



Ecuador  
Calificación Inicial

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

### Calificación

Clase	Calificación Otorgada
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](mailto:cordonez@bwratings.com)

Verónica Molina, MBA IP  
(5932) 292 2426 ext. 110  
[jmolina@brwratings.com](mailto:jmolina@brwratings.com)

### Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener 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, A2 y A3, por lo cual la clase A4 es la clase con mayor prelación.

El nivel de sobrecolateral acumulado es holgado en relación al saldo de los títulos, lo cual beneficia a las clases remanentes 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

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 por KPMG los años 2013 y 2014 auditados; los EEFF 2015 nuevamente son auditados por PWC. 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 junio 2016, 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, 2014 y 2015, y auditados por Pricewaterhouse-Coopers en los primeros dos años, y KPMG en los últimos tres. 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

### Terremoto y Ley de Solidaridad

La Ley Orgánica de Solidaridad y de Corresponsabilidad Ciudadana para la Reconstrucción y Reactivación de las zonas afectadas por el terremoto del 16 de abril de 2016, aprobada el 12 de mayo de 2016 por la Asamblea Nacional, establece en la disposición transitoria séptima que se diferirán al final del período originalmente pactado los pagos y cuotas de capital e intereses que correspondan a los

meses de abril, mayo y junio del 2016 por concepto de obligaciones financieras que hayan sido contraídas en el sistema financiero nacional por personas naturales o jurídicas, registradas en la respectiva entidad financiera en la provincia de Manabí, el cantón Muisne y otras circunscripciones de la provincia de Esmeraldas afectadas por el terremoto. El diferimiento de los pagos y cuotas de capital e intereses por concepto de obligaciones financieras no será sujeto de intereses moratorios ni multas. Las entidades financieras, luego del periodo de diferimiento, podrán mantener, refinanciar, reestructurar o condonar intereses y/o capital de las operaciones citadas, analizando cada caso de forma particular. En el presente informe se analiza el impacto que avizora este hecho relevante.

### Cambios administrativos y de gestión de cobranzas de la Mutualista Pichincha

El 5 de julio de 2016 la Mutualista Pichincha informa como hecho relevante la renuncia de la Gerencia General y de la Dirección de Negocios Financieros. La institución queda a cargo del anterior subgerente general, funcionario de amplia trayectoria interna y conocimiento del negocio financiero.

Por otro lado, frente a la tendencia a deteriorarse de su cartera, la Mutualista ha contratado a una empresa externa que apoyará y hará seguimiento a la gestión de cobranza con el fin de mejorarla. Se espera que dichos cambios comiencen a dar resultados a mediados del año 2017, por lo que en futuros seguimientos se podrá evaluar el avance de los cambios que se implementen y que deberían reflejarse también en la cartera administrada de las titularizaciones vigentes.

## 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 (antes de recuperación legal) de 17.70% 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 1.26MM), considerando la baja probabilidad de que los mismos se paguen a futuro según su tabla de amortización. Si se incluye en cambio un supuesto de su recuperación por vía judicial. La pérdida base a utilizarse en este análisis, sin incluir dichos créditos, llega a 8.13%.

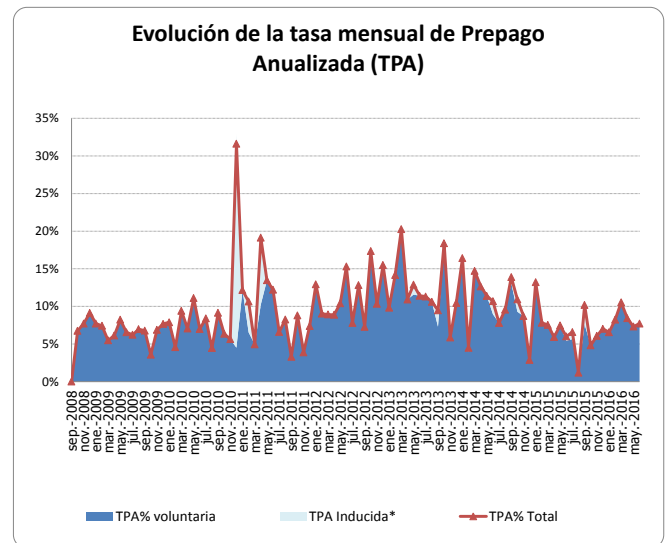
Respecto a la cartera inicial, la cartera de riesgo llega a 3.37%, pero dada la maduración del fideicomiso, la de riesgo representa el 17.25% de la cartera actual. Cabe destacar que la cartera actual representa el 19.6% de la cartera original.

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 junio 2016, se ubica en 9.31%. 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.

### 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 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.

**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 102.45% de la cartera transferida. Actualmente, las clases A4 y A5 se benefician 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
A4	60,81%	3,44
A5	60,81%	3,44

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 A4.

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 jun-2016, el saldo por pagar a la clase A5 suma USD 7.965M. 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 A4.

**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 86% 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 múltiples 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 junio-2016 representan el 5% 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, A2 y A3, la A4 es actualmente la de mayor prelación, aunque las dos clases vigentes tienen la protección del sobrecolateral acumulado, que representa el 60.80% del saldo actual de cartera. Esta cobertura permite que todas las dos 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 y la clase A3 fue cancelada en su totalidad en ene-2016. Desde esa fecha, la clase A4 entró en etapa de amortización. 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	cancelada
Tasa*	TPP-5.45%	TPP- 5%	TPP- 3.75%
Plazo legal remanente	0	0	0
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)	5.087.718	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 A4 se encuentra neto del pago realizado el primer día laborable de julio-2016 por USD 353M.

## Evolución del activo de respaldo

El Fideicomiso mantiene a la fecha de corte cartera de vivienda hipotecaria originada por Banco Pichincha por USD 12.117M, además de fondos disponibles por USD 339M, lo que genera un activo de respaldo por USD 12,456M.

	Primer Seguimiento
Fecha de análisis	ago-16
Información corte a	jun-16
Fondos Disponibles (US\$ M)	339
Saldo Cartera Titularizada (US\$ M)	12.117
<b>Total</b>	<b>12.456</b>
Número de Operaciones	793
Monto Promedio Crédito (US\$ M)	12,64
Tasa Prom POND Interés Anual (%)	10,78
Plazo Original Prom p. (meses)	168
Plazo Remanente prom p. (meses)	67
Madurez prom p. (meses)	99
CIN prom pond (%)	17,78
DAV Actual prom pond (%)	36,31
DAV Original prom pond (%)	64,37
Concentración Regional:	
Pichincha	44,5%
Guayas	10,2%
Manabí	9,5%
Cotopaxi	5,8%
Loja	5,8%
Otras Provincias (<4%)	16,6%
TPA Promedio Plazo Emisión	9,31%

\* 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.

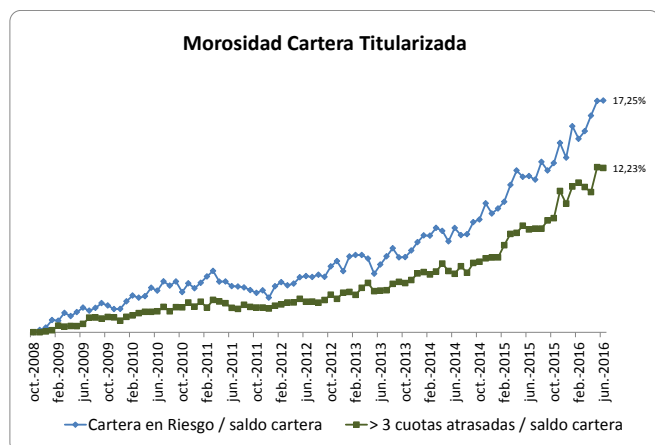
La cartera del Fideicomiso es madura, ya que en promedio muestra más de siete años de tiempo transcurrido desde su emisión. Este indicador favorece las expectativas de que la calidad de la cartera se mantenga en niveles similares a los actuales, y se refleja también en una mayor cobertura del saldo de 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 67 meses, valor menor que el plazo promedio ponderado de vencimiento legal de las clases emitidas (92 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.



La cartera titularizada muestra una morosidad de tendencia creciente; el fideicomiso tiene 77 operaciones demandadas, que suman USD 1.2MM, adicionalmente incorpora 4 créditos con más de seis

cuotas vencidas que no están en proceso judicial por USD 53M. Cabe destacar que 15 créditos (USD 185M) se vieron beneficiados por la Ley de Solidaridad (tres meses de gracia), tras el terremoto de abril.

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 3.37%, indicador que compara favorablemente con la calidad histórica de colocación del originador.

**Mutualista Pichincha (Originador y Administrador de Cartera)**

Mutualista Pichincha 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 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. 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 75% de activos netos del Sistema de Mutualistas. Comparado con el Sistema de Bancos Privados, la Mutualista ocuparía la posición número 10.

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.

La Institución tiene una cobertura en 13 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. La recaudación de la cartera fideicomitida es transferida diariamente a la cuenta del Fideicomiso.

En el informe de la calificación inicial, disponible en [www.bankwatchratings.com](http://www.bankwatchratings.com), se analizaron las políticas y procedimientos de originación y cobranza del Originador.

Como se indicó en dicho informe, para las nuevas operaciones 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.

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.

Como se indica en los hechos relevantes de este informe, frente a la tendencia a deteriorarse de su cartera, la Mutualista ha contratado a una empresa externa que apoyará y hará seguimiento a la gestión de cobranza con el fin de mejorarla.

### **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 Produfondos 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 Produfondos, 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 y custodio. 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**

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.

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

Valores	Fecha última calificación	Calificador a	Calificación
FIMUPI 4	29/02/20416	ICRE	A4: A+; A5 A+
FIMUPI 5	31/08/20416	BWR	A4: AAA; A5 AAA
FIMUPI 6	29/02/20416	ICRE	A3: AAA, A4: AAA; A5: AAA
FIMUPI 8	31/08/20416	BWR	A2: AAA; A3: AA+; A4: B+; A5: B+
FIMUPI 9	31/08/20416	BWR	A1: AAA ;A2: AAA-; A3: AA; A4: B+; A5: B+
FIMUPI 10	31/08/20416	BWR	A1: AAA ;A2: AA-; A3: A-; A4: B+; A5: B+

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	1,806	12.6%	22.6%
COOPERATIVAS **	248	342	37.8%	4.3%
MUTUALISTAS	196	213	8.9%	2.7%
SOC. FINAN.	1.3	0.6	-55.5%	0.01%
BANCA PUBLICA	8.2	5.10	-38.0%	0.06%
<b>TOTAL SFN</b>	<b>2,058</b>	<b>2,367</b>	<b>15.0%</b>	<b>29.7%</b>
BIESS *	4,108	5,283	28.6%	66.2%
TITULARIZACIONES	584	330	-43.4%	4.1%
<b>TOTAL SISTEMA</b>	<b>6,750</b>	<b>7,980</b>	<b>18.2%</b>	<b>100%</b>

Fuente: Estadísticas BCE/ BIESS / SBS

Elaboración: BWR

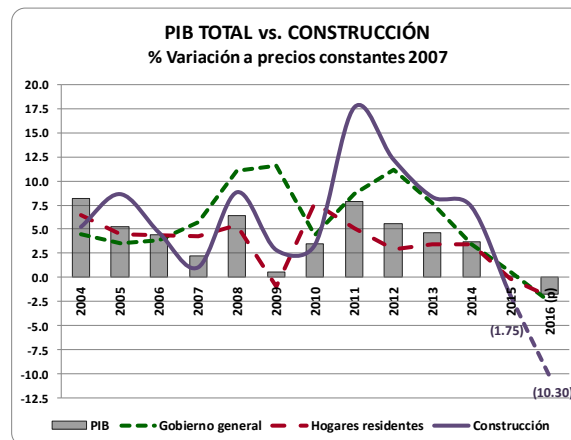
Nota: Por falta de información, los datos del BIESS corresponden al monto acumulado de las colocaciones mensuales desde octubre de 2010 a dic-2015, sin descontar la amortización de la cartera.

Luego de un período de crecimiento de la economía de alrededor del 4.6% promedio (2008-2014), la economía ecuatoriana se desaceleró fuertemente en 2015 (0.2% de crecimiento del PIB en términos constantes) y para 2016 las estimaciones nacionales e internacionales coinciden en una contracción de la economía que va desde el -1.7% del Gobierno, hasta el -4.5% del FMI. De acuerdo al Banco Central, en el primer trimestre del 2016 la economía se habría contraído en 3% interanualmente.

El País se ha visto afectado por una disminución fuerte en los precios del petróleo, una contracción de ingresos de las exportaciones derivada de la apreciación del dólar en el mercado internacional y reservas internacionales escasas para afrontar esta situación. El crecimiento de los últimos años ha estado influido de forma importante por el gasto y las inversiones del gobierno, que ahora han tenido que reducirse debido a la dificultad en conseguir financiamiento.

La construcción ha sido uno de las actividades más dinámicas de la economía ecuatoriana durante el período expansivo (creció en promedio al doble del PIB con una tasa de 8.6% promedio en los últimos 7 años anteriores al 2015). Para el año 2015 la previsión oficial indica una caída de -1.7% en términos constantes, y para 2016 la misma estima que se contraiga en -10.3%. Como referencia se indica que entre enero y julio del 2016 las ventas de cemento gris en toneladas se han reducido en 17.7% respecto al mismo período del año anterior.<sup>1</sup>

**Analista:**  
 Carlos Ordóñez, CFA.  
 (5932) 292 2426 ext. 105  
[cordonez@bwratings.com](mailto:cordonez@bwratings.com)



Fuente: Estadísticas BCE

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 los años 2014 y 2015 se colocaron créditos hipotecarios por USD 1,190 MM y USD 1174 MM, respectivamente. A la fecha no se dispone de datos públicos sobre las colocaciones del 2016.

**Fecha elaboración:** Agosto-2016

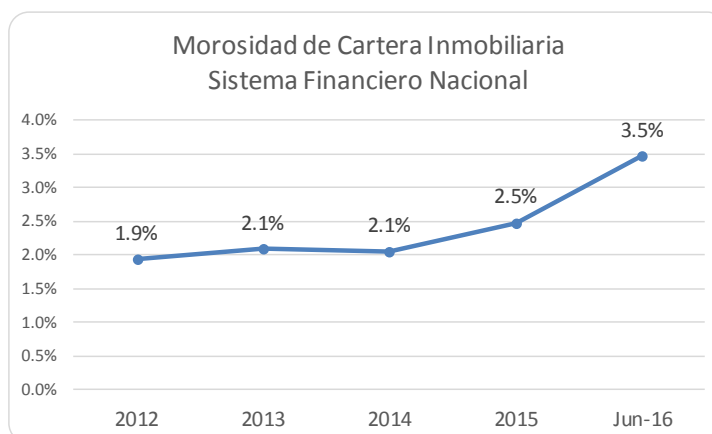
<sup>1</sup> Instituto Ecuatoriano del Cemento y del Hormigón, [www.inecyc.org.ec](http://www.inecyc.org.ec).



Con respecto al sistema financiero, los bancos privados son las entidades más importantes, con el 78.4% de participación en la cartera inmobiliaria del sistema financiero nacional. Las cooperativas de ahorro y crédito mantienen el segundo lugar con un 13.7%, y en general financian a un sector de menores recursos con créditos promedio de menor valor.

A pesar de la reducción de la liquidez en la economía y en el sector financiero entre el primer semestre del 2015 y el primero del 2016, el saldo de cartera inmobiliaria del sistema financiero nacional creció interanualmente en 15% y 6.9%, respectivamente. 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 mayor incertidumbre. Cabe indicar también que el último porcentaje está distorsionado por la precancelación de una titularización hipotecaria, con cartera que regresó al balance de su originador y que representa aproximadamente la mitad de dicho porcentaje.

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, por su naturaleza genera un mayor descalce de plazos entre su activo y su pasivo.



Fuente: Superintendencia de Bancos  
Elaboración: BWR

En relación a la calidad de la cartera inmobiliaria del sistema financiero, esta muestra una tendencia a incrementarse, aunque se mantiene por debajo del promedio de todos los segmentos de crédito, lo cual ha sido característico del sistema históricamente.



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 2016.