



Ecuador
Cuarto seguimiento

Titularización Hipotecaria de Mutualista Pichincha 8, FIMUPI 8 Valores TCIMUPI 8

Calificación

Clase	Calificación actual	Calificación anterior	Último Cambio
A2	AAA	AAA	NC
A3	AAA	AA+	23/02/2018
A4	B+	B+	NC
A5	B+	B+	NC

Calificación Actual: Calificación otorgada en el último comité de calificación.

Calificación Anterior: Calificación del valor hasta antes de que se diera el último cambio de calificación.

Último Cambio: Fecha del Comité de Calificación en el que se decidió el cambio de calificación.

NC: No registra cambio de calificación; N/A: No aplica

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:** Mutualista Pichincha
- **Administrador Cartera:** Mutualista Pichincha
- **Agente de Manejo:** ANEFI S.A.

Contactos:

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

Verónica Molina, MBA IP.
(5932) 226 9767 ext. 108
jmolina@bwratings.com

Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de ‘AAA’ a la clase A2 y de ‘B+’ a las clases A4 y A5; y elevar a ‘AAA’ desde ‘AA+’ a la clase A3.

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 creciente de mecanismos de garantía: Si bien la subordinación es el mecanismo de garantía más importante a la fecha, el Fideicomiso ha logrado acumular un sobrecolateral que fortalece la capacidad de pago de las clases frente a la estructura inicial.

La clase A2 es actualmente la clase con mayor prelación y por tanto la que mantiene mayor fortaleza financiera. Su calificación refleja la alta protección crediticia existente, que permite que esta se pague en tiempo y forma aún en escenarios de estrés elevado.

La clase A3 posee niveles holgados de cobertura, pues se ha consolidado en el tiempo; de manera que podría cumplir los pagos dentro de su plazo legal, aún bajo escenarios de estrés. Su calificación actual reconoce el fortalecimiento de su capacidad de pago.

En el caso de las clases A4 y A5, estas son las de mayor subordinación por lo que su fortaleza crediticia proviene principalmente del sobrecolateral acumulado a la fecha y del margen de interés neto que se genera mensualmente y que permite que en el tiempo la cobertura incremente. Estas clases son las que mayor sensibilidad muestran ante deterioros de la cartera y variaciones en las tasas de prepago, aunque la calificación refleja la expectativa de que estas clases se paguen dentro de su plazo legal, de mantenerse una evolución normal de la calidad de la cartera.

El modelo de flujo de caja analizado considera que el capital de la clase en amortización tiene prelación sobre el interés ordinario de las subordinadas, por lo cual en el evento de que el interés neto de gastos operativos y financieros fuese negativo, el Fideicomiso no podría cubrir el faltante de las clases subordinadas con el capital recaudado. Cabe indicar que esta situación únicamente se presenta en escenarios de estrés elevados.

Calidad de la cartera titularizada: La cartera titularizada está altamente diversificada por emisor y corresponde a créditos hipotecarios de vivienda originados por Mutualista Pichincha. A la fecha de corte los créditos con una mora mayor a 90 días representan 8.70% del total.

Opinión legal favorable sobre estructura: Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio autónomo. Hemos recibido confirmación escrita por parte de la Fiduciaria de haber recibido físicamente todos los documentos de crédito que respaldan las operaciones transferidas al Fideicomiso.



Presentación de Cuentas

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

- Contrato del Fideicomiso y demás documentos legales pertinentes.
- Estados financieros del Fideicomiso al 2012 auditados por la empresa Pricewaterhouse-Coopers, estados financieros del Fideicomiso al 2013, 2014 y 2015 auditados por KPMG, y estados financieros al 2016 auditados por Pricewaterhouse-Coopers. 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 2017, 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-2016 y diciembre-2017, 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, 2015 y 2016; auditados por Pricewaterhouse-Coopers en los primeros dos años, KPMG en los siguientes tres, y BDO en el último año. 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-2017 y de las políticas actuales de originación y cobranzas.

Entorno Económico y Riesgo Sectorial

Por favor remitirse al anexo 1.

Hechos Relevantes y Subsecuentes

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 de deteriorarse que muestra la cartera en 2015 y 2016, la Mutualista contrató una empresa externa que apoya y da seguimiento al proceso de cobranza.

A partir de febrero de 2017 la Mutualista contrató un nuevo Jefe de Cobranzas y tres gestores. Adicionalmente, en agosto-2017, la Mutualista Pichincha contrató un abogado que se encarga del seguimiento de la gestión de cobranzas de los fideicomisos. La calificadora encuentra positivas estas incorporaciones puesto que si bien los niveles de morosidad del Originador todavía se encuentran altos (6.8%), estos han disminuido frente a los mostrados a fines de 2016 (7.7%) y en el primer semestre del 2017 (8.5%).

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.

El análisis de la cartera de vivienda colocada por Mutualista Pichincha desde 2005 hasta diciembre 2015 muestra un perfil de riesgo mayor al promedio de las instituciones financieras locales medianas y grandes calificadas por BWR, lo cual se refleja en un mayor porcentaje de deterioro en el tiempo.

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 14.83% del saldo insoluto actual, dicho porcentaje se encuentra influenciado por la reducción del saldo insoluto de la titularización. Si se calcula la pérdida en relación al saldo inicial transferido al Fideicomiso, esta sería de 4.08%.

A la fecha de corte la cartera con más de tres cuotas vencidas representan el 8.70% de la cartera total.

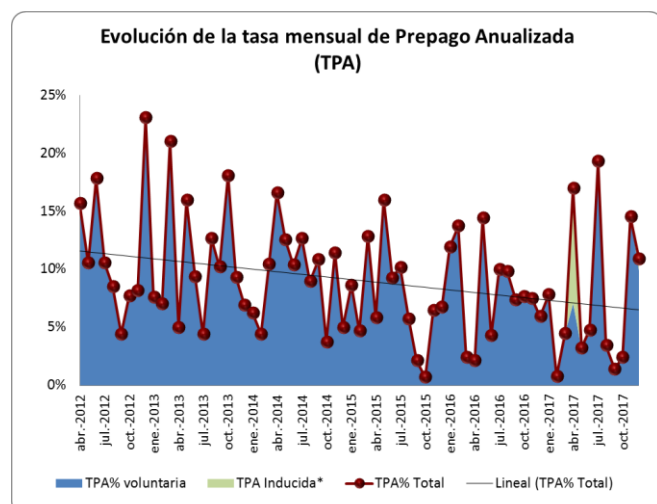
Del flujo proyectado de la cartera se excluye a los créditos demandados y/o con seis o más cuotas vencidas, considerando la baja probabilidad de que los mismos se paguen a futuro según su tabla de amortización. Si se incluye en cambio un supuesto de su recuperación por vía judicial. La pérdida base a utilizarse en el presente análisis sobre el saldo

insoluto actual, sin incluir dichos créditos, llega a 7.14%. Cabe indicar que para la proyección del flujo teórico de la cartera se excluyen créditos por USD 821.9M, de los cuales el 75.78% corresponde a operaciones con fideicomisos en garantía.

Existieron 16 créditos que se acogieron a la Ley Orgánica de Solidaridad y de Corresponsabilidad Ciudadana para la Reconstrucción y Reactivación de las zonas afectadas por el terremoto de 16 de abril de 2016, de los cuales nueve han regularizado su estado, uno se precanceló y seis presentan más de seis cuotas vencidas (7.6% del total de créditos demandados).

El modelo de flujos considera también un supuesto de recuperación parcial de los créditos en mora, a través de la acción legal correspondiente a un tiempo estimado de 44 meses. El porcentaje de recupero es estresado de acuerdo al escenario de calificación.

Prepago de la cartera



*La TPA Inducida representa el monto de ventas de cartera al originador realizadas por el Fideicomiso, que históricamente ha sido 0%.

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 tasa promedio de prepago anual (TPA) de la cartera a dic-2017 se ubica en 9.02%. En la gráfica se puede apreciar que el porcentaje de prepago total fluctúa mensualmente. En abril de 2017 ocurrió una venta de cartera debido a problemas en su

documentación al originador por USD 106M, de los cuales el 86% tenían dos o más cuotas vencidas.

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.

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, en su momento recibió físicamente los documentos de crédito, y la propiedad de los documentos ha sido transferida al fideicomiso sin reserva de ninguna clase.

Un resumen de las principales características de la estructura puede encontrarse en el informe de calificación inicial disponible en nuestra página web, www.bankwatchratings.com.

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, A1 y Alpha; una subordinación de la Clase A4 respecto de las Clases A3, A2, A1 y Alpha; una subordinación de la Clase A3 respecto de las Clases A2, A1 y Alpha; una subordinación de la Clase A2 respecto de la Clase A1 y Alpha; y finalmente una subordinación de la clase A1 respecto a la clase Alpha.

La presente titularización se ha fortalecido desde el inicio de la etapa de amortización, acumulando un sobrecolateral de cartera, que a la fecha de corte representa en su conjunto el 20.76% de la cartera transferida. Adicionalmente, las clases A2 y A3 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 estimada, con los mecanismos de garantía existentes a la fecha de corte para cada clase.

		14.83%
Clase	Mecanismos de garantía / (cartera+f. disp)	Cobertura pérdida base (veces)
A2	70.87%	4.78
A3	47.29%	3.19
A4 y A5	20.76%	1.40



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

Se espera que esta cobertura muestre una tendencia a incrementarse por la generación mensual de interés de la cartera, que es superior a los gastos operativos y financieros del Fideicomiso.

El exceso de interés se utiliza actualmente para acelerar la amortización de la clase vigente con mayor prelación, que actualmente es la A2.

Gastos de operación

Los gastos de operación del Fideicomiso están compuestos principalmente por los honorarios de administración de cartera, comisiones del agente de manejo, honorarios del servidor maestro, 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) por USD 1,324,384.49 de los cuales el 67.39% corresponde a la porción variable en relación al volumen de cartera o activos que maneja el Fideicomiso, y está conformada por las comisiones y honorarios del agente de manejo y del servidor maestro, así como por la tarifa de administración de cartera, y la renovación del registro del Fideicomiso en el registro de la Bolsa de Valores.

Hasta el momento los gastos de operación se han mantenido por debajo de los niveles proyectados al inicio de la titularización.

Para motivos de análisis se considera una proyección de gastos operativos fijos de USD 7,018.37 mensuales y gastos variables equivalentes al 0.7836% anual del saldo de cartera.

Sensibilizaciones al flujo de caja

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

La principal fuente de recursos del Fideicomiso es la cartera fideicomitida, cuyos flujos se modelan, ajustándolos por distintos niveles de pérdida bruta, recuperación legal y prepago, de acuerdo a 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 al orden de prelación establecido, para el

pago de capital e intereses de cada una de las clases de la presente titularización.

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 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.

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, si se ha establecido fechas de vencimiento legal. En el modelo de flujos se evalúa la capacidad de pago de la titularización, así como el cumplimiento del plazo legal antes indicado, bajo el escenario de estrés consistente con su calificación.

El modelo de flujo de caja analizado considera la prelación establecida en el contrato del Fideicomiso, que impide que el capital recaudado se utilice para cubrir faltantes de interés de una clase distinta a la preferente. Si bien en condiciones normales este hecho no tendría un impacto directo en la capacidad de pago de las clases, en escenarios de estrés elevados sí lo tiene, fortaleciendo las clases con mayor prelación y generando el efecto contrario en las más subordinadas.

Con respecto al riesgo de contraparte, el Fideicomiso mantiene fondos disponibles a dic-2017, que representan el 2.34% del activo total en una cuenta a 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 las condiciones al momento de la emisión debido al aporte del exceso de interés mensual, que en etapa de amortización se utiliza para acelerar el pago de la clase preferente, generando así un sobrecolateral creciente en el tiempo. También aporta a la fortaleza de la estructura la madurez de la cartera. Las clases A2 y A3 se benefician además de la subordinación

entre clases, lo cual permite que estas puedan soportar un escenario de estrés mayor.

La clase A2 al momento es la más sólida, ya que ha logrado fortalecerse a través de los mecanismos de garantía, tal como son la prelación y la sobrecolateralización que se acumula con el paso del tiempo, dichos factores permiten que esta clase no sea sensible a variaciones importantes en los niveles de prepago y morosidad.

La clase A3 también se beneficia de un fuerte colateral, motivo por el cual no se ve afectada por variaciones en los niveles de prepago dentro de un escenario consistente con su calificación, sin embargo, es sensible a aumentos en la morosidad y en niveles de estrés superiores, con tasas bajas de prepago, su plazo legal resulta ajustado.

Finalmente, las clases A4 y A5 son las de mayor subordinación, por lo cual su capacidad de pago es sensible a niveles de morosidad elevados y tasas de prepago elevadas, que reducirían la generación de interés y la consiguiente acumulación de sobrecolateral en el tiempo.

Evolución de la Titularización

Clase	Clase Alpha	A1	A2
Monto Emitido (USD)	1,000,000	15,800,000	8,100,000
Saldo Insoluto (USD)	Cancelado	Cancelado	2,965,172
Tasa de interés*	Nota 1	TPP- 5.45%	TPP- 5%
Plazo remanente	-	-	40 meses
Fecha de emisión	23-mar-12	23-mar-12	23-mar-12
Fecha venc. legal	16-ene-14	16-ago-17	16-oct-20
Autorización SIC	Q.IMV.2012.1403 del 15 de marzo de 2012		

Clase	A3	A4	A5
Monto Emitido (USD)	2,400,000	2,699,000	1,000
Saldo Insoluto (USD)	2,400,000	2,699,000	1,000
Tasa de interés*	TPP- 3.75%	TPP- 2.65%	Nota 2
Plazo remanente	57 meses	99 meses	100 meses
Fecha de emisión	23-mar-12	23-mar-12	23-mar-12
Fecha venc. legal	16-mar-22	16-sep-25	16-oct-25
Autorización SIC	Q.IMV.2012.1403 del 15 de marzo de 2012		

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

Nota 1: La clase Alpha recibe un interés extraordinario durante los primeros 15 meses de resultado positivo contados a partir del segundo mes de iniciada la etapa de amortización y un rendimiento ordinario del 5% durante la etapa de reposición.

Nota 2: Los tenedores de la clase A5 percibirán un rendimiento que será el resultado de los excedentes del Fideicomiso, una vez atendidos los gastos de intereses y otros cargos que mes a mes registre el Fideicomiso.

El 27 de marzo de 2012, el Fideicomiso realizó la emisión de los valores de contenido crediticio denominados TCIMUPI 8, distribuidos en las clases Alpha, A1, A2, A3, A4 y A5, por un total de USD 30MM. La titularización no contó con una etapa de reposición y arrancó directamente con la etapa de amortización.

Las obligaciones por compra de cartera que poseía el fideicomiso con el originador ascendían a USD

189,640.04 a inicios de la titularización y se cancelaron completamente en agosto de 2012.

En diciembre 2013 se completó la amortización de la de la clase Alpha, cumpliendo así con el plazo legal establecido. La clase A1 inició su amortización en junio de 2012 y completó su amortización en febrero de 2016, también dentro de su plazo legal.

La clase A2 inició su amortización en febrero de 2016 y al momento posee un saldo que representa el 37% del monto original.

Las clases A3 y A4 continúan 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.

A continuación se detallan las fuentes y usos de los fondos disponibles del fideicomiso desde su fecha de constitución.

GENERACIÓN DE FONDOS DISPONIBLES (USD Miles)		
	Efectivo inicial (diciembre-2016)	238,732
(+)	Capital recuperado	2,236,563
	Flujo Proveniente de Capital	2,236,563
(+)	Interés recaudado (cartera+otros)	1,239,242
(-)	Gastos netos del fideicomiso	(186,387)
(-)	Interés ordinario pagado a clases Alpha, A1, A2, A3 y A4	(667,154)
	Flujo Proveniente de Exceso de Interés	385,701
	Efectivo Generado por Capital e Interés	2,622,264
(-)	Capital pagado a clases*	(2,606,587)
	Efectivo final (diciembre-2017)	254,409

Como se puede apreciar en el cuadro anterior, la Fiduciaria ha administrado los recursos provenientes de la recaudación de la cartera principalmente para el pago de interés y capital de las clases emitidas, de acuerdo a la prelación establecida.

Evolución del activo de respaldo

El activo de la titularización se compone principalmente de fondos disponibles por USD 254M y por 449 operaciones de cartera inmobiliaria originada por Mutualista Pichincha, por USD 9.9MM.

La cartera muestra una diversificación geográfica adecuada, aunque las provincias de Pichincha y Guayas son las de mayor participación, reflejo de la importancia de estas dos plazas dentro de la economía del país. Alrededor del 73% de la cartera titularizada está respaldada con fideicomisos en garantía.

La cartera del Fideicomiso es madura, ya que en promedio tiene más de 6.5 años de tiempo transcurrido desde su emisión. Este indicador favorece las expectativas de que la calidad de la cartera se mantenga cerca de los niveles actuales, y se refleja también en una mayor cobertura del saldo de la deuda con la garantía frente a los niveles iniciales, que mejora la voluntad de pago y los

prospectos de recuperación de créditos en mora por la vía legal.

	Calif Original	Seguimiento 4
Información corte a	dic-15	dic-17
Fecha de análisis	feb-16	ene-18
Fondos Disponibles (US\$ M)	296,990	254,409
Saldo Cartera Titularizada (US\$ M)	14,757,049	9,924,146
Total	15,054,038	10,178,555
Número de Operaciones	614	449
Monto Promedio Crédito (US\$ M)	24,034	22,103
Tasa Prom Ponderada Interés Anual (%)	10.78%	10.78%
Plazo Original Prom p. (meses)	154	162
Plazo Remanente prom p. (meses)	98	81
Madurez prom p. (meses)	56	78
CIN prom pond * (%)	17.99%	17.76%
DAV Actual prom pond (%)	45.94%	40.55%
DAV Original prom pond (%)	61.83%	62.12%
Concentración Regional:		
Pichincha	36.1%	37.7%
Guayas	18.3%	18.5%
Azuay	14.4%	14.5%
Manabí	10.3%	9.9%
Otras Provincias (<3%)	21.0%	19.5%

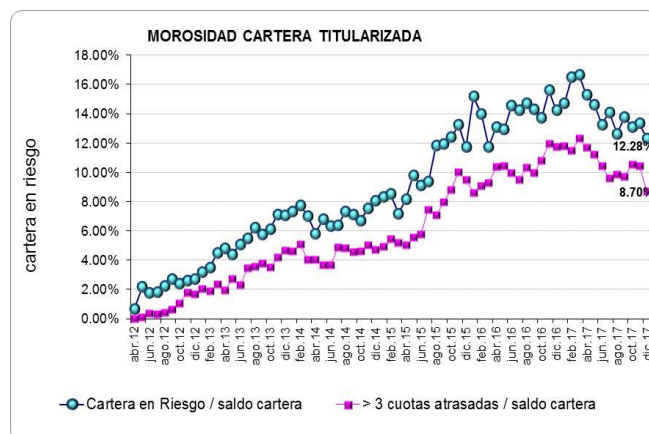
* Para este cálculo se excluye a cartera conformada por deudores con ingresos reportados inferiores a USD 370 y mayores a USD 15,000.

Con respecto al indicador de cuota / ingreso (CIN), se mantiene en niveles conservadores, aun luego de excluir del cálculo a los deudores reportados con ingresos bajos y mayores a USD 15,000.

Puesto que la estructura se encuentra en etapa de amortización, se espera que bajo circunstancias normales no entren nuevos créditos al Fideicomiso, con excepción de que se den condiciones específicas relacionadas a un prepago y tasas de morosidad elevadas, hecho que no se ha presentado.

El plazo promedio remanente de la cartera es de 81 meses, valor superior al plazo promedio de vencimiento legal de las clases emitidas (60 meses). El descalce en plazos es pequeño y se compensa con el nivel de sobrecolateral acumulado y el aporte en el tiempo del exceso de interés.

Con respecto a la tasa de interés promedio ponderada de la cartera (TPP), esta se ha mantenido constante desde el momento de la emisión. La fórmula de reajuste de las clases emitidas con respecto a la TPP protegería 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.



La cartera titularizada posee niveles de morosidad altos, debido tanto a la reducción del saldo de la cartera como a un deterioro rápido de su calidad. La cartera en riesgo de la titularización representa el 4.08% del saldo de cartera inicialmente transferida.

Frente a dic-2016, la cartera del balance de Mutualista Pichincha mejora, pues el indicador de morosidad se redujo a dic-2017.

Al momento existen dentro del Fideicomiso créditos con garantía hipotecaria en proceso de demanda judicial por un monto de USD 821,922.51 y USD 510,532.83 en proceso legal de recuperación. El monto agregado de estas operaciones representa el 8.3% del saldo actual de la cartera.

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 fideicomitida, 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 73.3% de activos netos 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 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, 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 apoya y da seguimiento a la gestión de cobranza con el fin de mejorarla.

Administradora de fondos y fideicomisos ANEFI 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 2017 según los balances internos del agente de manejo, posee un patrimonio neto de USD 1.103M, y actualmente administra 15 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 ejerciendo 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. Adicionalmente, CTH mantiene sus funciones de agente de pago y custodio en este fideicomiso. Dada la experiencia de CTH en la gestión de fideicomisos de titularización hipotecaria, el aporte de esta institución se considera positivo. Las funciones de apoyo 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 seis se encuentran vigentes:

Valores	Fecha Última Calificación	Calificador a actual	Última Calificación
MUPI 5	23/02/2018	BWR	A5: AAA
MUPI 6	31/08/2017	ICRE	A4: AAA, A5: AAA
MUPI 8	23/02/2018	BWR	A2: AAA, A3:AAA, A4 y A5: A-
MUPI 9	23/02/2018	BWR	A2: AAA, A3:AA, A4 y A5: B+
MUPI 10	23/02/2018	BWR	A1: AAA, A2:AA- A3:A-, A4 y A5: B+

Ecuador

Entorno Económico y Mercado Hipotecario

CARTERA DE VIVIENDA				
TOTAL CARTERA BRUTA				
(en MM USD)	sep-16	sep-17	crec. anual.	% Part.
BANCOS	1,964	2,083	6.1%	21.2%
COOPERATIVAS *	335	397	18.8%	4.0%
MUTUALISTAS	220	264	20.3%	2.7%
SOC. FINAN.	0.8	0.5	-41.8%	0.0%
BANCA PUBLICA	3.17	0.01	-99.6%	0.0%
TOTAL SFN	2,522	2,745	8.8%	27.9%
BIESS *	6,047	6,938	14.7%	70.5%
TITULARIZACIONES	330	163	-50.6%	1.7%
TOTAL SISTEMA	8,900	9,847	11%	100%

*Segmento 1 y 2.

Fuente: Estadísticas BCE/ BIESS / SBS

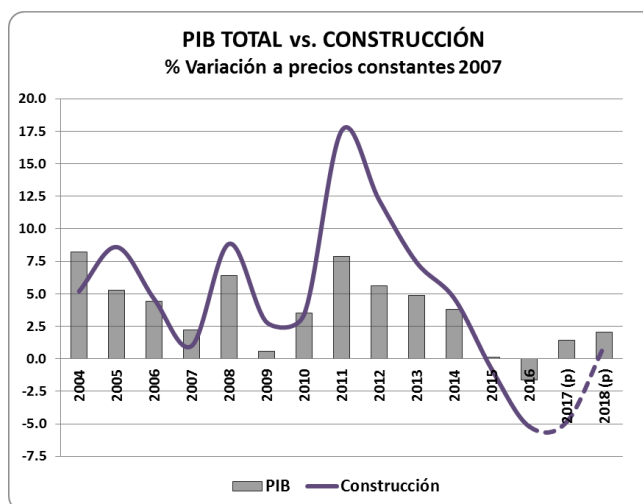
Elaboración: BWR

* Segmento 1 y 2

** Por falta de información, los datos del BIESS corresponden al monto acumulado de las colocaciones mensuales desde octubre de 2010 a ago-2016, sin descontar la amortización de la cartera.

Luego de un período de crecimiento (2008-2014), la economía ecuatoriana se desaceleró para 2015 y entró en una etapa recesiva (2016) de la cual saldría en 2017, cuando el crecimiento sería de 1.42%, de acuerdo al BCE; sin embargo, las previsiones de organismos internacionales son menores: CEPAL (0.3%) Y FMI (0.7%). De cualquier manera, en el segundo semestre de 2017 la economía se muestra más dinámica y las perspectivas de los agentes económicos son más positivas que un año atrás.

Indudablemente, como economía dependiente del petróleo, el País se ha visto afectado por la disminución en sus precios; en consecuencia, el gobierno ha reducido su gasto no corriente y sus inversiones. Dicha situación afecta de manera directa al sector de la construcción, que cayó en promedio -6.2% durante los últimos tres años. El sector de la construcción es sensible al entorno macro, debido a su uso intensivo en capital y mano de obra, y por el lado de la demanda responde a inversiones de plazo medio y largo; de manera que es la primera industria en verse afectada durante etapas contractivas y la última en recuperarse.



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, pese a que para 2017 sus niveles de colocación total se han reducido alrededor del 40% frente al año precedente.

En el sistema financiero, los bancos privados son las entidades más importantes, con el 75.9% de participación en la cartera inmobiliaria del sistema financiero nacional. Las cooperativas de ahorro y crédito mantienen el segundo lugar con un 14.5%, y en general financian a un sector de menores recursos con créditos promedio de menor valor.

Analista:
Jeanneth Molina
(5932) 292 2426 ext. 110
jmolina@bwratings.com

Fecha elaboración: Dic-2017

La JPRMF mediante resolución No. 045-2015-F, expidió en abril del 2015 la Política para el financiamiento de vivienda de interés público. El principal objetivo de esta ley es la otorgación de créditos de menos de 70.000 dólares a un plazo mayor o igual a 20 años para la compra o construcción de una primera vivienda, cuyo valor por metro cuadrado sea menor de 890 dólares. Estos créditos se conceden a través del sector financiero público o privado con la finalidad de transferir la cartera generada a un fideicomiso de titularización en el que participa el Banco Central del Ecuador. A sep-2017, los saldos de la cartera de interés social aún resultan acotados, y no existen proyectos de gran magnitud a nivel estatal para impulsarla.

Frente a sep-2016, el saldo de cartera inmobiliaria del sistema financiero nacional creció interanualmente en 8.8%, mostrando repunte a partir de junio de 2017. Evidenciando mayor confianza en la economía, pues en 2016 hubo impacto también por el lado de la demanda por el incremento del desempleo y la mayor incertidumbre.

A la banca privada le interesa crecer en créditos de vivienda, por ser un segmento con indicadores de morosidad más estables por el tiempo y volumen de financiamiento, por la ponderación para el patrimonio técnico, y porque tiene garantías reales. No obstante, por su naturaleza genera un mayor descalce de plazos entre su activo y su pasivo.

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 2017.