINGS deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que BANKWATCH RATINGS se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados con relación a los títulos. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo la normativa vigente. Todos los derechos reservados. © BankWatch Ratings 2023.