



Ecuador  
Décimo quinto  
seguimiento

## Fideicomiso Mercantil Banco General Rumiñahui 1 Valores BGR-TH1

### Calificación

Clase	Calif. anterior	Calif. actual	Ultimo cambio
A1		Cancelada en octubre-2012	
A2		Cancelada en febrero-2014	
A3	AAA	AAA	mar-2013
A4	AA	AAA-	sep-2014
A5	AA	AAA-	sep-2014

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.

### Principales participantes:

- *Originador:* Banco General Rumiñahui S.A.
- *Administrador Cartera:* Banco General Rumiñahui S.A.
- *Agente de Manejo:* CTH S.A.

### Analistas:

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

Lorena Oliva  
(5932) 226 9767 ext. 108  
[loliva@bwratings.com](mailto:loliva@bwratings.com)

### Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió mantener la calificación de la clase A3 en "AAA", y la calificación de las clases A4 y A5 en "AAA-".

**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.

Se debe aclarar que los signos "+" y "-" que acompañan la calificación indican una posición relativa dentro de la misma categoría y no una tendencia.

Estas calificaciones se fundamentan en la capacidad de cada clase de pagarse en tiempo y forma dentro de un escenario de estrés consistente con su calificación. La calificación AAA implica que las clases podrían superar un escenario de al menos seis veces la pérdida base, mientras que las clases calificadas AAA- podrían soportar escenarios de al menos 5.67 veces la pérdida base.

La estructura ha acumulado un importante nivel de sobrecolateral gracias al aporte en el tiempo del margen neto de interés de la estructura, que hace que el saldo insoluto de los títulos emitidos se reduzca más rápidamente que el activo subyacente. A la fecha de análisis, solamente quedan tres series por pagar (A3, A4 y A5) y se prevé que el nivel relativo de colateral continúe aumentando.

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.

Banco Rumiñahui, el originador y administrador de cartera no mantiene actualmente una calificación global con BankWatch Ratings. En la calificación inicial se analizó la infraestructura, políticas y procedimientos de originación y cobranza del Banco, concluyendo que este posee la capacidad técnica y operativa para desempeñarse exitosamente como administrador de la cartera a transferirse al fideicomiso.

Por último, se considera que CTH S.A. tiene la suficiente experiencia, capacidad profesional y técnica para actuar como agente de manejo de la presente titularización.



## Presentación de Cuentas

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

- Contrato de Fideicomiso y demás documentos legales pertinentes.
- Estados financieros del Fideicomiso al 2012 y 2013, auditados por las empresas PricewaterhouseCoopers y KPMG, respectivamente. En ambos casos la opinión 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 2014, preparados de acuerdo a las NIIF; y demás información suplementaria considerada relevante para el análisis de capacidad de pago de las clases emitidas, con la misma fecha de corte.
- Estados financieros de CTH a diciembre-2013 y septiembre-2014, preparados bajo las normas contables establecidas por la SBS. Los estados financieros del 2012 fueron revisados por la firma auditora PricewaterhouseCoopers y los del 2013 por KPMG; en ambos casos se emitió una opinión limpia sobre la razonabilidad de los estados financieros.

## Entorno Económico y Riesgo Sistémico

Por favor remitirse a los anexos 1 y 2.

## Hechos Relevantes y Subsecuentes

Como hecho relevante se indica que el 12 de septiembre del 2014 entró en vigencia el Código Monetario y Financiero, el cual en la cláusula transitoria XXVII especifica lo siguiente:

“Vigésima séptima.- Corporación de desarrollo de mercado secundario de hipotecas: La entidad constituida al amparo de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero como corporación de desarrollo de mercado secundario de hipotecas, en el plazo de un (1) año de la vigencia de este Código, deberá transferir la calidad de fiduciaria en los procesos de titularización que actualmente administra, a una sociedad administradora de fondos y fideicomisos, manteniendo las demás facultades requeridas para desarrollar procesos de titularización, propios y de terceros. Si en el plazo indicado no opera tal transferencia, la entidad deberá liquidarse.

La participación del Estado en esta corporación será asumida por el Banco del Estado, entidad que podrá mantenerla, incrementarla o enajenarla.”

Consideramos que el plazo establecido es adecuado y permitiría un proceso ordenado de sustitución fiduciaria, por lo que no esperamos un impacto en la fortaleza crediticia de la presente titularización.

## 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. Adicionalmente, en el caso de créditos que presentan reestructuraciones, la calificadora toma una posición conservadora al estimar su pérdida bruta esperada.

El flujo teórico de la cartera demandada más el stock de cartera castigada, suma USD 268 M a diciembre 2014, este monto no se considera dentro del flujo teórico de la cartera; pero se considera un supuesto de recuperación parcial por vía legal, a través de la liquidación de sus garantías, en un plazo de 36 meses. Se da el mismo tratamiento a cartera por USD 60.7 M, que sin estar demandada a la fecha de corte, mantiene seis o más cuotas vencidas, por lo que su recuperación extrajudicial es poco probable.

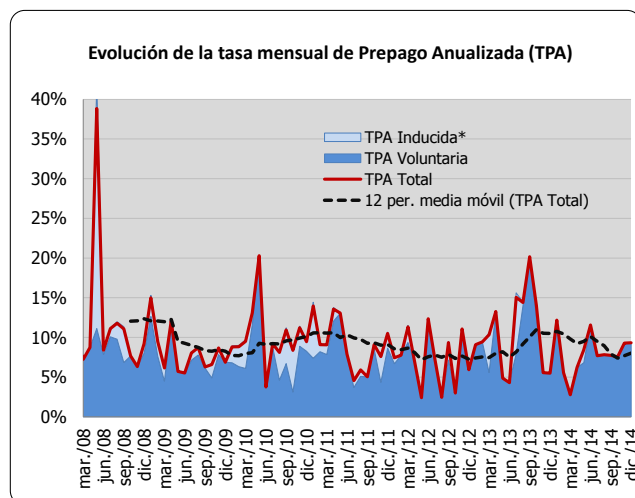
Para la demás cartera titularizada, se estima que en un escenario base esta tendría una pérdida base de 7.03% de su saldo insoluto actual. Si se incluye la cartera no castigada en proceso de demanda legal, y aquella vencida seis o más cuotas, la pérdida base proyectada sobre el saldo insoluto actual sería del 8.13%, y si se agrega la cartera castigada llegaría a 9.85%.

Por ser un portafolio cerrado, el peso de la cartera en riesgo tiende a incrementarse a medida que el saldo insoluto se reduce. Si se calcula la pérdida base en relación al monto de cartera inicialmente transferido, y se considera también la cartera castigada neta, esta llegaría a 2.09%, porcentaje menor al 5% al estimado en la calificación inicial.

El mejor comportamiento de la cartera proviene también de las compras de cartera vencida que en periodos específicos ha hecho el Originador, especialmente en los años 2010 y 2011.

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



\*La TPA Inducida representa el monto de ventas de cartera al originador realizadas por el Fideicomiso, lo que incrementa el prepago y por tanto influye negativamente en la generación futura de interés por parte 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.

Mientras mayor sea la diferencia entre la tasa de los créditos titularizados y la del mercado a cada momento, mayor será la probabilidad de prepago.

El prepago puede incrementarse en respuesta a las condiciones de plazo y tasa que ofrezca el BIESS en el futuro para créditos de vivienda hipotecaria.

Los traspasos históricos de créditos al BIESS se encuentran incorporados dentro de la tasa de prepago que la calificadora calcula mensualmente.

La tasa promedio de prepago anual (TPA) de la cartera se ubica en 9.28%, porcentaje influenciado en parte por las recompras de cartera que realiza mensualmente el Originador. Sin ellas la TPA se ubicaría en 7.81%.

Si bien la TPA es mayor que la calculada en la calificación inicial (6.5%), esta se ha mantenido relativamente estable desde el 2010, considerando la estacionalidad propia de cada mes.

### 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.

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. Las clases A1 y A2 se encuentran canceladas totalmente, por lo que la clase A3 es actualmente la clase preferente.

En el informe de la calificación inicial, disponible en [www.bankwatchratings.com](http://www.bankwatchratings.com), se puede encontrar un resumen de las principales características de la estructura.

La sobrecolateralización y la subordinación han incrementado su cobertura en el tiempo, gracias al aporte del margen de interés existente entre la cartera y los títulos, y la amortización de estos últimos. 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.

Clase	Mecanismos de garantía / cartera	Cobertura pérdida base (veces)
A3	94,3%	11,60
A4	46,0%	5,65
A5	46,0%	5,65

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. Asimismo, si se considerara en el cálculo anterior la

recuperación estimada de la pérdida bruta por vías legales, las coberturas se incrementarían de forma importante.

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

<b>GENERACIÓN DE FONDOS DISPONIBLES (USD Miles)</b>		
	<b>Efectivo inicial (30-octubre-2007)</b>	<b>1</b>
(+)	Capital recuperado	50,228
(-)	Compra de Cartera para reposición	10,032
	<b>Flujo Proveniente de Capital</b>	<b>40,196</b>
(+)	Interés recaudado (cartera+otros)	24,744
(-)	Gastos del fideicomiso	2,392
(-)	Interés ordinario pagado a clases A1, A2, A3 y A4	13,118
(-)	Pagos al originador*	387
	<b>Flujo Proveniente de Exceso de Interés</b>	<b>8,847</b>
	<b>Efectivo Generado por Capital e Interés</b>	<b>49,043</b>
(-)	Capital pagado a clases**	45,342
(-)	Interés devuelto al originador y a clase A5 ***	3,318
	<b>Efectivo pendiente de utilización</b>	<b>384</b>
<b>Ajustes:</b>		
(+)	Intereses pagados inversionistas (después del corte)	44
(+)	Pago de capital a inversionistas (después del corte)	312
	<b>Efectivo final según balance (31-diciembre-2014)</b>	<b>739</b>

Nota: Flujo no incluye compra inicial de cartera ni flujo por colocación de los títulos en el mercado.

\* Pagos realizados al Originador por intereses transcurridos y no cobrados de la cartera del Fideicomiso en la compra inicial de cartera.

\*\* Incluye el pago de capital realizado el primer día hábil de enero 2015.

\*\*\* Interés generado por la cartera antes de la emisión y devuelto al Originador, más interés extraordinario pagado a la clase A5, y premio pagado por la cartera inicialmente transferida.

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 del interés y capital de las clases emitidas, de acuerdo a la prelación y procedimientos definidos en la estructura de la titularización.

El efectivo se encuentra en una cuenta a la vista en Banco Rumiñahui y se utiliza para realizar la amortización mensual de la clase A3, y en el pago del interés ordinario de las clases A3 y A4.

### **Gastos de operación**

Los gastos de operación del Fideicomiso son principalmente los honorarios de administración de cartera, comisión de custodia, agente pagador, calificación de riesgo y auditoría.

Desde la fecha de constitución del Fideicomiso hasta la fecha de corte de este análisis, se han registrado gastos operativos (excluyendo gastos de interés y castigos de cartera) por USD 2.4MM, de los cuales el 85% corresponde a gastos variables (honorarios del agente de manejo y comisiones por administración de cartera).

Los gastos de operación se han mantenido hasta el momento por debajo de los niveles proyectados en la calificación inicial.

Para el presente análisis se considera una proyección anual de gasto operativo fijo de USD 7M mensuales, valor que considera un estrés de 20% frente a lo esperado, además de un gasto variable anual de 0.7366% del saldo de cartera, que considera el honorario por administración de cartera y el mantenimiento del registro de la titularización en la bolsa de valores.

### **Sensibilizaciones al flujo de caja del título**

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.

La estructura se ha fortalecido desde el inicio de la etapa de amortización, debido a un mayor sobrecolateral que proviene del uso del exceso de interés mensual para la amortización de la clase preferente.

La clase A3 supera holgadamente el nivel de estrés correspondiente a un escenario AAA. La capacidad

de pago de esta clase no es sensible a variaciones en los niveles prepago.

El fortalecimiento de la estructura a través del tiempo, reflejada en un mayor nivel de sobrecolateral existente, permite además que las clases A4 y A5 puedan también pagarse holgadamente, en tiempo y forma, en un escenario de calificación "AAA-", sin ser sensibles, dentro de un escenario consistente con su categoría de calificación, a variaciones en la tasa de prepago.

Las calificaciones AAA y AAA- implican superar un escenario de al menos 6 y 5.67 veces la pérdida bruta base, respectivamente.

## Evolución de La Titularización

### Evolución de la Emisión

El 17 de marzo de 2008 el Fideicomiso emitió valores por un total de USD 51.5 MM divididos en cinco clases: A1, A2, A3, A4 y A5.

A partir del 6 de marzo de 2009 la estructura inicia la etapa de amortización (USD 33 MM) y en octubre-2012 la clase A1 termina de pagarse.

A partir de dicho mes, se empezó a amortizar la clase A2 (USD 7.7 MM), que le sigue en prelación. La totalidad de esta clase se cancela con el pago realizado el primer día hábil de febrero-2014. En la misma fecha, se realiza la primera amortización de la clase A3 por USD 49.2 M.

A continuación se detallan las características de las tres clases vigentes a la fecha de corte:

CARACTERÍSTICAS EMISIÓN CLASES VIGENTES			
	A3	A4	A5
Fecha Emisión	17-mar-08	17-mar-08	17-mar-08
Monto Emitido USD	5.148.062,86	5.148.061,86	1,00
Saldo Insoluto USD	990.612,28	5.148.061,86	1,00
Tasa (% de TPP)	70,16%	78,18%	Excedente**
Etapa	Amortización	Amortización	Amortización
Plazo Legal Original*	102 meses	127 meses	128 meses
Plazo Legal Remanente	32 meses	57 meses	58 meses
Fecha Vencimiento	01-sep-2017	01-oct-2019	01-nov-2019

Nota: saldos insolutos netos del pago realizado el primer día hábil de enero de 2015.

\*Plazo legal original calculado desde el inicio de la etapa de amortización.

Considerando el pago realizado el primer día hábil de enero-2015, el 80.76% del capital de la clase A3 se ha amortizado; de mantenerse el comportamiento actual de la estructura, el pago de esta clase se completaría en el primer semestre del 2015.

La clase A4 continúa recibiendo tan solo pagos mensuales de interés, respetando la prelación existente. Por último, 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.

### Evolución del activo de respaldo

Resumen Colateral	Calif. Inicial	ene-14	dic-14
Fondos Disponibles (USD MM)	0.0	1.0	0.7
Monto Cartera Original (USD MM)	54.4	54.4	54.4
Saldo de Cartera (USD MM)	54.4	14.2	10.6
Número de Créditos actual	2,431	921	746
Monto Prom Crédito Actual (USD)	22,396	15,421	14,273
Deuda/ Gtía promedio pond(%)	52.10	34.20	32.40
Dividendo/ Renta prom. pond (%)*	23.30	22.11	22.99
Plazo transc. prom. pond (meses)	16	89	97
Plazo reman. prom. pond (meses)	117	68	65
Tasa Interés prom. pond (%)	12.00	10.46	10.73
<b>Concentración Regional (%):</b>			
Pichincha	67.0%	65.1%	66.7%
Guayas	28.9%	30.8%	31.1%
Otras Provincias	4.2%	4.2%	2.3%

Nota: Cuadro no incluye cartera castigada por USD 203 M.

\* Se excluye del cálculo un 1.15% de cartera de deudores por estar demandados o tener ingresos mensuales reportados especialmente altos (mayores a USD15M).

El activo de respaldo de la presente titularización se encuentra conformado por fondos disponibles (USD 739 M) y 746 créditos hipotecarios originados por Banco General Rumiñahui, que suman USD 10.6MM.

Las cifras anteriores no incluyen los créditos castigados por el Fideicomiso, que a la fecha de corte tienen un saldo insoluto de USD 203M. El fideicomiso empezó a realizar castigos de cartera a partir de diciembre-2013, alineándose con las políticas y regulaciones de su originador, aunque la Fiduciaria ha indicado que ha futuro no se continuaría aplicando esta política en las titularizaciones hipotecarias que administra.

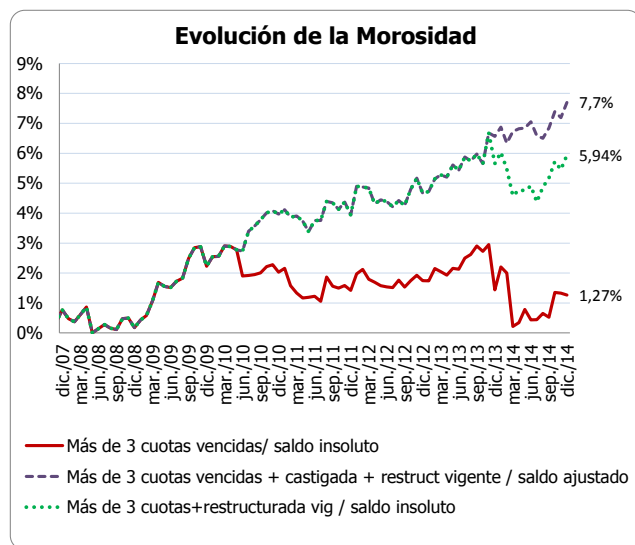
El saldo de cartera muestra concentración geográfica en Pichincha y Guayas, como reflejo del posicionamiento regional del Banco y de la importancia económica de estas dos provincias.

La madurez de la cartera continúa incrementándose a lo largo del tiempo. Conforme se reduce el saldo insoluto de los créditos, las garantías hipotecarias ofrecen una mayor cobertura y generan mayor voluntad de pago del saldo pendiente, por lo que se espera una mayor estabilidad en la calidad de la cartera vigente.

La relación cuota-ingreso (CIN) de 23%, indicador relacionado con la capacidad de pago de los deudores, se mantiene en un nivel saludable ligeramente mejor a la relación en la calificación inicial (23.3%). En el cálculo de este indicador se ha excluido a los créditos demandados y deudores con ingresos reportados mayores a USD 15 M, debido a que en este segmento estimamos mayor riesgo de errores de información.

La tasa de interés promedio ponderada (TPP) de la cartera mejora ligeramente en el 2014, pero es más baja que la de la calificación inicial debido a las limitaciones legales a las tasas activas que para el segmento vivienda se ajustaron hacia abajo en los años 2007 y 2008. A diciembre del 2014 la tasa pasiva referencial publicada por el Banco Central del Ecuador (BCE), con base en la cual se reajusta la tasa de interés del 90% de la cartera titularizada, se incrementa de 4.53% a 5.18%, lo cual se refleja en un aumento pequeño la TPP.

La estructura financiera de la titularización mitiga una disminución de la tasa al atarla a la tasa de los títulos que en promedio mantenga la cartera.



\*El saldo ajustado incluye el saldo de cartera castigada por el Fideicomiso

Luego del incremento de la morosidad de la cartera en el año 2009, a partir del 2010 se nota mayor estabilidad en los indicadores de calidad de cartera, hecho que se atribuye tanto a la mejora en la gestión de cobranzas y reestructuración de créditos que mostraban dificultad en el pago bajo las condiciones establecidas, como a compras de cartera vencida realizadas por el Originador.

La reestructuración de la mayoría de créditos ha sido exitosa en rehabilitar el crédito de varios de los deudores que habían caído en mora. Cabe indicar, sin embargo, que se percibe un mayor riesgo potencial en este grupo, ya que el 16% presenta retrasos en más de dos cuotas, frente al 1.5% de la porción de la cartera que no ha sido reestructurada.

En el mes de diciembre-2013 se realiza por primera vez un castigo de cartera vencida más de tres años por USD 167M, para guardar consistencia con las normas a las que está sujeto el Originador. En marzo-2014 se realiza un segundo castigo importante de USD 183M. Por este motivo la cartera

con más de tres cuotas vencidas disminuye considerablemente en el 2014.

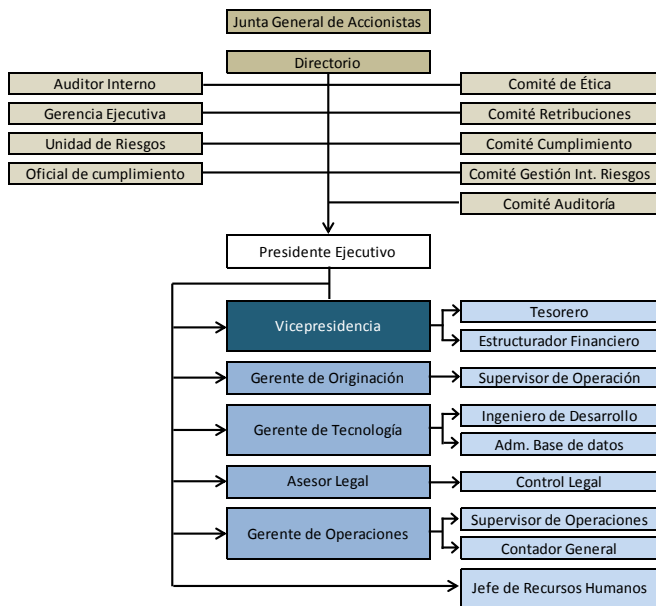
**Banco Rumiñahui**  
**(Originador y Administrador de Cartera)**

Banco Rumiñahui (BGR) tiene como principal mercado objetivo las instituciones y empresas de las Fuerzas Armadas del Ecuador, las personas del servicio activo y pasivo y las personas civiles que trabajan en las instituciones y empresas de las FFAA. El Banco tiene cobertura nacional gracias al convenio establecido para acceder directamente a la red del Banco Pichincha S.A.

BankWatch Ratings no asigna actualmente una calificación global pública a BGR. En la calificación inicial se analizó la infraestructura, políticas y procedimientos de originación y cobranza, concluyendo que el Banco posee la capacidad técnica y operativa para desempeñarse exitosamente como administrador de la cartera a transferirse al fideicomiso. Esta capacidad se refleja en los indicadores sanos que actualmente tiene la cartera titularizada.

**Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A.**  
**(Agente de Manejo)**

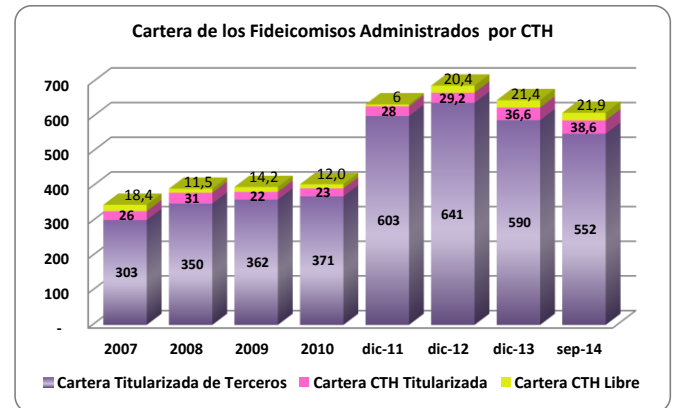
CTH S.A., según lo permitido en el Art. 1 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, actúa en el presente proceso de titularización, como estructurador y agente de manejo. Esta institución cuenta con una calificación de "AA" en escala local, confirmada por BankWatch Ratings en diciembre-2014, con información a septiembre-2014. Consideramos que CTH tiene la suficiente experiencia, capacidad profesional y técnica para actuar como agente de manejo de la presente titularización.



La Institución fue constituida en enero de 1997 con el nombre de Compañía de Titularización Hipotecaria CTH S.A., y en diciembre de 1998 cambió de denominación a Corporación de Desarrollo de Mercado Secundario de Hipotecas CTH S.A.

La CTH tiene por objeto social el desarrollo de mecanismos tendientes a movilizar recursos del sector de la vivienda e infraestructura relacionada, actuar como fiduciaria en procesos de titularización y emprender en procesos de titularización, tanto de la cartera hipotecaria propia como de la cartera hipotecaria de terceros.

CTH administra titularizaciones de cartera de vivienda propia por USD 38.6 MM y estructuras originadas por terceros de USD 552 MM de cartera titularizada a septiembre-2014. A continuación se muestra un gráfico de la evolución del negocio de la Compañía:



Actualmente, la Institución cuenta con oficinas administrativas ubicadas en Quito y Guayaquil, y mantiene a su cargo 39 funcionarios de tiempo completo.

### 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.

Además de la presente titularización, el Banco mantiene las siguientes las emisiones en el mercado de valores:

Características	Obligación convertible	Obligación convertible
<b>Monto en Circulación</b>	6.000.000	5.500.000
<b>Monto Autorizado</b>	6.000.000	5.500.000
<b>Calificación</b>	AA+	AA+
<b>Calificadora</b>	PCR	PCR
<b>Fecha Última Calificación</b>	28/11/2014	28/11/2014

Fuente: Bolsa de Valores Quito

## Ecuador

## Entorno Económico y Riesgo Sistémico

## Sector Real

USD Millones	2011	2012	2013	2014 (p)
PIB Corriente	79,277	87,623	94,473	101,094
PIB Constante (2007)	60,925	64,105	67,081	69,770
Tasa de crecimiento anual PIB corriente	13.98%	10.53%	7.82%	7.01%
Tasa de crecimiento anual PIB constante	7.9%	5.2%	4.6%	4.0%

## Comercio Exterior

USD Millones (FOB)	2012	2013	2014
<b>Exportaciones</b>	<b>23,765</b>	<b>24,847</b>	<b>25,732</b>
Petroleras	13,792	14,108	13,302
No Petroleras	9,973	10,850	12,429
<b>Importaciones</b>	<b>24,182</b>	<b>25,979</b>	<b>26,459</b>
<b>Balanza Comercial</b>	<b>(441)</b>	<b>(1,084)</b>	<b>(727)</b>

## Reserva y Deuda

USD Millones	2011	2012	2013	2014
RILD	2,958	2,483	4,361	3,949
<b>Deuda Pública Interna</b>	<b>4,506</b>	<b>7,781</b>	<b>9,927</b>	<b>12,558</b>
<b>Deuda Pública Externa</b>	<b>10,055</b>	<b>10,872</b>	<b>12,920</b>	<b>17,583</b>
<b>Deuda Privada Externa</b>	<b>5,258</b>	<b>5,145</b>	<b>5,717</b>	<b>6,512</b>
Deuda pública	14,562	18,652	22,847	30,141
Deuda pública como % PIB	18.37%	21.29%	24.18%	29.81%

## Indicadores Monetarios

USD Millones	2011	2012	2013	3T14*
Inversión Extranjera Directa	644	585	728	432
Remesas	2,672	2,467	2,450	1,855

\* Dato acumulado del año

## Inflación

IPC	2011	2012	2013	2014 ene-15
Tasa de Inflación Mensual	0.40%	-0.19%	0.20%	0.59%
Tasa de Inflación Anual	0.05%	4.16%	2.70%	3.59%
Tasa de Inflación Acumulada	5.41%	4.16%	2.70%	3.59%

## Mercado Laboral

	2011	2012	2013	2014
Desempleo	5.06%	5.00%	4.86%	4.54%
Subempleo	44.04%	39.62%	43.18%	43.78%
Ocupados Plenos	50.08%	52.30%	51.67%	51.40%

Fuente: BCE  
Elaboración: BWR

## Contactos:

Patricia Pinto  
(5932) 292 2426 ext.103  
[ppinto@bwratings.com](mailto:ppinto@bwratings.com)

Sebastián Baus  
(5932) 292 2426 ext.104  
[sbaus@bwratings.com](mailto:sbaus@bwratings.com)

La economía ecuatoriana se caracteriza por tener una estructura concentrada en ingresos y poca flexibilidad de fondeo. La dependencia en pocos productos para el desarrollo de la economía y la falta de un fondo de estabilización para épocas de crisis, generan mayor incertidumbre en la liquidez de la economía, la cual influye directamente en el desarrollo del sistema financiero, de la industria, y del comercio en general. Por otra parte, el bajo incentivo a la inversión extranjera directa (IED) y la estructura concentrada de la balanza comercial, representan un problema para un país dolarizado, limitando el crecimiento de la oferta monetaria y por ende de la economía.

Para el año 2015, se prevé un escenario de liquidez contraída que afectará al sistema financiero y a la mayor parte de los segmentos que mueven la economía del país como consecuencia de la caída de los precios del petróleo. Actualmente el precio del crudo ecuatoriano oscila alrededor de los USD50.

La Asamblea Nacional aprobó la proforma presupuestaria con un déficit de 4.9% del PIB y un precio del barril de crudo de USD79.7, lo que supera en más de USD20 el precio estimado del crudo en el mercado de futuros. El déficit fiscal se amplía a 6.2% del PIB. A pesar de que el gobierno se ha esforzado por conseguir financiamiento externo para cubrir parte de este déficit presupuestario, no queda claro ni el monto ni las condiciones del financiamiento conseguido.

Las alternativas adicionales según lo expuesto por el gobierno giran alrededor de mantener o reducir modestamente el gasto corriente y/o reducir las inversiones de capital. La reducción de estos rubros tendrá un impacto negativo importante en todos los sectores económicos.

Para compensar la balanza comercial y sostener en lo posible el gasto e inversión públicos, la estrategia del gobierno apunta a aumentar la recaudación tributaria e incrementar deuda de forma acelerada. La reducción de subsidios tendría un costo político alto que creeríamos que el gobierno no estaría dispuesto a asumir al menos por el momento.

Adicionalmente el escenario operativo del país se complica para la industria nacional, por la apreciación del dólar que implica pérdida de competitividad en las exportaciones y productos importados más baratos. Para controlar la demanda de los productos importados el Gobierno ha implementado cupos, y está implementando un sistema de salvaguardia de balanza de pagos para encarecer dichos productos. La nueva salvaguardia, contemplada por la OMC y aceptada por el período de un año, se aplicará a todos los productos que no se consideren indispensables es decir a casi todos los productos de consumo, a las materias primas y productos no terminados especialmente aquellos que compitan con los nacionales y a los bienes de capital cuya importación pueda ser pospuesta por un año.

De lo dicho se concluye que habrá un incremento generalizado de precios tanto en productos importados como en aquellos de producción nacional, lo que junto con la apreciación del dólar afectará negativamente la competitividad de nuestros productos.

Si los precios del petróleo no se recuperan y el dólar se mantiene fuerte frente a otras monedas, el equilibrio de las finanzas públicas y del comercio exterior seguirá siendo un reto para el gobierno, tomando en cuenta que la salvaguardia es una medida temporal de un año.

Los resultados previsionales del Banco Central del Ecuador para el 2014, muestran que el PIB anual creció en 4%, lo que implica una desaceleración frente a periodos anteriores. La estimación de crecimiento para el 2015 por parte del Banco Central es similar a la del 2014 y se ubica en 4%, lo cual parecería ser optimista en vista de las circunstancias. El crecimiento del 2014, se apoyó principalmente en un importante crecimiento de las exportaciones y una sostenida actividad en el consumo de hogares. El consumo de los hogares podría verse restringido en este año por la contracción del gasto y de las inversiones por parte del Gobierno, lo cual ha constituido el motor de dicho consumo y de la economía en general durante los años anteriores.

La balanza comercial a diciembre del 2014 mostró un déficit menor que la del 2013. La desaceleración del crecimiento de importaciones, influenciado por las medidas de restricción implementadas el año pasado, y el crecimiento de exportaciones, dado principalmente por el aumento internacional del precio del camarón, apoyaron la tendencia de la balanza comercial positiva.

Para mayor información sobre el entorno económico o de los diferentes sub-sistemas financieros por favor referirse a nuestra página web, [www.bankwatchratings.com](http://www.bankwatchratings.com) en la sección “Reportes Especiales”.

#### **Marco Regulatorio**

BWR considera que la aprobación del Código Monetario Financiero significará que en el mediano plazo existan modificaciones importantes a la estructura del sistema financiero ecuatoriano. El impacto real de muchos de los cambios se estima no será evidenciado en el corto plazo, debido al tiempo que tomará la creación de normativa secundaria que determine la parte operativa de los cambios expuesto en el Código.

La definición final de la normativa secundaria puede cambiar radicalmente la percepción de riesgo del sistema financiero y de la economía. Mientras más tiempo demore la transición entre la normativa actual hacia el nuevo Código, potencialmente podría aumentar la percepción del riesgo sistémico.

En general, una de las grandes preocupaciones que genera el Código es la ambigüedad de la redacción, que no define con claridad el alcance de varios artículos. Por otra parte, la discrecionalidad y subjetividad que tiene la nueva Junta para tomar decisiones limita la capacidad de análisis del impacto en el sistema financiero, debido a que deja abierta la posibilidad de decisiones subjetivas que pueden ser tomadas según una visión técnica o política. Por otra parte, es incierto si el enfoque de control que defina la Junta será vía punitiva o vía incentivos.

En conclusión, el riesgo que se genere en el Sistema Financiero y la economía ecuatoriana dependerá de las decisiones que a futuro la Junta pueda tomar. El riesgo fundamental sería la inseguridad jurídica por la capacidad de cambiar las reglas del juego en cualquier momento.

Consideramos que el Código en el corto plazo no representa un riesgo importante en el sistema financiero ecuatoriano, sin embargo, los impactos se podrán revisar conforme se expida la normativa secundaria y el Código tenga una sociabilización mayor a nivel nacional. Por ende, consideramos que el impacto del nuevo Código en la economía ecuatoriana en el corto plazo es limitado; no obstante, a futuro los riesgos podrían incrementarse, en especial en relación a la liquidez, si el Gobierno no



encuentra fuentes de fondeo para el gasto de inversión proyectado o si los ingresos generados por el petróleo se reducen sustancialmente.

Para mayor información sobre el entorno económico o de los diferentes sub-sistemas financieros por favor referirse a nuestra página web, [www.bankwatchratings.com](http://www.bankwatchratings.com) en la sección “Reportes Especiales”.

Ecuador

## Riesgo Sectorial: Sistema Mercado Hipotecario

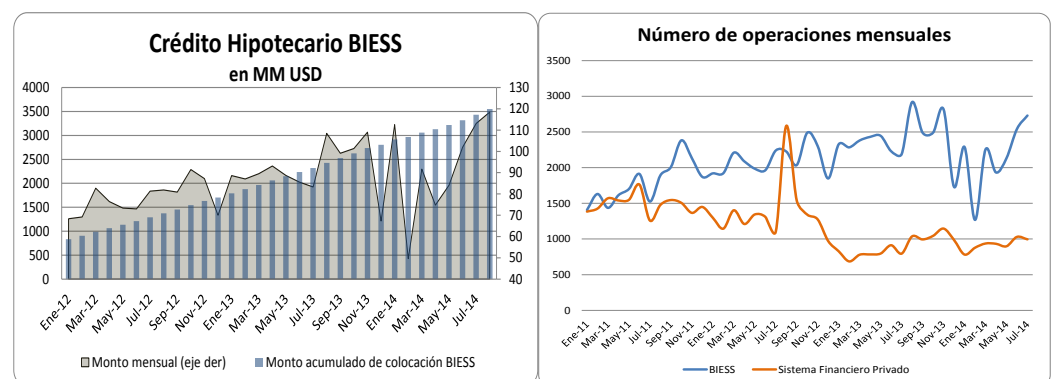
El sector de la construcción en el Ecuador, donde está incluido el segmento de vivienda, ha sido dinámico en los últimos 10 años en el país, con una tasa de crecimiento promedio de 8% desde el 2004 hasta el 2013. Este es el promedio de la tasa de variación de Construcción como rama de actividad económica del Producto Interno Bruto (PIB). Según la última previsión económica publicada por el Banco Central del Ecuador (BCE), la tasa prevista de crecimiento anual de la Construcción en el 2014 es de 2%.

Luego de un período largo de crecimiento sostenido del sector, en el presente año se espera que la actividad se estabilice y comienza a observarse una desaceleración en el ritmo de crecimiento en comparación a períodos anteriores.

Si bien la rama económica de Construcción comprende otras actividades como la construcción de obra pública, el peso del segmento inmobiliario de construcción y desarrollo de proyectos privados es importante en el rubro general.

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), cuya participación ha influenciado al sector de forma importante desde el año 2008, con una inyección de recursos promedio de USD 900 MM anuales.

Al mes de julio 2014, el monto total acumulado de colocación de crédito hipotecario, publicado en cifras estadísticas del BIESS, ascendió a USD 3,550 MM. El ritmo de colocación mensual se aceleró en el segundo trimestre del año, con montos promedios de colocación de USD 100 MM por mes. Según la información del BIESS, el presupuesto para el 2014 contempla una colocación total de préstamos hipotecarios de USD 1,320 MM, que significaría un crecimiento del 30% anual.



Fuente: Estadísticas BIESS / SBS  
 Elaboración: BWR

A partir del año 2008, cuando el BIESS comenzó a participar e inyectar recursos al sector inmobiliario del país, los segmentos de construcción, vivienda y demás actividades conexas, han tenido una importante expansión. El BIESS ha ganado participación en el sistema ejerciendo presión en el segmento, sobre todo a los bancos privados que no pueden igualar las condiciones de crédito ofrecidas por este.

El BIESS tiene la capacidad de un manejo más flexible del crédito de vivienda por tener la posibilidad del fondeo de largo plazo, y el manejo de una tasa promedio

**Analista:**  
 Lorena Oliva  
 (5932) 292 2426  
[loliva@bwratings.com](mailto:loliva@bwratings.com)

**Fecha elaboración:** Octubre-2014



menor a la máxima legal del segmento y a la que administran los bancos. Además, mientras los bancos pueden ofrecer plazos promedio de 15 años, el BIESS financia un plazo más amplio de 25 hasta 30 años. Los bancos privados financian el 70% del bien, mientras que el BIESS financia el 100%.

La competencia que genera el BIESS para el sistema financiero en el segmento de vivienda es fuerte; en el gráfico anterior se evidencia la participación que ha ganado en comparación a la desaceleración del número de operaciones colocadas por los bancos privados, además, con una marcada tendencia creciente en el último semestre.

La cartera bruta total de vivienda del sistema de bancos privados alcanzó un monto de USD 1,492 MM a junio 2014, y significa el 8.1% del total de la cartera de los bancos a esa fecha.

En el año 2008, previo a la incursión del BIESS, la cartera de vivienda significaba el 13% del total de créditos otorgados por los bancos, esto también como efecto de un crecimiento más agresivo de los bancos en segmentos como consumo y comercial en ese período.

Si bien la cartera de vivienda del sistema bancos no recupera aún el ritmo de crecimiento de años anteriores, en el primer semestre del 2014 se observa que la colocación ha ganado más dinamismo en este período y crece en 8.4%.

Es importante tomar en cuenta, que dentro del sistema hipotecario privado, en especial en lo que se refiere a la cartera generada por los bancos, el monto total de créditos del sistema está también influenciado por los procesos de titularización de cartera, mediante los cuales esta sale del balance de los bancos originadores y se direcciona a fideicomisos independientes. Las titularizaciones de cartera hipotecaria vigentes suman un monto de USD 553 MM al mes de mayo 2014.

En relación a la calidad de la cartera en el sistema hipotecario, no existe información publicada de manera oficial sobre el nivel de morosidad de cartera del BIESS. Bajo un supuesto de que los pagos de los préstamos hipotecarios están ligados a la relación de dependencia del trabajador y mantienen mecanismos de recuperación a través del débito directo de los roles de pagos, se podría suponer que el nivel de morosidad es bajo, menor al que presenta el sistema bancario, que cuenta con mecanismos de recuperación menos eficientes.

El indicador promedio de morosidad de la cartera de vivienda de los bancos privados a junio 2014 fue de 2.20%, el cual muestra una tendencia creciente desde el 2013. En general, este tipo de créditos maneja bajos indicadores de mora, debido a la clase de bien financiado, el plazo, la garantía y el análisis de crédito al que está sujeto, lo que hace que se mantenga una estabilidad en los indicadores de calidad de cartera.

La actual tendencia de incremento de la morosidad en la cartera de vivienda de los bancos privados está influenciada por el lento crecimiento de la cartera total y las colocaciones en los últimos dos años y por la salida de cartera a fideicomisos de titularización.

Otro segmento que participa en el sistema hipotecario es el de la cartera generada por las cooperativas de ahorro y crédito, que mantiene un monto de USD 240 MM a junio 2014, con un indicador de morosidad de 2.61%.

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



La perspectiva del sistema hipotecario del país se mantiene estable, en el segundo semestre del año 2014 se esperaría que el BIESS continúe con el ritmo de colocación presupuestado y alcance un monto de colocación al menos similar al del año 2013. Los bancos privados continuarán con un crecimiento moderado y sostenido en el segmento en el corto plazo, además porque existe presión desde la normativa vigente de cumplir con un porcentaje de colocación de créditos de vivienda en función del patrimonio técnico de cada banco.

En el caso de las cooperativas, al estar dirigidas a un nicho de mercado diferente al de bancos y con acceso a fuentes de financiamiento del Gobierno podrían continuar con un crecimiento a un ritmo mayor.

En cuanto a la calidad de los activos, se estima que el sistema en general maneja indicadores saludables de morosidad y las tendencias de incremento de estos no son pronunciadas.



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 calificador 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 2014.