



Ecuador
Calificación Inicial

Titularización Hipotecaria de Mutualista Pichincha 5, FIMUPI 5 Valores TCIMUPI 5

Calificación

Clase	Calificación Otorgada
A3	AAA
A4	AAA
A5	AAA

Principales participantes:

- *Originador:* Asociación Mutualista de Ahorro y Crédito para la Vivienda Pichincha
- *Administrador Cartera:* Asociación Mutualista de Ahorro y Crédito para la Vivienda Pichincha
- *Agente de Manejo:* ANEFI S.A. desde sep-2015
- *Agente Pagador:* CTH S.A.

Contactos:

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

Verónica Molina, MBA IP
(5932) 292 2426 ext. 103
jmolina@brwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar la calificación de 'AAA' a las clases A3, A4 y A5. La calificación otorgada refleja la sólida fortaleza financiera de la titularización proveniente principalmente del alto sobrecolateral existente actualmente y que protege a la estructura de escenarios de estrés elevado.

De acuerdo a la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, la 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."

Calificación Local: La calificación emitida 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 sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito de la transacción.

Cobertura importante de mecanismos de garantía: A la fecha de corte se han pagado en tiempo y forma las clases A1 y A2, por lo cual la clase A3 es la clase con mayor prelación.

Si bien la esta clase se beneficia de la subordinación, adicionalmente el nivel de sobrecolateral acumulado es holgado en relación al saldo de los títulos, lo cual beneficia a las tres clases y permite que el Fideicomiso de titularización tenga la capacidad de pagar en tiempo y forma a las tres clases calificadas, aun en escenarios de estrés elevados, y sin mostrar sensibilidad ante variaciones en la tasa de prepago. Se prevé que en el tiempo, el nivel relativo de colateral continúe aumentando.

A juicio de la Calificadora tanto Mutualista Pichincha (Originador), como ANEFI (agente de manejo) poseen la suficiente experiencia, capacidad profesional y técnica para desempeñarse exitosamente dentro de sus respectivas funciones.

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



Presentación de Cuentas

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

- Contrato de Fideicomiso y demás documentos legales pertinentes.
- Estados financieros del Fideicomiso del año 2012 auditados por la empresa Pricewaterhouse-Coopers y estados financieros del Fideicomiso a 2013 y 2014 auditados por KPMG. En todos ellos, la opinión de la auditora es favorable respecto a la razonabilidad de su presentación con base en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).
- Estados financieros no auditados del Fideicomiso desde el inicio de la titularización hasta diciembre 2015, preparados de acuerdo a las NIIF.
- Información sobre la evolución del activo subyacente del Fideicomiso, relevante para el análisis de capacidad de pago de las clases emitidas, con la misma fecha de corte.
- Estados financieros de ANEFI a diciembre-2015, preparados bajo las normas NIIF. Información relevante sobre el Agente de Manejo y su capacidad para administrar el Fideicomiso.
- Estados financieros de Mutualista Pichincha de los años 2011, 2012, 2013 y 2014, y auditados por Pricewaterhouse-Coopers en los primeros dos años, y KPMG en los últimos dos. En todos los casos la opinión es favorable respecto a su adecuada presentación bajo las normas establecidas por la Superintendencia de Bancos.
- Información histórica del comportamiento de la cartera hipotecaria colocada por Mutualista Pichincha desde 2005 a diciembre-2015 y de las políticas actuales de originación y cobranzas.

Entorno Económico y Riesgo Sectorial

Por favor remitirse al anexo 1.

Hechos Relevantes y Subsecuentes

El 01 de septiembre del 2015 ANEFI sustituyó a CTH como agente de manejo de la presente titularización, en cumplimiento de la cláusula transitoria XXVII del Código Monetario y Financiero. El traspaso de las operaciones se ha realizado sin inconveniente o efecto negativo alguno para la titularización. La contratación de CTH para asistir en las tareas operativas de la titularización ha facilitado la transferencia.

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, como son 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.

Se estima que en un escenario base la cartera titularizada podría llegar a tener hasta el final de la titularización una pérdida base de 15.64% de su saldo insoluto actual.

Del flujo proyectado de la cartera se excluye a los créditos demandados y/o con seis o más cuotas vencidas (USD 1.2MM), considerando 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 este análisis, sin incluir dichos créditos, llega a 7.89%.

Respecto a la cartera inicial, la cartera de riesgo llega a 2.89%, pero dada la maduración del fideicomiso la representa el 13% de la cartera actual. Cabe destacar que la cartera actual representa el 22.3% de la cartera original.

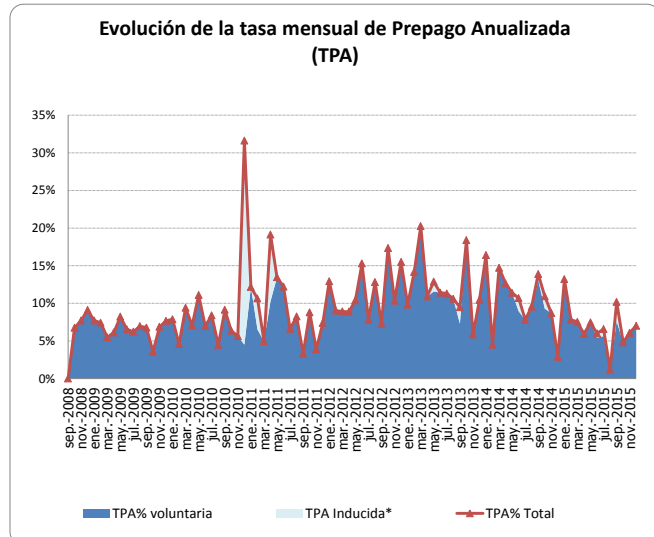
La cartera ha tenido un mejor comportamiento que lo esperado en función del análisis histórico de la cartera del Originador. El hecho de que la cartera en riesgo represente un porcentaje importante de la cartera actual responde a la evolución normal del Fideicomiso, puesto que el saldo insoluto tiende a disminuir en el tiempo.

El modelo de flujos considera también un supuesto de recuperación parcial de los créditos en mora, a través de la acción legal correspondiente y luego de un tiempo estimado de 36 meses. El porcentaje de recupero es estresado de acuerdo al escenario de calificación.

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, disminuyendo al mismo tiempo la acumulación de excedentes resultantes del margen

existente entre el interés ganado de la cartera y el pagado a los inversionistas, netos de los gastos del Fideicomiso. Este excedente generalmente ayuda a las clases con mayor subordinación a soportar un mayor nivel de estrés, contrarrestando el efecto de la morosidad en los flujos generados por el Fideicomiso.



*La TPA Inducida representa el monto de ventas de cartera al originador realizadas por el Fideicomiso, que históricamente ha sido 0% con excepciones puntuales, el proceso más importante de prepago inducido se dio en dic-2010 con un valor anualizado de 28.30%.

La tasa promedio de prepago anual (TPA) de la cartera a diciembre 2015, se ubica en 9.39%. En la gráfica se puede apreciar que el porcentaje de prepago total muestra una tendencia a reducirse.

Mientras mayor sea la brecha entre la tasa de los créditos titularizados y la de mercado, mayor será la probabilidad de prepago. Este riesgo se encuentra mitigado actualmente por el alto nivel de sobrecolateral existente.

El Anexo de Especificaciones que es parte integrante de la escritura del Fideicomiso establece que si el prepago mensual anualizado supera el 10% anual, el Originador deberá vender cartera sin premio, por el valor que exceda al prepago definido. En caso que el Originador oferte cartera por valores superiores, hasta 20% en exceso de lo requerido, el Fideicomiso reconocerá, hasta por dicho 20%, el premio original pactado en esta titularización. También se indica que tales operaciones las haría el Fideicomiso siempre que el saldo insoluto y plazo restante de los títulos valores evolucionen según lo programado. De no ser así, se deberá usar los fondos recibidos en prepago hasta eliminar las diferencias respecto de lo programado. Una vez cubiertas las diferencias se podrá adquirir nuevos créditos.

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

La Fiduciaria, en calidad de representante legal del Fideicomiso, ha recibido físicamente los documentos de crédito, y la propiedad de los documentos ha sido transferida al fideicomiso sin reserva de ninguna clase.

La estructura de la presente titularización no se realiza a través de dos etapas:

- **Etapa de Reposición:** la cual mantiene el saldo insoluto total de la emisión de títulos, mediante la reposición de créditos hipotecarios por la porción de créditos que se amorticen.
- **Etapa de Amortización:** que corresponde al saldo de los títulos emitidos que se amortizan conforme se cancelan los créditos hipotecarios.

Se estableció un plazo de duración de la etapa de reposición de 0 meses, por lo cual en la práctica el fideicomiso inició la etapa de amortización el mismo mes de emisión de los valores.

Los títulos valores fueron emitidos en 5 clases (A1, A2, A3, A4 y A5). Estos títulos se amortizan en función de la siguiente prelación de pagos:

1. Intereses atrasados a la Clase A1, si existen.
2. Intereses de la Clase A1 del correspondiente mes de pago.
3. Intereses atrasados a la Clase A2, si existen.
4. Intereses de la Clase A2 del correspondiente mes de pago.
5. Intereses atrasados a la Clase A3, si existen.
6. Intereses de la Clase A3 del correspondiente mes de pago.
7. Intereses atrasados a la Clase A4, si existen.
8. Intereses de la Clase A4 del correspondiente mes de pago.
9. Capital de la Clase A1 hasta que su saldo sea cero.
10. Capital de la Clase A2 hasta que su saldo sea cero.
11. Capital de la Clase A3 hasta que su saldo sea cero.
12. Capital de la Clase A4 hasta que su saldo sea cero.
13. Capital de la Clase A5 y exceso de flujos remanente.

Estructura Financiera y Legal

Los pagos de capital de la clase en amortización se efectúan mensualmente, por mes vencido. El día de pago es el primer día hábil del mes posterior a la fecha de cierre, y la fecha de cierre es el último día de cada mes.

Es importante notar que el interés ordinario de las clases subordinadas tiene prelación frente al capital de la clase preferente, lo cual mitiga el riesgo de atrasos en los pagos de interés de todas las clases aún en escenarios de crisis.

Mecanismos de garantía y cobertura de riesgos

El Fideicomiso establece como garantía de la emisión la subordinación entre clases. Existe una subordinación de pago de la Clase A5 respecto de las Clases A4, A3, A2 y A1, una subordinación de la Clase A4 respecto de las Clases A3, A2 y A1, una subordinación de la Clase A3 respecto de las Clases A2 y A1 y una subordinación de la Clase A2 respecto de la Clase A1.

La titularización se ha fortalecido desde su inicio, acumulando un sobrecolateral de cartera y fondos disponibles que a la fecha de corte representan en su conjunto el 50.94% de la cartera transferida. Adicionalmente, la clases A3 se beneficia de la subordinación entre clases explicada anteriormente.

A continuación se aprecian los niveles de cobertura de la pérdida base antes de recuperación legal, con los mecanismos de garantía existentes a la fecha de corte para cada clase vigente.

Clase	Mecanismos de garantía	Cobertura pérdida base
A3	98,09%	6,27
A4	50,94%	3,26
A5	50,94%	3,26

Si se considerara la pérdida neta de las recuperaciones por vías legales, estas coberturas serían mayores.

Se espera que dicha cobertura continúe incrementándose por la generación mensual de interés de la cartera, que es superior a los gastos operativos y financieros del Fideicomiso y que es utilizada para amortizar anticipadamente a la clase preferente, que actualmente es la A3.

La escritura establece que el interés extraordinario generado durante la etapa de amortización debe pagarse a la clase A5, pero luego de finalizar la amortización total de las clases precedentes. A dic-2015, el saldo por pagar a la clase A5 suma USD 7.7MM. El contrato establece que el pago de la cuenta acumulada por pagar a la Clase A5 será

efectuado mediante transferencia del 100% de los activos remanentes en el Fideicomiso.

La Fiduciaria ha administrado los recursos provenientes de la recaudación de capital e interés de la cartera principalmente para el pago de los gastos mensuales y del interés y capital de las clases emitidas, de acuerdo a la prelación y procedimientos definidos en la estructura de la titularización.

La liquidez del Fideicomiso se encuentra en una cuenta a la vista en Mutualista Pichincha y se utilizará principalmente para realizar la próxima amortización mensual de la clase A3.

Gastos de operación

Los gastos de operación del Fideicomiso están compuestos principalmente por los honorarios de administración de cartera, agente de manejo, honorarios de soporte operativo, comisión de custodia, mantenimiento en la bolsa de valores, agente pagador, calificación de riesgo y auditoría.

Desde la fecha de constitución del Fideicomiso hasta la fecha de corte del presente análisis, se han registrado gastos operativos (excluyendo gastos de interés y premio por compra de cartera) por USD 2.5MM, de los cuales el 87% corresponde a la porción variable, conformada por comisiones, honorarios del agente de manejo y registro en bolsa de valores.

Para este análisis se ha considerado una proyección de gasto fijo mensual de 7MM, que incorpora un estrés de 20%. Con respecto al gasto variable, compuesto principalmente del honorario de administración y del pago anual por mantenimiento en el registro de las bolsas de valores, este se estima en 0.7696% anual.

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 a la calificación asignada. Se consideran además los fondos disponibles e inversiones que mantiene o mantendrá el Fideicomiso.

El flujo obtenido en cada período mensual, una vez restados los gastos operativos proyectados, se aplica de acuerdo al orden de prelación establecido, para el pago de capital e intereses de cada clase.

La pérdida bruta a utilizarse 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 los párrafos anteriores se compara con las obligaciones mensuales del Fideicomiso, de acuerdo a la prelación establecida, lo cual permite establecer la capacidad de cada clase de pagarse en tiempo y forma. La prelación entre clases, el exceso de interés y el sobrecolateral de cartera son los mecanismos que permiten que los flujos para el pago sean suficientes en los escenarios de estrés modelados.

Con respecto al riesgo de contraparte, el Fideicomiso mantiene fondos disponibles que a diciembre-2015 representan el 4.7% del activo total en una cuenta la vista en Mutualista Pichincha, por lo cual esa porción del activo estaría vinculada con el riesgo de crédito del Originador. Para las categorías de calificación más elevadas, los escenarios de estrés incorporan el efecto que tendría en la capacidad de pago de la emisión la no disposición de estos recursos.

La estructura se ha fortalecido respecto a la calificación inicial debido al aporte del exceso de interés mensual, que se utiliza para acelerar el pago de la clase preferente, generando así en el tiempo un sobrecolateral creciente.

Tras la cancelación de las clases A1 y A2, la clase A3 es actualmente la de mayor prelación, aunque las tres clases vigentes tienen la protección del sobrecolateral acumulado, que representa 50.94% del saldo actual de cartera. Esta cobertura permite que todas las tres clases calificadas puedan pagarse dentro de un escenario de estrés consistente con la calificación otorgada.

Evolución de la Titularización

Evolución de la Emisión

El Fideicomiso realizó el 30 de octubre de 2008 la emisión de las clases A1, A2, A3, A4 y A5 de los títulos de contenido crediticio denominados Valores TCIMUPI5, por un total de USD 64,998M. En ese momento se inició la etapa de reposición.

La clase A1 termina de pagarse en jun-2012; la clase A2 se termina de pagar en ago-2014. Desde esa fecha, la clase A3 entró en etapa de amortización, mientras la clase A4 continúa recibiendo tan solo pagos mensuales de interés, respetando la prelación existente. La clase A5 no recibe un pago mensual, pero recibirá como *interés extraordinario* todos los excedentes del Fideicomiso una vez que se haya cancelado la clase A4.

Clase	A1	A2	A3
Fecha Emisión	30-oct-08	30-oct-08	30-oct-08
Monto Emitido (USD)	35.748.975	16.249.534	6.499.814
Saldo Insoluto (USD)	cancelada	cancelada	614.377
Tasa*	TPP-5.45%	TPP- 5%	TPP- 3,75%
Plazo legal remanente	0	0	28
Fecha Venc legal	01-nov-13	01-nov-16	01-abr-18
Autorización SIC	No. Q.IMV.08.4389, del 21/oct/2008		

Clase	A4	A5
Fecha Emisión	30-oct-08	30-oct-08
Monto Emitido (USD)	6.499.813	1
Saldo Insoluto (USD)	6.499.813	1
Tasa*	TPP-2.65%	Ver Nota
Plazo legal remanente	92	93
Fecha Venc legal	01-ago-23	01-sep-23
Autorización SIC	No. Q.IMV.08.4389, del 21/oct/2008	

* Tasa se reajusta en función de la tasa promedio ponderada de la cartera. Bajo niveles establecidos la fórmula de reajuste cambia.

Nota: Los tenedores de la clase A5 percibirán un rendimiento que será el que resultado de los excedentes del Fideicomiso, una vez atendidos los gastos de intereses y otros cargos que mes a mes registre el Fideicomiso.

El saldo de la clase A3 se encuentra neto del pago realizado el primer día laborable de enero-2016 por USD 313M.

Evolución del activo de respaldo

El Fideicomiso mantiene a la fecha de corte cartera de vivienda hipotecaria originada por Banco Pichincha por USD 13.786M, además de fondos disponibles por USD 713M.

	Calif BWR
Fecha de análisis	feb-16
Información corte a	dic-15
Fondos Disponibles (US\$ M)	351
Saldo Cartera Titularizada (US\$ M)	13.786
Total	14.137
Número de Operaciones	851
Monto Promedio Crédito (US\$ M)	14,09
Tasa Prom POND Interés Anual (%)	10,78
Plazo Original Prom p. (meses)	166
Plazo Remanente prom p.(meses)	71
Madurez prom p. (meses)	94
CIN prom pond (%)	17,42
DAV Actual prom pond (%)	37,67
DAV Original prom pond (%)	64,31
Concentración Regional:	
Pichincha	44,1%
Guayas	9,7%
Manabí	9,8%
Cotopaxi	5,9%
Loja	5,7%
Otras Provincias (<4%)	17,0%
TPA Promedio Plazo Emisión	9,39%

* Para este cálculo se excluye a cartera conformada por deudores con ingresos reportados superiores a USD15M, aunque a la fecha de corte esto no aplica.

La cartera se mantiene concentrada en tres provincias de Pichincha, Manabí y Guayas, riesgo que se encuentra mitigado en parte por la diversificación por emisor, la calidad de la cartera, la cobertura de sus garantías, y la importancia de dichas plazas en la economía del País.

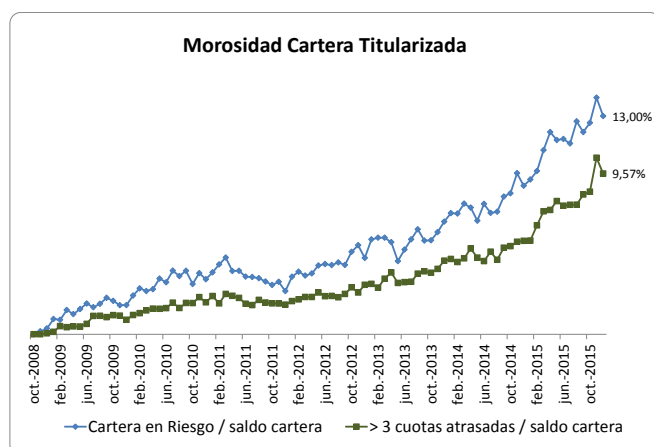
La cartera del Fideicomiso es madura, ya que en promedio muestra más de siete años de tiempo transcurrido desde su emisión. Este indicador favorece las expectativas de que la calidad de la cartera se mantenga en niveles similares a los actuales, y se refleja también en una mayor cobertura del saldo de la deuda con la garantía frente a su nivel inicial, que mejora la voluntad de pago y los prospectos de recuperación de créditos en mora por la vía legal.

Con respecto al indicador de cuota / ingreso (CIN), este se ubica en niveles conservadores, lo cual refleja una adecuada capacidad de pago promedio.

Puesto que la estructura se encuentra en etapa de amortización, se esperaría que bajo circunstancias normales no entren nuevos créditos al Fideicomiso a futuro.

El plazo promedio remanente de la cartera es de 71 meses, valor menor que el plazo promedio ponderado de vencimiento legal de las clases emitidas (86 meses).

La tasa de interés promedio ponderada de la cartera (TPP) es 10.78% y está alineada con el comportamiento de la tasa máxima legal del segmento inmobiliario. La fórmula de reajuste de las clases emitidas se ajusta en función de la TPP, protegiendo el margen de interés de movimientos de la tasa de los créditos, por lo cual este hecho no tiene un efecto significativo.



A dic-2015, la cartera titularizada muestra una morosidad de tendencia creciente; el fideicomiso tiene 46 operaciones demandadas, que suman USD 945.5M, adicionalmente incorpora 20 créditos con

más de seis cuotas vencidas que no están en proceso judicial por USD 215M.

Si bien el porcentaje de morosidad es alto, el mismo está influenciado por la reducción del saldo insoluto de la cartera, que es parte de la evolución normal de la estructura. Si se la compara con el saldo inicialmente transferido, la cartera en riesgo sería de 2.13%, indicador que compara favorablemente con la calidad histórica de colocación del originador.

Mutualista Pichincha (Originador y Administrador de Cartera)

Mutualista Pichincha (MP) es el originador de la presente titularización y de los créditos hipotecarios de vivienda que conforman el Fideicomiso. Adicionalmente, mantiene la administración de la cartera fideicomitada, que consiste en realizar la gestión de cobro, recaudar los pagos de los deudores y transferirlos diariamente a la cuenta del Fideicomiso.

BankWatch Ratings no realiza calificación pública de esta Institución. No obstante, en función del análisis de las políticas y procedimientos de originación y cobranza de la cartera así como de la estructura organizacional de los departamentos involucrados en esta gestión, y de la amplia experiencia en manejo de cartera hipotecaria de Mutualista Pichincha, consideramos que esta está en capacidad de administrar la cartera de las titularizaciones que origina.

Mutualista Pichincha se constituyó como una institución de derecho privado con finalidad social, al amparo del Banco Ecuatoriano de la Vivienda y de las Asociaciones Mutualistas de Ahorro y Crédito para la Vivienda en noviembre de 1961.

Anteriormente estaba controlada por la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador. No obstante, en función de las disposiciones del Código Monetario y Financiero expedido en septiembre-2014 la Mutualista decide formar parte del Sector Financiero de la Economía Popular y Solidaria, por lo cual al momento se encuentra en transición de supervisión hacia la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria (SEPS).

Mutualista Pichincha es líder en su sistema conformado por cuatro entidades. La entidad tiene una participación del 72% de activos del Sistema de Mutualistas. Comparado con el Sistema de Bancos Privados, la Mutualista ocuparía la posición número 12.

La institución es una de las mayores generadoras de titularizaciones de cartera hipotecaria en el país con más de 10 procesos originados. Esto ha permitido generar un mayor volumen de colocación y a su vez

liberar liquidez para el desarrollo de sus proyectos inmobiliarios y disminuir el descalce de plazos de su balance.

Si bien dentro del Plan Estratégico uno de los objetivos principales de la Mutualista está relacionado a la vivienda y construcción, dentro de su cartera, el segmento de Consumo tiene una alta participación. En el 2015, el segmento de Consumo (34.4%) es el de mayor participación junto con el Inmobiliario (34.3%); se debe tomar en cuenta que, debido a los procesos de titularización hipotecaria y ventas de cartera, una proporción importante de la cartera de vivienda que administra pertenece a otras instituciones y por tanto no forma parte de su balance.

La Institución tiene una cobertura en 12 ciudades del país, a través de 27 agencias a nivel nacional (11 en Quito, 9 en otros cantones de la sierra, 3 en Guayaquil y 4 en otras localidades de la costa). Adicionalmente mantiene una alianza estratégica con empresas y personas en Estados Unidos (New York y Plainfield) y Europa (España e Italia) para promocionar entre migrantes sus productos de financiamiento de compra de inmuebles en Ecuador. Esta estrategia ha apoyado de forma importante los objetivos de colocación.

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 del originador proviene únicamente de los fondos disponibles que mantiene el Fideicomiso en la Mutualista y que a la fecha de corte representan 4.6% del activo del patrimonio autónomo. La recaudación de la cartera fideicomitada es transferida diariamente a la cuenta del Fideicomiso.

Políticas y Procedimientos de Originación de Crédito de Vivienda

Para la Mutualista, el crédito de vivienda es una operación de amortización periódica, a mediano o largo plazo, otorgado a personas naturales, para satisfacer necesidades de financiamiento de adquisición de vivienda nueva o usada; adquisición de un terreno destinado a la vivienda; construcción de vivienda en terreno propio; o para realizar mejoras en el inmueble propio.

Una vez conocida la necesidad del cliente, el oficial de negocios realiza una primera precalificación del cliente en función del perfil buscado por la Mutualista, y si es que este análisis es favorable prepara una propuesta con una recomendación favorable que en función del monto del crédito deberá pasar por distintos niveles de aprobación. Como parte del mismo proceso, se realiza la verificación telefónica de la información indicada por el cliente para asegurar su veracidad.

Por último, siempre que la documentación se encuentre completa, y el avalúo de la vivienda en garantía demuestre al menos la cobertura esperada, se prepara la documentación legal y se realizan los trámites legales requeridos para proceder al desembolso.

Para manejar el proceso de originación Mutualista Pichincha cuenta con un aplicativo que permite a los niveles autorizados controlar en línea el status de la solicitud, visualizar la información del cliente y registrar las aprobaciones o rechazos al mismo.

Los parámetros de evaluación se enfocan en el historial crediticio interno, el origen de los ingresos, la estabilidad laboral, la capacidad de pago y la edad del cliente. Si bien existen parámetros de referencia para los mismos, la decisión final depende del juicio experto del oficial de negocios y de los niveles de aprobación aplicables a cada crédito.

Los oficiales de negocio, así como las empresas del exterior que presentan las solicitudes de los migrantes reciben una remuneración variable que entre otros factores depende del volumen de colocación de créditos, lo cual en nuestro criterio puede generar incentivos para la presentación de deudores con distinto perfil al esperado.

Cabe indicar que actualmente se requiere obligatoriamente la hipoteca sobre el bien financiado, aunque anteriormente se otorgaba a migrantes créditos de vivienda bajo la figura de un fideicomiso en garantía, que mantenía la propiedad del inmueble financiado. Esta posibilidad se eliminó debido a que el proceso de recuperación por vía legal de los créditos de este tipo con problemas de incobrabilidad resultó más complejo en tiempo y costos.

Si bien la Mutualista maneja actualmente distintos subproductos de crédito de vivienda, como las enfocadas a viviendas de interés social, con apoyo del Estado, la cartera existente en la titularización analizada corresponde a cartera inmobiliaria tradicional, sin subsidio.

Por último, es importante indicar que la titularización analizada se encuentra en etapa de amortización por lo cual no se esperaría que ingresen en el futuro nuevos créditos al fideicomiso.

Políticas y Procedimientos de Cobranza de Créditos Inmobiliarios

La Unidad de Gestión de Cobro está actualmente compuesta por una Gerencia y dos oficiales de cobranza. Adicionalmente la gestión es apoyada por los Oficiales de Negocio que originaron la operación, así como por empresas independientes que realizan las gestiones de cobranza temprana y prejudicial, y

por abogados externos que administran las operaciones en proceso de recuperación por vía legal.

La estrategia de cobranza temprana y pre-judicial involucra la utilización de distintos medios de comunicación, entre los que se cuentan los SMS, mensajes de *Whatsapp*, llamadas telefónicas locales e internacionales, notificaciones extrajudiciales, visitas al domicilio del cliente y cartas a garantes, entre otros. La Unidad revisa semanalmente las gestiones realizadas y sus resultados.

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

La empresa ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos (ANEFI en adelante) es desde septiembre 2015 la fiduciaria de la presente titularización. Consideramos que ANEFI posee la capacidad técnica y experiencia para desempeñar en forma adecuada la función de Administradora del presente Fideicomiso.

La Fiduciaria se constituyó bajo la denominación social de Administradora de Fondos y Fideicomisos Profundos S.A. con escritura pública otorgada el 4 de marzo de 1994, ante la Notaría Décimo Octava del cantón Quito, inscrita en el Registro Mercantil de Quito el 29 de marzo de 1994, con un plazo de duración de 50 años. En 2013 cambia sus estatutos sociales y nombre al actual. A diciembre 2015, la empresa posee un patrimonio neto de USD 1.1MM, y actualmente administra 17 titularizaciones hipotecarias que anteriormente eran manejadas por CTH.

ANEFI está autorizada para operar como administradora de fondos y fideicomisos por parte de la Superintendencia de Compañías, mediante Resolución No. 94.1.8.AF.005 del 01 de julio de 1994. Con Resolución SCQ.IMV.02.006 de 18 de octubre de 2002, la Superintendencia de Compañías le autoriza para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización.

La Fiduciaria originalmente pertenecía al mismo grupo financiero del banco Produbanco, pero por disposición de la Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado, sus acciones fueron vendidas en julio-2012. Dentro de los actuales accionistas se encuentra el economista José Samaniego Ponce, ex Gerente General de Profundos, y que bajo la estructura actual continúa ejercicio esta función.

En cuanto a su infraestructura tecnológica, sigue usando el sistema Gestor, especializado en la

administración de fideicomisos, fondos de inversión, fondos de pensiones, titularización, y activos de cartera bajo una estructura parametrizable.

ANEFI ha contratado a CTH, anterior agente de manejo y estructurador de la titularización para que apoye en las tareas operativas relacionadas a esta estructura y para que actúe como agente de pago. Dada la experiencia de CTH en la gestión de fideicomisos de titularización hipotecaria, el aporte de esta institución se considera positivo. Las funciones que delega el Agente de Manejo a CTH son las siguientes:

- Verificar y validar la información periódica, enviada por los administradores de cartera al fiduciario, con respecto a la administración de la cartera titularizada.
- Proporcionar la información contable que requiera el Agente de Manejo para la elaboración de los estados financieros del fideicomiso.
- Monitorear la gestión de los administradores de cartera, respecto a la cartera titularizada.
- En el caso de reposiciones o sustituciones de cartera, realizar la revisión de los documentos legales que instrumenten las operaciones de crédito titularizadas y vigilar el cumplimiento de las características definidas en los Documentos Relacionados.
- Realizar los cálculos a fin de distribuir entre los inversionistas los flujos recibidos.
- Elaborar los reportes que se requieran en el proceso de titularización.

Presencia Bursátil Del Valor

La Mutualista Pichincha ha originado 10 titularizaciones de cartera de vivienda hipotecaria, de las cuales ocho se encuentran vigentes:

Valores	Fecha Última Calificación	Calificadora actual	Última Calificación
MUPI 3	28-ago-15	PCR	A3: A+
MUPI 4	28-ago-15	PCR	A4: A; A5: B
MUPI 6	28-ago-15	PCR	A2: AAA; A3: AAA; A4: A-; A5: B
MUPI 7	29-feb-16	BWR	A2: AAA; A3: AAA; A4: AA+; A5: AA+
MUPI 8	29-feb-16	BWR	A1: AAA; A2: AAA; A3: AA+; A4: B+; A5: B+
MUPI 9	29-feb-16	BWR	A1: AAA; A2: AAA-; A3: AA; A4: B+; A5: B+
MUPI 10	29-feb-16	BWR	Alpha: AAA; A1: AAA; A2: AA-; A3: A-; A4: B+; A5: B+

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.

Ecuador

Entorno Económico y Mercado Hipotecario

CARTERA DE VIVIENDA				
TOTAL CARTERA BRUTA				
(en MM USD)	dic-14	dic-15	crec. Sem.	% Part.
BANCOS	1.605	1.804	12,4%	22,4%
COOPERATIVAS **	248	342	37,8%	4,2%
MUTUALISTAS	196	214	9,4%	2,7%
SOC. FINAN.	1,3	0,6	-55,8%	0,01%
BANCA PUBLICA	8,6	0,01	-99,9%	0,00%
TOTAL SFN	2.058	2.360	14,7%	29,3%
BIESS *	4.108	5.163	25,7%	64,1%
TITULARIZACIONES	584	527	-9,7%	6,5%
TOTAL SISTEMA	6.750	8.051	19,3%	100%

*Seg. 1 y 2.

** Dato a Oct. 15 último publicado.

Fuente: Estadísticas BCE/ BIESS / SBS

Elaboración: BWR

Nota: Por falta de información, los datos del BIESS corresponden al monto acumulado de las colocaciones mensuales desde octubre de 2010 a oct-2015, sin descontar la amortización de la cartera.

Luego de un período de crecimiento de la economía de alrededor del 4.6% promedio (2008-2014), la economía ecuatoriana muestra una desaceleración importante en medio de una disminución fuerte de los precios del petróleo y la contracción de ingresos de las exportaciones derivada de la apreciación del dólar en el mercado internacional. El crecimiento de los últimos años ha estado influido de forma importante por el gasto y las inversiones del gobierno, por lo que bajo la coyuntura actual la economía está contrayéndose en todos los segmentos de la economía. La tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) esperado para el 2015 según las cifras del gobierno sería de alrededor del 0.4%, (a precios constantes). Para el año 2016 la estimación oficial es mantener el mismo crecimiento del 2015. Estimaciones de otras organizaciones internacionales estiman inclusive tasas cercanas a 0% o negativas.

Dentro de las actividades de la economía ecuatoriana, una de las más dinámicas ha sido la construcción como rama del PIB, donde se incluye la obra pública y la construcción de vivienda. La construcción creció en promedio al doble del PIB con una tasa de 8.6% (promedio últimos 7 años anteriores al 2015) según datos publicados por el Banco Central del Ecuador (BCE). En el 2014 la construcción creció en 7.3% en términos constantes, lo que significó una desaceleración del ritmo de crecimiento en comparación a los tres años anteriores, aunque mantiene una variación positiva superior a la del PIB. Para el año 2015 la previsión oficial inicial no prevé crecimiento (0,0%), bajo la coyuntura actual esperamos una tasa negativa (no se ha publicado aún el crecimiento por industrias). Como referencia se indica que las ventas de cemento gris hasta agosto-2015 se han reducido en 7.6% respecto al mismo período del año anterior, de acuerdo al Instituto Ecuatoriano de la Construcción.

El sector es estratégico para el Gobierno, lo que se refleja en las medidas de incentivo adoptadas mediante Resolución de la Junta de Regulación Monetaria y Financiera emitida en marzo del 2015, en especial impulsando el crédito para vivienda nueva en segmentos medios y bajos (de interés público), con una reducción en la tasa de interés y con facilidades en las condiciones de financiamiento otorgado por parte de instituciones bancarias más grandes del sistema financiero privado y por el BIESS.

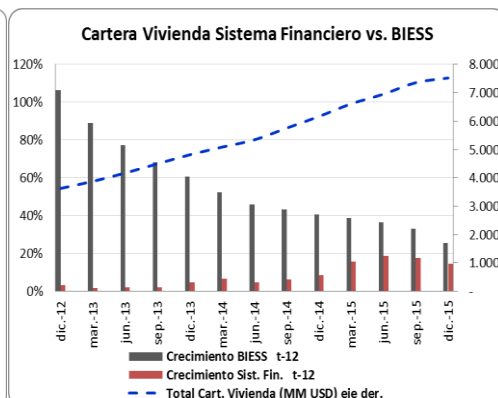
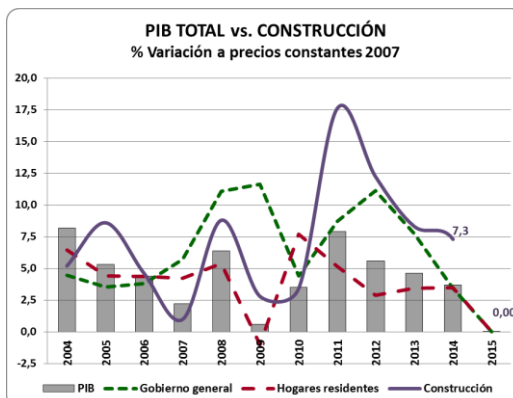
Analista:

Econ. Sonia Rodas

(5932) 292 2426

srodas@bwratings.com

Fecha elaboración: Febrero-2016



Fuente: Estadísticas BCE/ BIESS / SBS
Elaboración: BWR

En el Ecuador la actividad inmobiliaria está financiada por el sistema financiero



privado, principalmente bancos y cooperativas, y por el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS), constituyéndose este último en el principal participante del mercado en los últimos años, que ha sostenido la tendencia de crecimiento del mercado en general desde el año 2008, con una inyección de recursos promedio de USD 990 MM anuales desde el 2008. En el año 2014 se colocaron USD 1,190 MM en créditos de tipo hipotecario y en el 2015 se ha anunciado que se espera colocar USD 1,340 MM. A la fecha no se ha publicado la información estadística actualizada, el último dato de prensa que ha difundido institución fue un acumulado a octubre de USD 1,055MM.

El principal participante del mercado es el BIESS con el 64.78% del mercado. Los bancos, financian el 22.6% del mercado total hipotecario. Las Cooperativas de Ahorro y Crédito, y particularmente las que corresponden al segmento 1, han mostrado una tendencia positiva y tienen una participación de 3.6% (4.3% sumados los segmentos 1 y 2); adicionalmente se mantiene una participación menor de otro tipo de instituciones generadoras como las mutualistas (2.7%), que en general financian a un sector de menores recursos con créditos promedio de menor valor. En general el sistema financiero tiene una participación de 29.6% del mercado.

A octubre 2015, el monto total acumulado de colocación de crédito hipotecario, según cifras publicadas en estadísticas del BIESS, ascendió a USD 5,163 MM. El ritmo de colocación mensual se mantiene con montos promedio de colocación de USD 100 MM durante el 2015, siendo mayor que el promedio del año 2014 que fue de USD 99 MM. Si bien no tenemos las cifras oficiales a fin de año, estimamos probable que se haya alcanzado la meta de colocación de USD 1,340MM estimada para el 2015. Según las autoridades del BIESS esta meta se mantendría para el 2016. Consideramos que alcanzar la meta planteada por la Administración del BIESS no será un reto fácil considerando un entorno macroeconómico de mayor incertidumbre que puede influir en la voluntad de endeudamiento de la población objetivo en este período.

Las colocaciones promedio de cartera de vivienda en la banca privada a diciembre 2015 alcanzaron un crecimiento importante (12.4%) mayor al de 2014 (11.2%) y muy superior a los años anteriores que presentaron tasas de crecimiento entre tres y cinco por ciento, a pesar de la reducción de depósitos que experimentó en ese período.

No obstante, dada la situación económica que atraviesa el país en este año, es probable que el crédito de vivienda se vea afectado también por el lado de la demanda por el incremento del desempleo y la incertidumbre.

A la banca privada le interesa crecer en créditos de vivienda, por ser un segmento de cartera con indicadores de morosidad más estables por el tiempo y volumen de financiamiento, por la ponderación para el patrimonio técnico, porque tiene garantías reales. No obstante, es un tipo de crédito que requiere fondeo de mayor plazo, condición que no tiene el sistema privado.

De acuerdo a la Resolución de la Junta, las instituciones bancarias grandes están obligadas a impulsar el crédito de vivienda, ahora llamado de interés público, que se refiere a un segmento específico con condiciones establecidas y con subsidio del Estado. Bancos como Pichincha, Pacífico e Internacional han comenzado a desembolsar créditos de vivienda de interés público pero no se ha llegado a transferir la cartera originada a los fideicomisos ya constituidos para este proceso.

Es importante tomar en cuenta que dentro del sistema bancario privado, en lo que se refiere a la cartera generada por los bancos, el monto total de créditos del sistema está también influenciado por los procesos de titularización de cartera, mediante los cuales esta sale del balance de los bancos originadores y se direcciona a fideicomisos independientes. Las titularizaciones de cartera hipotecaria vigentes suman un monto de USD 448 MM, que representa el 5.6% del total de la cartera a diciembre 2015.



En relación a la calidad de la cartera en el sistema hipotecario, según el presidente del Directorio del BIESS el índice de morosidad del BIESS en cartera hipotecaria es de 1.65% al cierre del 2014¹. No se han proporcionado datos actualizados. Bajo el supuesto de que los pagos de los préstamos hipotecarios están ligados a la relación de dependencia del trabajador y mantienen mecanismos de recuperación a través del débito directo de los roles de pagos, se podría suponer que el nivel de morosidad es más bajo que el del promedio del sistema financiero.

El indicador promedio de morosidad de la cartera de vivienda de los bancos privados a diciembre 2015 fue de 2.59% (1.90% a dic-2014), indicador que se elevó paulatinamente durante el año y se mantiene a pesar de los castigos que se realizan al finalizar el período. En general, este tipo de créditos maneja bajos indicadores de mora, debido a la clase de bien financiado, el plazo, la garantía y el análisis de crédito al que está sujeto.

Otro segmento que participa en el sistema hipotecario es el de la cartera generada por las cooperativas de ahorro y crédito. El saldo de cartera de este tipo generada por el segmento 1 a diciembre 2015 alcanzó USD 283 MM, con un incremento de 14.2% (USD 35MM anual frente a 2014, parte del cual obedece a una reclasificación del segmento de cooperativas por parte de la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria (SEPS), de forma que se incluyen más instituciones reguladas. Debido a la reclasificación e inclusión de nuevas cooperativas la información no es comparable con dic-2014, no obstante, entre enero 2015 y dic-2015, período que se mantiene la misma clasificación, el crecimiento en el segmento 1 es de 3.3% (USD 9MM)

En general el segmento de cooperativas no cuenta con fuentes de fondeo de largo plazo, la mayor parte proviene de depósitos a la vista. Un mayor crecimiento en cartera de vivienda de las cooperativas generaría mayores descalces de plazo en los balances de este tipo de instituciones.

La perspectiva del sistema hipotecario del país es más conservadora para el período 2016, debido a que es un sector estrechamente relacionado a la disponibilidad de liquidez y sensible a cambios en otros sectores como el comercial y el importador.

¹ <http://www.clave.com.ec/index.php?idSeccion=1543>



La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros NO son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS. 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 pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía 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 por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificadora emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. 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 el proceso, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para el proceso de emisión. 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. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados. .

©® BankWatch Ratings 2015.