

Ecuador
Sexto 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 Ordóñez, CFA
(5932) 226 9767 ext. 105
cordonez@bwratings.com

Alejandro Pinto
(5932) 226 9767 ext.115
apinto@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.

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 agosto-2024.
- Estados financieros del Fideicomiso de 2023 auditados por Moore & Asociados CIA.LTDA., 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 2023 y no auditados a agosto-2024. 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 2.89% del monto total de la cartera. Cabe mencionar que el fideicomiso registra a la fecha de corte únicamente siete créditos que se encuentra en instancias iniciales de procesos legales o prejudiciales de recuperación, y/o con 6 cuotas o más vencidas. El monto de estos créditos representa menos del 2.92% 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. Sí se incluye en cambio un supuesto de su recuperación por vía judicial. La pérdida base a utilizarse en el presente análisis es de 7.73% sobre el saldo de la cartera, y sin incluir los créditos deteriorados, llega a 4.96%.

Prepago de la cartera

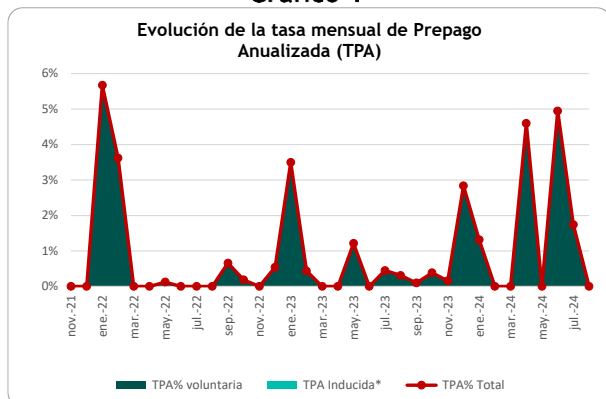
El modelo contempla un análisis de la sensibilidad de cada clase a movimientos en la tasa de prepago de la cartera. Un prepago elevado de los créditos causaría una amortización más rápida de las clases con mayor prelación, pero disminuiría al mismo tiempo el interés generado por dichos créditos en función 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 0.72% y, de los últimos 12 meses se ubica en 1.34%.

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 (7.73%), 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	47.0%	6.07
A2-P	-4.1%	-0.54
A2-E	-4.1%	-0.54

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). Estimamos un gasto mensual de USD 1,625.10 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 fideicomitada, 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 emitido (USD)	10,880,380	998,200	8,085,420
Saldo Insoluto (USD)	9,482,309	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 12.8% (USD 1,398.1M) 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 28.6M y 251 operaciones de cartera de vivienda de interés social y público otorgadas por la Mutualista Azuay, que a la fecha de corte suman USD 17.83MM. Adicionalmente, registra una cuenta por cobrar a DCV-BCE por USD 140.48M, para el pago de capital e interés a los inversionistas el primer día hábil de septiembre-2024.

El déficit acumulado entre activo y pasivo llega a la fecha a USD 635.87M; 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.

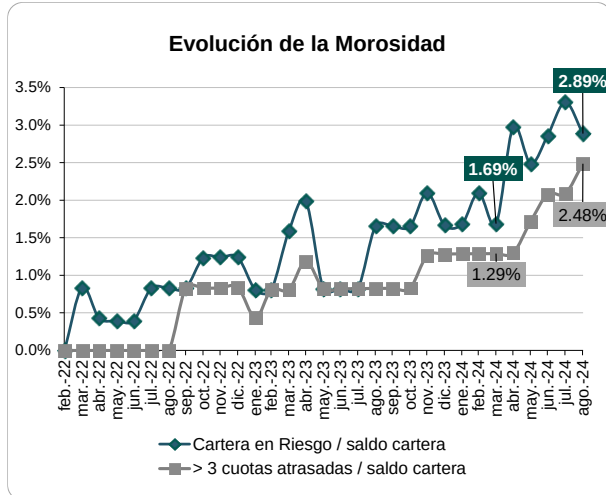
Información corte a	ago. -24
Fondos Disponibles (US\$)	28,579
Saldo Cartera Titularizada (US\$)	17,801,087
Total	17,829,666
Número de Operaciones	251
Monto Promedio Crédito (US\$)	70,083
Tasa Prom Ponder Interés Anual	4.88%
Plazo Original Prom p. (meses)	288
Plazo Remanente prom p. (meses)	247
Madurez prom p. (meses)	41.0
CIN prom pond	19.23%
DAV Actual prom pond	83.78%
DAV Original prom pond	91.91%
Concentración Regional:	
Azuay	98.78%
Cañar	1.00%
Los Ríos	0.23%

La cartera muestra una alta concentración geográfica, al estar el 98.78% 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 (1.34%) y en Los Ríos (0.22%).

La relación entre la deuda y el avalúo (DAV) actual promedio es elevada con un valor de 83.78%, 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 niveles adecuados. En la cartera fideicomitida, este indicador toma valores entre 3.48% y el 46.68%.

El plazo promedio remanente de la cartera es de 247 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 41 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 solo USD 442.29M o 2.48% del saldo corresponde a créditos con más de 3 cuotas vencidas, aunque la morosidad ha mostrado una tendencia creciente.

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 agosto-2024 la entidad tiene una participación del 19.75% de activos y el 23% 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 (FIDUCIA en adelante) 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 1985 bajo el nombre de Corporación Bursátil Fiducia S.A., y en 1995 mediante la reforma de sus estatutos, cambia a su denominación actual. En julio del 2012 Fiducia S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos Mercantiles adquirió la compañía ACM, que administraba fondos de inversión.

Fiducia S.A. 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 agosto-2024 la Fiduciaria tiene un patrimonio de USD 10MM y administra recursos de terceros por USD 2,002.08MM. Fiducia demuestra tener experiencia relevante en la gestión de fideicomisos.

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 más de 46 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 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-	26-jun.-24	BWR
VISP-MAZ 3	25,390,200	SCVS-IRCVSQ-DRMV-2024-00006561 15-abr.-24	A1 AAA A2-P: B- A2-E: B-	12-jul.-24	BWR

ANEXO 1

Entorno macroeconómico y riesgo sectorial

El entorno operativo del Ecuador se enfrenta a un escenario complejo, de incertidumbre en el corto y mediano plazo. Según las cifras oficiales, en términos reales el PIB de cierre de 2023 podría acercarse al PIB prepandemia. Para el año 2023 los datos preliminares del BCE muestran un crecimiento de 2.4% y se prevé un crecimiento de 0.9% para el año 2024. Es probable que estas cifras varíen en función de la nueva metodología de año base para su cálculo.

La situación política que atravesó el país en el año 2023 a raíz de las elecciones adelantadas tuvo como resultado la elección del nuevo presidente Daniel Noboa, que enfrenta una situación de crisis económica especialmente por el alto déficit fiscal acumulado de gobiernos anteriores, agravada por el incremento significativo de la violencia de grupos de delincuencia organizada que ha soportado el país en los últimos meses y por el estiaje resultado de la falta de lluvias.

En el inicio de su gestión el presidente Noboa envió a la Asamblea el Proyecto de Ley Orgánica de Eficiencia Económica y Generación de Empleo con carácter de “urgente”, el cual fue aprobado por la Asamblea Nacional en diciembre 2023, esta Ley otorgó exenciones y beneficios tributarios para varios sectores de contribuyentes con la finalidad de mejorar la recaudación fiscal y dar incentivos para apoyar la reactivación económica y el empleo.

Además, para enfrentar la coyuntura de incremento del crimen y la violencia en el país, se adoptaron varias medidas que incluyen la declaración de guerra a estos grupos, calificados como terroristas. Adicionalmente, se aprobaron cargas impositivas temporales y el incremento del IVA. Dichas medidas permitirán mejorar la situación de liquidez fiscal y generar recursos que estarían disponibles para enfrentar el conflicto y parte de las demás obligaciones fiscales pendientes.

Durante el 2023 Ecuador accedió a diferentes créditos con entidades multilaterales con desembolsos por un monto de USD 1,544MM para el

financiamiento de proyectos sociales y gracias a la gestión del actual gobierno en el primer semestre del año 2024 se recibieron desembolsos por USD 2,186.7MM².

Adicionalmente, en el segundo trimestre de 2023 el Banco Mundial aprobó un préstamo para el país por USD 300 millones con tasa de interés variable, periodo de gracia de 3 años y medio y reembolsable en 20 años; el programa es para ampliar un proyecto de financiación con fines productivos para MIPYMES de CFN y con apoyo del sector financiero privado³. Sin embargo, el gobierno no considera que este financiamiento será suficiente para afrontar los posibles efectos adversos del fenómeno del niño, por lo que a julio Ecuador ya solicitó una ampliación del cupo disponible en el BID y espera que el Banco Mundial apruebe un crédito adicional por USD 150MM.⁴

En el año 2024 el FMI y el Gobierno ecuatoriano llegaron a un acuerdo para un nuevo programa de crédito en el mes de abril 2024 por USD 4,000MM. Este programa tendrá un plazo de 48 meses y está orientado a países que tienen deficiencias estructurales en sus cuentas fiscales que tardará un tiempo en resolverse⁵. En junio 2024, Ecuador recibió el primer desembolso por USD 1,000MM del crédito obtenido con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Este endeudamiento se necesita para cubrir los gastos y pago de deuda del Presupuesto en 2024 ya que los ingresos tributarios y petroleros no serán suficientes. En diciembre de 2024 o en enero 2025, el FMI depositará otros USD 500MM, si el Gobierno cumple con las metas del acuerdo⁶.

Respecto a la recaudación tributaria, el SRI recaudó a junio 2024 USD 4,507MM por IVA, un 6.8% más que en el mismo periodo del 2023. Con todos los impuestos y contribuciones llega a casi USD 10,281MM lo que representa un crecimiento del 7% interanual⁷. Esto como resultado de mayores recaudaciones de IVA, contribución temporal y autorretenciones a grandes contribuyentes.

En cuanto al presupuesto general del Estado, para el 2024, la proforma fue enviada a la Asamblea nacional el 20 de febrero del 2024, llega a USD 35,536 MM, con un aumento del 13% respecto al

2 <https://www.finanzas.gob.ec/https-wwwdeuda-publica-nueva-metodologia/>

3 Expreso
<https://www.ecuadorenvivo.com/index.php/economia/item/162131-el-banco-mundial-aprueba-credito-de-300-millones-de-dolares-para-ecuador>

4 <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fenomeno-nino-multilaterales-creditos-emergencia/>

5 <https://www.primicias.ec/noticias/economia/fmi-acuerdo-tecnico-daniel-noboa-ecuador/>

6 <https://www.primicias.ec/noticias/economia/credito-fmi-programa-ecuador/>

7 <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/iva-recaudacion-sri-ecuador-nota/>

codificado del año anterior. El financiamiento del presupuesto 2024, incluyó principalmente deuda interna (57.3%) y Multilaterales (42.69%)⁸. Además, planteó para 2024, un crecimiento del PIB del 0.8%, con un precio promedio del barril de petróleo de USD 66.71 y una producción de 156 MM de barriles si cierra el bloque ITT y una inflación del 2.1% (sin considerar el alza del IVA)⁹.

El déficit global estimado llega a USD 4,809 MM si lo comparamos con el déficit del 2023 que fue de 2,629MM presenta un incremento del 82.85%; adicionalmente, serán necesarios USD 9,000 MM para cubrir pagos atrasados y vencimientos de deuda, por lo que las necesidades de financiamiento del déficit fiscal podrían llegar a USD 17,200 MM.¹⁰

El precio del petróleo ha mantenido una tendencia creciente en los últimos meses alcanzó USD 71.9 al final del 2023, luego de mantenerse estable alrededor de los USD 80 en el primer semestre del año. Instituciones de servicios financieros internacionales creen que las medidas tributarias tomadas facilitarían que Ecuador acceda a nuevos préstamos del FMI, ya que traerá recaudación de manera más rápida y esto es lo que necesita el país¹¹. En los primeros meses del año 2024 el sector petrolero no tuvo un buen comienzo, en enero 2024 Ecuador vendió su petróleo a USD 65.34, lo que significa USD 1.36 por barril menos que a lo presupuestado en la proforma. Para lo que queda de año y para el 2025 las perspectivas no son mejores y se estimara que el precio del petróleo puede rondar los USD 60.

Es importante destacar que, en la consulta popular del 20 de agosto de 2023, la mayoría del país votó por detener la explotación petrolera en las áreas del campo ITT ubicadas dentro del Parque Nacional de Yasuní¹². Este bloque petrolero representa casi el 12% de la producción petrolera del país. El BCE estima que la producción petrolera no fiscalizada podría llegar a unos 177 MM de barriles solo si no cierra el bloque petrolero ITT y de 172MM si cierra. El impacto económico de la aplicación de esta decisión no está definido claramente, pero las estimaciones por parte de analistas y de

Petroecuador oscilan entre USD 148 millones y USD 690 millones anuales en promedio, además de un aumento del 0.4% en la tasa global de desempleo por efectos colaterales en otras industrias.¹³ El primer pozo se cerró el 28 de agosto de 2024 y según el informe presentado por el Gobierno a la Corte Constitucional el plan de cierre total del Bloque ITT demorará al menos cinco años.

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. Sin embargo, con las acciones tomadas por el nuevo Gobierno durante lo transcurrido del año 2024 en lo referente a seguridad y economía se observa un incremento en la confianza tanto de la población local como de los organismos internacionales.

En el año la incertidumbre mantuvo al alza el riesgo país hasta la segunda vuelta de las elecciones presidenciales, cuando el indicador mejoró temporalmente por el resultado de estas, posterior a esto desde noviembre 2023 hasta enero-24 este indicador se disparó debido al incremento de la inseguridad y a la crisis carcelaria. A junio 2024 el indicador está en torno a los 1391 puntos debido a la aprobación de la reforma tributaria, desembolsos de multilaterales y medidas de seguridad tomadas (2080 punto al 27 de diciembre de 2023).

Por otro lado, la calificación de riesgo crediticio de largo plazo del país otorgada por Fitch Ratings fue reducida de B- a CCC+ en agosto de 2023 y esta calificación se reafirmó en agosto 2024. Esta modificación fue impulsada por la complejidad e incertidumbre del entorno operativo, lo cual incluye una perspectiva de deterioro en las finanzas públicas, presionadas por el resultado de la consulta sobre el Yasuní y las expectativas de mayor gasto fiscal. Esta acción de calificación incorpora el deterioro en la capacidad de pago y alto costo de endeudamiento del país tanto de fuentes internas como externas y la dificultad de acceder a un nuevo acuerdo con el FMI, lo cual limitaría el financiamiento por ese lado. La

⁸ <https://www.asambleanacional.gob.ec/sites/default/files/private/asambleanacional/filesasambleanacionalnameuid-19130/PGE%202024/inf%20no%20vinc%20ult%20-%20PGE%202024.pdf>

⁹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/proforma-presupuesto-gobierno-daniel-noboa-asamblea2024/>

¹⁰ <https://www.lahora.com.ec/pais/necesidades-financiamiento-millones-cubrir-deudas-gastos-2024/>

¹¹ <https://www.primicias.ec/noticias/economia/acuerdo-fmi-iva-bancos-mercados/>

¹² Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/orellana-sucumbios-consulta-itt-yasuni/>

¹³ <https://www.eluniverso.com/noticias/economia/los-efectos-del-cierre-del-itt-tambien-se-veran-en-el-desempleo-nota/>

calificadora considera también que el riesgo político y de gobernabilidad se mantendrán elevados durante los próximos 18 meses. Lo expuesto justifica la expectativa de crecimiento para el Ecuador durante el 2024, de 0.9%¹⁴ según el BCE con información a septiembre 2024, como se ha manifestado anteriormente en este estudio.

Por otro lado, FITCH concuerda con otros analistas que las alternativas de financiamiento para el país provendrán de multilaterales, deuda interna y de la reducción de los depósitos en el Banco Central. Se considera que el país tendrá capacidad de honrar sus obligaciones en 2024, pero que esta capacidad se ajustará en 2025 con las obligaciones al FMI y en el 2026 con los intereses de los bonos de deuda externa. En todo caso, el entorno operativo estará afectado por una contracción de liquidez la misma que ya se ha evidenciado desde 2023.

Cifras económicas y perspectivas

El Banco Central del Ecuador (BCE) notificó un crecimiento del PIB de 2022 de 2.95%¹⁵ frente al año precedente, porcentaje que incorpora el impacto negativo del paro nacional, sobre la economía del país. En la siguiente tabla, se muestra el comportamiento real y esperado de las principales variables macroeconómicas, tomados de las cuentas trimestrales y previsiones del BCE.

Indicador	2022	2023 (p)	2024 (p)
Producto Interno Bruto (PIB)	2.95%	2.40%	0.90%
Exportaciones	2.54%	2.30%	2.40%
Importaciones	4.49%	2.60%	-0.80%
Consumo final Gobierno	4.46%	3.70%	1.10%
Consumo final Hogares	4.59%	1.40%	0.20%
Formación Bruta de Capital Fijo	2.52%	0.50%	0.60%

Fuente: BCE

Elaboración: BWR

A continuación, se muestra la evolución de la Reserva Internacional manejada por el Banco Central del Ecuador, según la política del gobierno de turno. Podemos mencionar que las reservas actualmente se han recuperado y presentan niveles superiores a los observados antes de la pandemia, debido a varios factores como son la recuperación del financiamiento del exterior, a un flujo neto positivo de capitales del sector privado y un saldo neto positivo en las bóvedas del Banco Central (por el mayor uso de medios de pago electrónico por parte de la población).

Gráfico 3



Fuente: BCE

Elaboración: BWR

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 registró una tendencia decreciente entre 2015 y 2021. Su participación como una de las industrias de mayor valor agregado bruto ha disminuido, en 2023 representó el 3.84% (decimotercer lugar) mientras que en 2015 el 9.75% (tercer lugar)¹⁶. Según las proyecciones del BCE, se espera que esta industria cierre el 2024 con una participación del 3.61% en el PIB y con un crecimiento de 0.4% interanual. Para 2025 se espera un crecimiento del 0.9%.

La actividad inmobiliaria está financiada principalmente por el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (Biess). No obstante, los créditos hipotecarios colocados llegaron tan solo a un valor de USD 587.7 MM a dic-2023, valor que representa menos de la mitad del monto de créditos en 2012, que superaban los USD 1,200MM. En ese rango de tiempo, el Biess pasó de tener una participación del 70%¹⁷ a una menor del 42% para este tipo de créditos.

A dic-23, los USD 587.7 millones corresponden a 9,702 operaciones de créditos hipotecarios, valor que también ha caído desde 2022, cuando se encontraba en 10,364 operaciones.¹⁸

Respecto a la cartera de vivienda del sistema financiero privado, esta llega en agosto-2024 a USD 4,363MM. Dentro de esta cartera, la cartera

¹⁴ <https://www.primicias.ec/economia/banco-central-pib-economia-ecuador-estancamiento-78896/>

¹⁵ BCE - Información estadística mensual No.2058

¹⁶ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/biess-hipotecarios-prestamos-viviendas/>

¹⁷ La Hora - https://www.lahora.com.ec/pais/biess-participacion-mercado-creditos-hipotecarios/#google_vignette

¹⁸ Primicias - <https://www.primicias.ec/noticias/economia/biess-hipotecarios-prestamos-viviendas/>

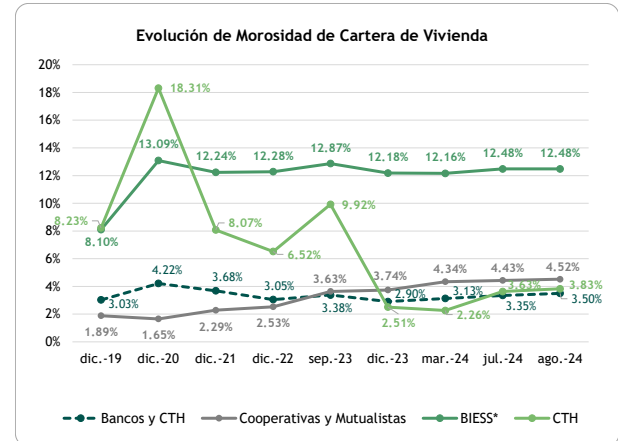
inmobiliaria, que comprende el 99% de la cartera del sistema, presenta una morosidad de 3.93%. Por otro lado, la cartera de vivienda de interés social y público llega a 7.37% de morosidad.

Los créditos hipotecarios de los segmentos de crédito VIS y VIP tuvieron una caída de 8.62% entre enero y agosto 2024. El aumento de los préstamos destinados a este tipo de vivienda se justifica por el incremento en el precio promedio de las casas en comparación con 2022. Este fenómeno se debe a que los límites de financiamiento aumentan anualmente de acuerdo con el salario básico unificado. Debido al aumento de las tasas de interés, algunos bancos han informado que están trabajando “a pérdida” a pesar de que la tasa actual para este tipo de créditos, de máximo 4.99% anual, está subsidiada. El gobierno de Daniel Noboa ha comentado que están analizando un cambio en la fórmula de subsidio para esta tasa de interés. Si esta tasa de interés sube, podría desincentivar a algunos participantes de la industria de la construcción y hacer menos asequibles estos créditos para las familias.¹⁹ No obstante, estos segmentos siguen sin ser representativos dentro de la cartera total de vivienda.

Se observa una mejora de la calidad de la cartera de créditos hipotecarios, que se ha recuperado un poco tras la situación macroeconómica y los efectos de la pandemia. En el caso de sistema

financiero privado, el impacto y la lenta recuperación no se evidencia totalmente en las cifras, por los procesos de diferimiento, refinanciamiento y reestructuración aplicados a una parte significativa de la cartera. De septiembre 2023 a agosto-2024, la tasa de morosidad de los bancos privados creció de 3.34% a 3.49%.

Gráfico 4



Nota: Datos de Biess disponibles hasta jun-2024

Fuente: Superintendencia de Bancos, Superintendencia de Economía Popular y Solidaria.

Elaboración: BWR.

¹⁹ Primicias - Gobierno negocia con la banca y las mutualistas cambios a la tasa de interés para créditos VIS y VIP (primicias.ec)

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 2024.