

Ecuador – Títulos con respaldo de  
créditos hipotecarios  
Análisis de Riesgo

Segundo seguimiento.

## **Asociación Mutualista de Ahorro y Crédito para la Vivienda “Pichincha”**

Fideicomiso Mercantil FIMUPI1

### **Ratings**

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior
Títulos		
Clase A1	AAA	AAA
Clase A2	AA	AA
Clase B	B	B

Outlook estable

### **Contactos**

Samuel Fox  
(312) 606 2307  
[Samuel.fox@fitchratings.com](mailto:Samuel.fox@fitchratings.com)

Juan Pablo Gil L.  
(56 2) 206 7171 ext. 25  
[juanpablo.gil@fitchratings.cl](mailto:juanpablo.gil@fitchratings.cl)

Patricia Pinto  
(593) 2 2222 323  
[pintop@uio.satnet.net](mailto:pintop@uio.satnet.net)

Carlos Ordóñez  
(593) 2 2548 393  
[carlos.ordonez@bankwatchratings.com](mailto:carlos.ordonez@bankwatchratings.com)

Información a: junio 2006

### **Fundamentos de la Calificación**

Los títulos emitidos Clase A1, A2 y B que conforman el Fideicomiso Mercantil FIMUPI1 han sido clasificados en categoría AAA, AA y B, respectivamente.

La estructura de esta titularización contempla una etapa de reposición de hasta 60 meses, la cual tuvo una duración de dos meses. La etapa de reposición terminó en septiembre 05, fecha en la cual se inició la etapa de amortización de todas las clases y a partir de la cual ya no existe la posibilidad de comprar nueva cartera. Por lo tanto, la cartera a partir de esa fecha, será la que permanece como activo de respaldo de los títulos hasta su liquidación total.

El activo subyacente está conformado por una cartera compuesta por 1,610 créditos hipotecarios originados por Mutualista Pichincha, con un saldo insoluto de USD 24,128,934.07 al 30 de junio de 2006 y una tasa de interés promedio ponderada de 12.39%.

La morosidad total de la cartera (incluye saldo de capital de los créditos que mantienen desde 1 cuota vencida) ha experimentado una tendencia creciente, la cual pasó de 8.99% al momento de la emisión (junio 05) a 14.03% a junio 2006. El tramo de los créditos con una mora mayor a 90 días (incluye saldo de capital de los créditos que mantienen más de 3 cuotas vencidas) muestra también una tendencia a incrementarse aunque se mantiene bajo el 1%. A la fecha no se han liquidado garantías en remates, por lo cual la cartera no acumula pérdidas.

Con respecto a los prepagos parciales y/o totales de la cartera, hasta junio de 2006, estos suman USD 2,529,842.31 lo que representa un 8.92% del saldo insoluto de la cartera transferida al patrimonio autónomo al inicio del fideicomiso. La TPA (tasa prepagado anual, base 360) promedio, en base al saldo

**Noviembre de 2006**

# BankWatchRatings

insoluto, desde el momento de colocación de los títulos alcanza un 9.97%.

A la fecha analizada, de los fondos recaudados por concepto del capital del colateral, el 11.66% se destinó a recompra de cartera (hecho que se realizó en agosto y septiembre 05) y el 88.34% al pago de capital de los títulos. Desde el inicio de la etapa de amortización en octubre 05, el 100% del capital recuperado ha sido utilizado para amortizar el capital de los bonos. Por lo tanto, a la fecha de análisis el saldo insoluto de capital del colateral es igual al saldo insoluto de los bonos.

El exceso de intereses después de pagar intereses de los títulos y gastos operativos está siendo utilizado para pagar gradualmente la deuda al originador generada en la compra inicial de cartera.

Los flujos del colateral están siendo utilizados de acuerdo a lo establecido en la escritura de constitución del fideicomiso, excepto por la distribución de la amortización de los dos tramos de la clase A1. Esta excepción, en este fideicomiso en particular no tiene implicaciones importantes.

Como se ha expuesto anteriormente, el premio pagado en la compra inicial de la cartera de USD 1.159.186 (establecido en el contrato de fideicomiso), generó un resultado neto negativo; no obstante, este gasto se activó y está siendo amortizado por los resultados netos positivos que genera el fideicomiso y que corresponde a los intereses extraordinarios a los que tiene derecho la clase B. Al 30 de junio 06, el saldo por amortizar asciende a USD 515,166.28.

Este valor, sumado a los intereses por cobrar transcurridos antes de la transferencia de la cartera al fideicomiso, equivalente al 0.62% del monto transferido, genera una deuda al originador por USD 1.309.775.32. Tal como se menciona en párrafos anteriores, la deuda al originador se está cancelando con el flujo neto de interés de la cartera, luego de pagar los gastos operativos y los intereses de los títulos. Al 30 de junio 06 queda un saldo por pagar al originador de USD 744,988.72. Por lo dicho anteriormente y de acuerdo a lo establecido en el contrato del fideicomiso, al momento no existen excedentes de flujo hasta que se termine de pagar la deuda al originador, ni intereses extraordinarios para realizar una amortización acelerada de las clases preferentes.

El análisis de los flujos muestra que el calce de plazos entre la cartera colateral y los títulos es

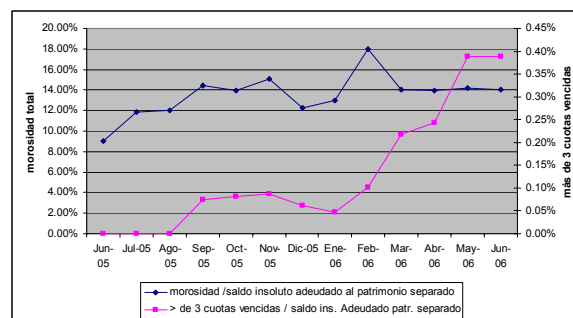
# Financiamiento Estructurado

apretado y vulnerable al comportamiento de los prepagos y de la morosidad de la cartera. Esta presión se da a pesar de que los plazos legales establecidos para los títulos, a partir del inicio de la etapa de amortización, son mayores a aquellos estipulados en el reglamento de gestión. El fideicomiso otorga al agente fiduciario amplios poderes para realizar las acciones necesarias para cumplir con el objeto del mismo. Por lo tanto, podría endeudarse o vender cartera para cumplir con los flujos en las fechas legales establecidas.

Habiendo realizado un análisis de estrés de la cartera de acuerdo a los niveles de morosidad y pérdidas acumuladas de la cartera actual, el nivel de prepago, el plazo promedio ponderado del colateral y de los bonos, la estructura de costos vigentes y el saldo insoluto de las Clases A1, A2 y B a junio de 2006, se ha decidido confirmar la calificación de la Clase A1 en la categoría de riesgo AAA, confirmar la calificación de la Clase A2 en la categoría de riesgo AA y confirmar la calificación de la Clase B en la categoría de riesgo B.

## Evolución Colateral

## Evolución Morosidad de la Cartera



Como se puede apreciar en el gráfico anterior, la morosidad total de la cartera (atrasos desde una cuota en adelante) ha experimentado una tendencia creciente, pasando de 8.99% al momento de la emisión (junio 05) a 14.03% a junio 06. El tramo de los créditos con una mora mayor a 90 días muestra también una tendencia a incrementarse aunque su saldo se mantiene inferior al 1% del saldo insoluto adeudado al patrimonio separado.

A la fecha no se han registrado remates de viviendas y por lo tanto no se registran pérdidas acumuladas en la cartera de activos del Patrimonio Autónomo. De esta manera, para un escenario AAA, asumiendo un

castigo de un 100% para las operaciones con más de 90 días de morosidad en el nivel más alto alcanzado (0.39%, en junio/06) y una severidad de la pérdida de un 40% correspondiente a la categoría de riesgo asignada, el nivel de pérdidas potencial de la cartera alcanzaría a un 0,16%, inferior a la pérdida esperada de la cartera de un 12,0% estimado para la cartera de referencia. Asimismo, para un escenario AA, asumiendo niveles de castigo de un 100% para las operaciones con más de 90 días de morosidad, en los niveles más altos alcanzados y una severidad de la pérdida de un 30% correspondiente a la categoría de riesgo asignada, el nivel de pérdidas potencial de la cartera alcanzaría un 0,12%, inferior a la pérdida esperada de la cartera de un 7.5% estimado para la cartera de referencia.

## Evolución Características Colateral

Actual a :	30-Jun-06
Monto Cartera (USD):	
Original (calificado)	31,417,076.00
Actual	24,128,934.07
Numero de Créditos	1610
Monto promedio crédito actual por deudor	14,986.92
Deuda/ Garantía promedio ponderado (%):	
Original (calificado)	46.83
Actual	42.70
Dividendo/Renta promedio ponderado (%):	
Original (calificado)	17.06
Actual	15.80
Plazo promedio ponderado remanente (meses)	
Original (calificado)	108
Original cartera vigente	123
Actual	97
Tasa Interés promedio ponderada (%):	
Original (calificado)	13.14
Actual	12.39
Concentración Regional:	
QUITO	42.92%
LATACUNGA	10.58%
LOJA	7.56%
MANTA	6.30%
CUENCA	6.16%
RIOBAMBA	5.50%
IBARRA	4.78%
PORTOVIEJO	4.74%
AZOGUES	4.14%
STODOMINGO	4.01%
QUEVEDO	1.70%
GUAYAQUIL	1.61%
CPR (TPA) actual	9.97%

El activo subyacente está conformado por una cartera compuesta por 1610 créditos hipotecarios (45 créditos menos de los que componían la cartera originalmente calificada) originados por Mutualista Pichincha., con un saldo insoluto de USD 24,129 M al 30 de junio de 2006.

Entre las principales características de la cartera destacan: la relación Deuda / Garantía (promedio ponderado) de la cartera que al momento de la emisión alcanzaba a 46.83%, la que se ha reducido a un nivel de 42.70 % a junio 2006. La tasa de interés promedio de la cartera ha disminuido a un 12.39% (-

0.75 puntos porcentuales de la TPP original) a la fecha. El plazo remanente promedio ponderado de la cartera se ha reducido de 108 a 97 meses entre la fecha de calificación original y junio 2006.

Con respecto a la concentración regional, Quito sigue representando la mayor concentración con un 42.92% de la cartera, seguido de Latacunga con un 10.58%, Loja con un 7.56%, Manta con un 6.30% y Cuenca con un 6.16% entre otras menores.

## Prepagos Totales y Parciales

El reglamento de gestión del patrimonio autónomo establece que las amortizaciones extraordinarias (prepagos) de la cartera, deben ser utilizadas en la amortización acelerada de los títulos. La Clase A1 podrá recibir los prepagos a partir del inicio de la etapa de amortización, la Clase A2 una vez que se haya realizado íntegramente el pago de la A1, y la Clase B una vez que se haya realizado íntegramente el pago de la Clase A2.

A junio de 2006 se han realizado prepagos por un monto de USD 2,529,842.31 lo cual corresponde a un 8.92% del valor de la cartera emitida.

La tasa de prepago anual definida como monto de prepagos mensuales sobre saldo de la cartera al inicio de mes, alcanza en promedio desde el momento de colocación de los títulos de un 9.97%

## Excedentes y Costos

A junio de 2006, no existen excedentes importantes de caja.

Tanto los gastos fijos que son marginales dentro de la composición de los gastos, como los gastos variables que constituyen los honorarios al agente de manejo y al administrador de la cartera, se mantienen dentro de los establecidos en la escritura del fideicomiso.

Los gastos de constitución que generaron una cuenta por pagar al inicio del patrimonio autónomo no han creado un desfase en los flujos del fideicomiso en cuanto a la amortización del capital de los títulos, ya que estos están siendo cancelados, de acuerdo a lo indicado en la escritura del mismo, en función de la disponibilidad de los flujos provenientes de intereses y otros ingresos que no sean recuperaciones de capital del colateral.

El exceso de interés en términos relativos (excess spread) se ha reducido debido a la disminución de la tasa promedio ponderada de la cartera, a pesar de que

la tasa que pagan los títulos está atada a la tasa de la cartera. Esto obedece a que debido a la amortización de las serie A1, los títulos con tasas más altas tienen mayor participación en la estructura, limitando la reducción de la tasa de los títulos con respecto a la tasa de la cartera.

Hasta el momento el exceso de interés en términos de flujo, está siendo utilizado para el pago de la deuda con el originador generada en la compra de cartera al inicio del fideicomiso. En tanto que en términos de P&G, éste está amortizando el gasto inicial originado por el mismo concepto.

Tan pronto se amortice totalmente el gasto mencionado, el resultado operativo positivo del fideicomiso generará una cuenta por pagar a los tenedores de la clase B por concepto de intereses extraordinarios, la misma que será pagada de acuerdo a la disponibilidad de los flujos, una vez que se haya cancelado el total del capital de las series preferentes de los títulos.

## **Agente de Manejo**

CTH S.A. actúa en el presente proceso de titularización como Agente de Manejo (Administrador General).

Esta calificadora, confirmó la calificación global de CTH en AA- con información al 30.09.05; a la fecha del presente informe, BankWatch Ratings ya no emite una calificación pública a esta Institución.

Los deberes y responsabilidades del Agente de Manejo se describen a continuación:

- Mantener el Fideicomiso Mercantil FIMUPII separado de su propio patrimonio y de los demás patrimonios de propósito exclusivo que administre, llevando para el efecto una contabilidad independiente para cada uno de éstos. La contabilidad del Fideicomiso Mercantil FIMUPII deberá reflejar la

finalidad descrita en su Contrato de Constitución y se sujetará a las normas expedidas por los órganos de control y a los principios de contabilidad generalmente aceptados.

- Rendir cuentas de su gestión de manera anual.
- Cobrar las sumas a que tenga derecho por concepto de comisiones, honorarios, reposición de gastos efectuados por cuenta del Fideicomiso Mercantil FIMUPII, pago de impuestos y otros gastos, conforme lo establecido en Contrato de Constitución del Fideicomiso Mercantil FIMUPII y en los documentos relacionados.
- Solicitar con cargo al Fideicomiso Mercantil FIMUPII, opiniones escritas de asesores legales o contables. El Agente de Manejo no será responsable por ninguna acción u omisión, de buena fe en base a dichas opiniones.
- El Agente de Manejo, actuando a título personal y no como Fiduciaria, y cualquiera de sus accionistas, directores, dignatarios o compañías subsidiarias o afiliadas podrán ser tenedores de los bonos emitidos.
- Actuar con base en cualquier documento que este creyese ser auténtico y estar firmado o ser presentado por la persona autorizada para ello.
- Las demás establecidas en la Ley de Mercado de Valores y sus reglamentos, en el Contrato de Constitución del Fideicomiso Mercantil FIMUPII y en los documentos relacionados.

El Agente de Manejo está facultado para incurrir en obligaciones y en general hacer cuanto fuese necesario o conveniente para cumplir con los fines y objetivos del Fideicomiso, aún cuando dichas facultades y poderes no estén expresamente mencionados en el Contrato del Fideicomiso.

El agente de manejo ha encargado la administración de la cartera (servidor primario) a la Mutualista Pichincha, bajo un contrato de administración debidamente firmado y con políticas bien establecidas. Consideramos que la Mutualista Pichincha está en capacidad de administrar la cartera.

**Características de la Emisión**

	Clase A1	Clase A1	Clase A2	Clase B
Monto Inicial (USD)	8,000,000.00	14,690,000.00	1,490,000.00	4,178,459.98
Monto Actual (USD)	6,420,960.00	12,039,514.80	1,490,000.00	4,178,459.98
Tipo de Oferta	Pública	Pública	Pública	Pública
Tasa Cupón Actual (%)	57,07% de TPP Créditos	57,07% de TPP Créditos	66,58% de TPP Créditos	100% de TPP Créditos
Frecuencia Pago Interés	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual
Frecuencia Pago Capital	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual
Fecha Primer Cupón	31.07.05	31.07.05	31.07.05*	31.07.05**
Fecha Próximo Cupón	07.07.06	07.07.06	07.07.06*	07.07.06**
Fecha Vencimiento Legal	01.06.11	01.07.11	01.05.12	01.10.12
Calificación	AAA	AAA	AA	B
* Solo pago interés hasta total amortización Clase A1				
**Solo pago interés hasta total amortización Clase A2				

**Evolución de la Emisión**

El saldo insoluto actual de las Clases A1, A2 y B alcanza a USD 24,128,934.78 (a junio de 2006).

La Clase A1 cuenta con un saldo insoluto de USD 18,460,474,80 a junio 06, habiendo cancelado el 18.64% del saldo original emitido y los intereses correspondientes a 12 cupones.

Con respecto a la Clase A2, a marzo 06, no se han realizado amortizaciones de capital. Sin embargo, se ha cancelado por concepto de intereses ordinarios 12 cuotas. No se han realizado pagos extraordinarios a esta clase.

Con respecto a la Clase B, a marzo 06, tampoco se han realizado amortizaciones de capital. También se ha cancelado por conceptos de intereses ordinarios 12 cuotas.

El análisis de los flujos muestra que el calce de plazos entre la cartera colateral y el vencimiento de los títulos es apretado y vulnerable al comportamiento de los prepagos y de la morosidad de la cartera. La flexibilidad que tiene el fideicomiso de buscar medios como el endeudamiento y la venta de cartera para cumplir con los plazos legales establecidos mitigan en parte este hecho.