

Ecuador  
 Sexto Seguimiento

**Fideicomiso Mercantil Banco  
 Bolivariano 1, BB1 – Valores BB-TH1**

**Calificación**

Tipo Clase	Calif. Anterior	Calif. Actual	Ultimo Cambio
A1	AAA	AAA	--
A2	AAA	AAA	--
A3	AAA	AAA	--
A4	A+	AA	Mar-12
A5	A+	AA	Mar-12

**Descripción de la Estructura:**

CARACTERÍSTICAS EMISIÓN CLASE A1		
	A1	A1
Fecha Emisión	11-jun-09	11-jun-09
Monto Emitido USD	5,000,000	16,700,000
Saldo Insoluto USD	1,335,999	5,340,894
Tasa Cupón	TPP-4.71%*	TPP-4.71%*
Etapa	Amortización	Amortización
Inicio Etapa Amort	13-oct-09	15-dic-09
Plazo Legal	65 meses	65 meses
Fecha Vencimiento	16-feb-2015	16-abr-2015

CARACTERÍSTICAS EMISIÓN CLASES A2 Y A3		
	A2	A3
Fecha Emisión	11-jun-09	11-jun-09
Monto Emitido USD	7,350,000	2,100,000
Saldo Insoluto USD	7,350,000	2,100,000
Tasa (% de TPP)	TPP-4.10%**	TPP-3.45%***
Etapa	Amortización	Amortización
Plazo Legal	90 meses	106 meses
Fecha Vencimiento	16-may-2017	16-sep-2018

CARACTERÍSTICAS EMISIÓN CLASES A4 y A5		
	A4	A5
Fecha Emisión	11-jun-09	11-jun-09
Monto Emitido USD	3,849,999	1
Saldo Insoluto USD	3,849,999	1
Tasa (% de TPP)	TPP-3.15%****	Ver Nota
Etapa	Amortización	Amortización
Plazo Legal	136 meses	137 meses
Fecha Vencimiento	16-mar-2021	16-abr-2021

\* Si TPP >= 12% o TPP < 5%, la fórmula del cupón cambia a 60.75% \* TPP  
 \*\* Si TPP >= 12% o TPP < 5%, la fórmula del cupón cambia a 65.83% \* TPP  
 \*\*\* Si TPP >= 12% o TPP < 5%, la fórmula del cupón cambia a 71.25% \* TPP  
 \*\*\*\* Si TPP >= 12% o TPP < 5%, la fórmula del cupón cambia a 73.75% \* TPP  
 Nota: La clase A5 recibe el excedente del Fideicomiso luego del pago de las demás obligaciones del Fideicomiso.

**Contactos**

Patricia Pinto; (593 2) 2922 426, ext. 103  
[ppinto@bwratings.com](mailto:ppinto@bwratings.com)

Carlos Ordóñez; (593 2) 226 8057, ext. 105  
[cordonez@bwratings.com](mailto:cordonez@bwratings.com)

Jeanneth Molina; (593 2) 2269 767, ext. 110  
[jmolina@bwratings.com](mailto:jmolina@bwratings.com)

**ESTADOS FINANCIEROS A: Enero 31, 2012**

**FECHA COMITE: Marzo 30, 2012**

Las calificaciones de riesgo que realiza BankWatch-Ratings se fundamentan en la información que obtiene de los emisores y sus estados financieros auditado. En el caso de Grupos Financieros, el análisis se realiza sobre los estados financieros consolidados de la institución y sus subsidiarias. Contribuyen al proceso, la información pública disponible, información obtenida en las reuniones y conversaciones sostenidas con los ejecutivos de la institución, así como de otras fuentes que BankWatch-Ratings considera que son confiables. BankWatch-Ratings no audita ni verifica la información proporcionada. Las calificaciones de riesgo pueden modificarse, o dejarse sin efecto, como resultado de ausencia de información, cambios en la situación de la entidad u otros motivos. La calificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener algún tipo de valores. Las Calificaciones de riesgo no constituyen un comentario respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia para un inversionista en particular o la naturaleza de una posible exención tributaria, o de imposiciones tributarias que afecten al instrumento calificado. La información de este reporte es propiedad de BankWatch Ratings y podrá ser reproducida únicamente con indicación de la fuente.

**FUNDAMENTO DE LA CALIFICACIÓN**

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings, luego de analizar la información relativa al Fideicomiso Mercantil Banco Bolivariano 1, BB1, decidió mantener la calificación de las **clases A1, A2 y A3** en “AAA” y elevar la calificación de las clases **A4 y A5** de “A+” a “AA”. De acuerdo a la Ley de Mercado de Valores, estas categorías tienen la siguiente definición:

**Clases A1, A2 y A3.-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.”

**Clase A4 y A5.-AA:** “corresponde a los valores cuyos emisores y garantes tienen una muy buena capacidad del pago de capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual se estima no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor y su garante, en el sector al que pertenecen y en la economía en general.”

Las calificaciones otorgadas pertenecen a una escala local, las cuales indican el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorporan el riesgo de convertibilidad y transferencia. Las calificaciones sí incorporan los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito de la transacción.

La calificación se fundamenta en la capacidad que tiene cada clase de honrar en tiempo y forma sus obligaciones, de acuerdo al análisis del flujo teórico proyectado del activo subyacente, ajustado por distintos niveles de estrés propios de cada escenario de calificación. La calificación AAA implica que las clases A1, A2 y A3 están en la capacidad de superar un escenario de seis veces la pérdida base, mientras que las clases A4 y A5, calificadas en AA, lo harían con escenarios de 5 veces la pérdida base.

La estructura se ha fortalecido respecto a la calificación inicial debido a 1) una menor pérdida base estimada de la cartera influenciada por las recompras periódicas de cartera vencida por parte



del Originador; 2) la mayor madurez de la cartera por el tiempo transcurrido; y un mayor sobrecolateral gracias al uso del exceso de interés generado para la amortización de la clase preferente.

Las clases A1, A2 y A3 aprovechan la estructura de subordinación que les permite soportar niveles de pérdida más altos, mientras que las clases subordinadas A4 y A5 se benefician del sobrecolateral de cartera que se ha acumulado desde el inicio de la etapa de amortización.

Banco Bolivariano, el Originador y Administrador de cartera, tiene una calificación de AAA- en escala local, otorgada por BankWatch Ratings. A criterio de la Calificadora, Banco Bolivariano posee la capacidad técnica y operativa para desempeñarse exitosamente como administrador de la cartera a transferirse al fideicomiso.

De forma similar, se considera que CTH S.A. tiene la suficiente experiencia, capacidad profesional y técnica para actuar como custodio y agente de manejo de la presente titularización. CTH S.A. cuenta con una calificación local de "AA" otorgada por BankWatch Ratings.

## **HECHOS RELEVANTES Y SUBSECUENTES**

### **a) Oferta de Créditos Hipotecarios del IESS**

De acuerdo a la reforma establecida en marzo 2009 a la ley de Seguridad Social, el IESS tiene la capacidad de ofrecer a sus afiliados que ya tienen créditos hipotecarios con instituciones financieras locales, préstamos en reemplazo, con condiciones de plazo y tasa más favorables. Si bien en otros procesos de titularización no se ha evidenciado hasta el momento un impacto material de esta medida, los diferentes escenarios utilizados por la Calificadora incluyen un estrés en este sentido.

El comportamiento del prepago de las titularizaciones hipotecarias dependerá en el futuro principalmente del impulso que el Banco del IESS le da a la política antes mencionada y al margen existente entre la tasa ofertada por el BIESS en relación a la tasa de los créditos titularizados.

El efecto negativo de un aumento del prepago consiste en que el Fideicomiso generaría un menor exceso de interés, reduciendo su capacidad para cubrir las pérdidas generadas por un deterioro de la calidad de la cartera. El mayor impacto de esta medida se observó a fines del 2010, aunque por estar en etapa de reposición este no afectó el monto del mecanismo de garantía que mantiene el Fideicomiso.

Se espera que en abril-2012 se ejecute el traspaso de créditos al BIESS cuyos deudores habían solicitado dicho cambio a lo largo del 2011 y primeros meses del 2011. En el caso del presente fideicomiso, se esperaría la sustitución de acreedor solamente de dos créditos, por una suma de USD 110M.

En marzo-2012 el BIESS firma convenios con siete instituciones, entre las que se encuentra CTH, para facilitar los procesos en la sustitución de cartera hipotecaria para afiliados y jubilados. Con estas serían 17 las instituciones que mantienen convenio con el BIESS para este propósito.

### **b) Régimen Tributario aplicado a Fideicomisos**

El 26 de abril de 2011 se reforma el Reglamento para la Aplicación de la Ley de Régimen Tributario Interno, eliminando el texto que indicaba explícitamente que los Fideicomisos Mercantiles que no realizan actividades empresariales ni operan negocios en marcha, no debían pagar anticipo de impuesto a la renta. Si bien dichos fideicomisos están exentos del pago de impuesto a la renta (previo el cumplimiento de otras obligaciones específicas), la Administradora ha enviado una consulta al Servicio de Rentas Internas para asegurar que aún con la reforma descrita los Fideicomisos de Titularización no deben realizar el pago del anticipo.

Adicionalmente, de forma conservadora, la Administradora realizó el anticipo correspondiente al año 2011 en los meses de julio y septiembre, mientras espera la respuesta del SRI.

El análisis realizado por la calificadora considera el escenario de que el SRI disponga el pago del anticipo mencionado, cuyo cálculo consiste en la suma aritmética de los siguientes rubros: 0.2% del patrimonio total, el 0.2% del total de costos y gastos deducibles de impuesto a la renta; el 0.4% de los activos (restados aquellos no monetarios en el caso de instituciones sujetas al control de la Superintendencia de Bancos y Seguros, Cooperativas de ahorro y crédito y similares), más el 0.4% de los ingresos totales.

## **PRESENTACIÓN DE CUENTAS**

El presente análisis ha sido realizado en base a la siguiente información:

- Estados financieros del Fideicomiso Mercantil Banco Bolivariano 1 – BB1.
- Estados Financieros de Banco Bolivariano (Originador).



- Estados financieros de CTH (Agente de Manejo).
- El detalle de la cartera titularizada al 31 de enero de 2012 y demás información considerada relevante para el análisis de la capacidad de pago de las clases emitidas, a la misma fecha de corte.

Para el presente seguimiento se emplearon los estados financieros interinos no auditados del Fideicomiso con corte al 31 de diciembre del 2011; y los estados financieros interinos al 31 de enero del 2012.

Los estados financieros del Fideicomiso están presentados bajo Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF's). Los estados financieros del Originador y del Agente de Manejo se encuentran estructurados de acuerdo a las normas contables contenidas en los catálogos de cuentas y en la codificación de Resoluciones de la Superintendencia de Bancos y Seguros y de la Junta Bancaria; en lo no previsto por dichos catálogos, ni por la citada codificación, se aplica las NIIF (JB-2010-1785).

## **ENTORNO ECONÓMICO Y RIESGO SECTORIAL**

Ver anexos 1 y 2

## **ANÁLISIS DE CAPACIDAD DE PAGO**

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 considera 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 (antes de recuperación por vía legal) para un escenario base 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,

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. La pérdida bruta de la cartera titularizada en un escenario base se estimó en 3.50% de su saldo insoluto actual.

La pérdida bruta a utilizarse en cada escenario de calificación se obtiene a través del uso de múltiplos de estrés que dependen del escenario de calificación. La calificadora asume una curva que determina el momento en que se generan las pérdidas de la cartera.

Así mismo se asume que a través de la acción legal aplicable a los créditos morosos se podrá recuperar un porcentaje de dicha pérdida bruta, luego de un tiempo determinado. De igual forma, este porcentaje es estresado de acuerdo al escenario de calificación.

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 el diferencial de tasas entre la tasa de los créditos titularizados y las del mercado a cada momento, mayor es la probabilidad de prepago. Los créditos hipotecarios titularizados tienen tasa reajutable, lo cual haría que el prepago dado por el caso explicado anteriormente sea menos frecuente.

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.

Se incluye como escenario de estrés la posibilidad de que el SRI disponga el pago anual del anticipo

de impuesto a la renta. Este supuesto se mantendrá hasta que el SRI se pronuncie oficialmente al respecto.

A través del análisis explicado se concluye que las Clases A1, A2 y A3 se pagan en tiempo y forma en un escenario “AAA” que implica una cobertura de al menos seis veces la pérdida base de acuerdo a los múltiplos de estrés aplicados al modelo.

En el caso de las clases A4 y A5, se aprecia un fortalecimiento de su capacidad de pago, proveniente de a) una menor pérdida bruta proyectada de la cartera, en razón de las recompras de cartera vencida más de tres cuotas por parte del Originador; b) una mayor madurez de la cartera conforme transcurre el tiempo; y c) el incremento del sobrecolateral gracias a la utilización del margen de interés positivo que genera mensualmente el Fideicomiso, para amortizar la clase preferente. La calificación otorgada a estas clases supone una capacidad de soportar pérdidas brutas al menos 4.67 veces más altas que la pérdida base calculada.

**BANCO BOLIVARIANO**  
(Originador y Administrador de Cartera)

Banco Bolivariano C.A., cabeza del Grupo Financiero Bolivariano, es el quinto banco más grande del sistema financiero ecuatoriano, participando con alrededor del 8% de los activos del Sistema Bancos. Si bien tradicionalmente se ha enfocado en el segmento de empresas grandes y medianas, con servicios especializados en manejo de efectivo y comercio exterior, desde el año 2001 atiende también al segmento de personas, conformado por pequeñas empresas (operaciones para inversión y capital de trabajo), y banca detallista, con productos como crédito personal (estudios, vehículos, otros), crédito hipotecario y tarjetas de Crédito (VISA y MASTERCARD). Complementan la atención hacia todos los segmentos con servicios de banca electrónica y red comercial.

Si bien su cartera de créditos refleja su enfoque primordialmente corporativo (74.6% de su cartera es comercial), desde el 2005 los créditos hipotecarios toman un mayor impulso, representando a dic-11 el 6.82% de la cartera. El 18.58% restante corresponde a créditos de consumo. El Banco cuenta con la infraestructura tecnológica necesaria para la administración de créditos hipotecarios y dispone de políticas y procedimientos de seguridad de la información que le permiten mitigar el riesgo de pérdida de información ante un siniestro.

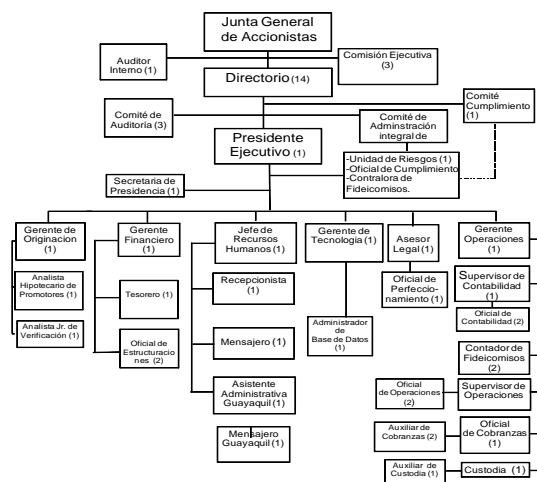
La calificación global en escala local de Banco Bolivariano, otorgada por BankWatch Ratings es AAA-. En nuestro criterio el Banco posee la capacidad técnica y operativa para desempeñarse exitosamente como administrador de la cartera que respalda al Fideicomiso.

La revisión de los procedimientos de originación de Banco Bolivariano evidencia un enfoque conservador basado en las políticas del Banco y en la experiencia de los responsables de su análisis lo cual se refleja en índices de morosidad consistentemente bajos dentro del período de análisis. Si bien se reconoce el éxito de su gestión, en nuestro criterio la Institución requeriría implementar, conforme su crecimiento lo amerite, metodologías de originación que permitan reducir la subjetividad empleada y aumentar la capacidad instalada, para mantener la rigurosidad actual.

En el caso de la gestión de cobranza de los créditos hipotecarios, esta ha sido exitosa hasta el momento. Hasta el 3T09 el seguimiento de los créditos de vivienda dependían del seguimiento telefónico que realizan los oficiales de cuenta designados, y del seguimiento periódico por parte del área de Riesgos y de la Administración. A partir del 4T09, el seguimiento inicial lo realiza el área de Recuperaciones, que forma parte del área de “Control de Crédito” y que anteriormente se encargaba de hacer la gestión de cobranza pre judicial.

**CORPORACIÓN DE DESARROLLO DE MERCADO SECUNDARIO DE HIPOTECAS CTH S.A.**

(Agente de Manejo)

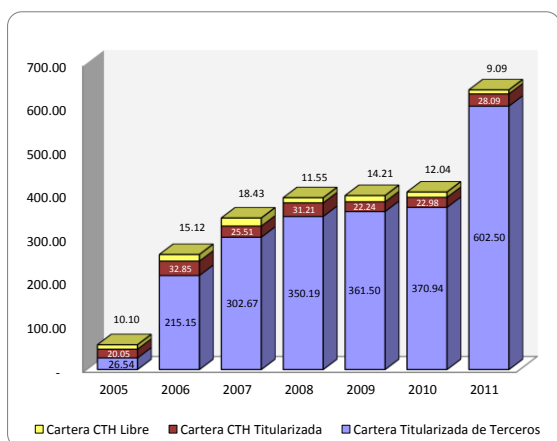


CTH S.A., según lo permitido en el Art. 1 de la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, actúa en el presente proceso de titularización, como Estructurador y Agente de Manejo. Esta institución

cuenta con calificación de “AA” en escala local, otorgada por Bankwatch Ratings con información a Mar-11. Consideramos que CTH tiene la suficiente experiencia, capacidad profesional y técnica necesaria para actuar como agente de manejo de la presente titularización.

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. La actividad principal de CTH es desarrollar mecanismos financieros que contribuyan al fortalecimiento de la industria de financiamiento de vivienda.

CTH administra titularizaciones de cartera de vivienda propia por USD 28.09MM y estructuras originadas por terceros de USD 602.50MM de cartera titularizada a dic-11. 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 tiene a su cargo 35 funcionarios de tiempo completo.

**EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN**

El 11 de junio del 2009 el Fideicomiso Mercantil Banco Bolivariano 1, BB1 emitió títulos de contenido crediticio denominados BB-TH 1, por USD 35 millones, respaldado por créditos hipotecarios. Los títulos valores se encuentran repartidos en cinco clases: A1, A2, A3, A4 y A5.

En octubre-09 el Originador vende la primera porción de la clase A1 (USD 5 millones), iniciándose así la etapa de amortización parcial de esta clase. En diciembre-09, se realiza una segunda venta por el saldo restante de los títulos de la clase

A1, con lo cual desde esa fecha la totalidad de la emisión se encuentra en etapa de amortización.

Como se indica a continuación, las distintas clases pagan una tasa de interés que está en función de la tasa promedio ponderada (TPP) del colateral. La fórmula cambia si es que la TPP disminuye a porcentajes inferiores al 5% (y superiores a 12%) para proteger a la estructura de un menor exceso de interés.

En el caso de la clase A5, esta tiene valor nominal de USD 1, y no recibe una tasa de interés a lo largo de la vida del Fideicomiso. Esta clase es beneficiaria de los excedentes del Fideicomiso luego del pago total de las demás clases emitidas.

CLASES	TASA DE INTERES	
	Si 5 < TPP < 12	Si TPP ≤ 5 ó ≥ 12
A1	TPP - 4.71%	60.75%
A2	TPP - 4.10%	65.83%
A3	TPP - 3.45%	71.25%
A4	TPP - 3.15%	73.75%

El Fideicomiso ha cumplido hasta el momento con todos los pagos establecidos a los inversionistas, y se encuentra actualmente amortizando de manera mensual la clase A1, de acuerdo a la prelación establecida en la escritura del Fideicomiso. A enero 2012 se ha pagado USD 15MM de capital de la clase A1, y 32 cupones de interés de todas las clases.

**FLUJOS DEL FIDEICOMISO**

A continuación se muestra las fuentes y usos de los recursos del Fideicomiso desde su creación hasta la fecha de corte:

GENERACIÓN DE FONDOS DISPONIBLES (USD Miles)	
Efectivo inicial (23-Diciembre-2008)	1
(+) Capital recuperado	16,353
(-) Compra de Cartera para reposición	2,586
<b>Flujo Proveniente de Capital</b>	<b>13,767</b>
(+) Interés recaudado (cartera+otros)**	7,921
(-) Gastos del fideicomiso	844
(-) Interés ordinario pagado a clases A1, A2,A3 y A4 ***	4,278
(-) Pagos al originador	241
<b>Flujo Proveniente de Exceso de Interés</b>	<b>2,559</b>
<b>Efectivo Generado por Capital e Interés</b>	<b>16,326</b>
(-) Capital pagado a clases*	15,023
(-) Interés extraordinario pagado a clase A5	785
<b>Efectivo pendiente de utilización</b>	<b>519</b>
<b>Efectivo final según balance (31-enero-12)</b>	<b>519</b>

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

Considerando el pago realizado el 1 de febrero de 2012, el saldo insoluto de la emisión asciende a USD 19.98MM. De este valor la clase A1 representa el 33.42%, la clase A2 el 36.79%, la clase A3 el 10.51% y las clases A4 y A5 el 19.27%. Esta participación va cambiando a medida que se va cancelando el capital de las clases

preferentes. Al momento en el que se emitieron los títulos, la clase A1 representaba el 62% del monto originalmente emitido.

De acuerdo a la estructura legal, el excedente de intereses luego del pago de los gastos del Fideicomiso y del interés ordinario a las clases emitidas debe aplicarse a la amortización de capital de la clase vigente con mayor prelación, que en este caso es la clase A1.

El gasto variable está conformado por la comisión del administrador de la cartera, los honorarios del agente de manejo y el anticipo del impuesto a la renta. El gasto fijo se conserva dentro del rango planificado en la calificación inicial.

**ACTIVO DE RESPALDO**

**Descripción del Activo de Respaldo**

Resumen Colateral	Calif. Inicial	31-ene-12
Monto Cartera Original (USD MM)	35	35
Saldo de Cartera (USD MM)	35	21
Número de Créditos actual	900	735
Monto Promedio Crédito Actual (USD)	38,889	28,812
Deuda/ Gfía promedio ponderado(%)	48.69	41.26
Dividendo/ Renta prom. ponderado (%)	11.08	15.86
Plazo transcurrido prom. ponderado (meses)	26	41
Plazo remanente prom. ponderado (meses)	108	82
Tasa Interés prom. ponderada (%)	10.55	9.62
<b>Concentración Regional (%):</b>		
Guayas	70.01%	71.62%
Pichincha	23.22%	22.36%
Azuay	4.58%	4.27%
Otras Provincias (<1%)	2.19%	1.74%

El principal activo de respaldo de la presente titularización es cartera hipotecaria de vivienda originada por Banco Bolivariano. Adicionalmente, existen fondos disponibles por USD 519M, los cuales serán destinados principalmente a cubrir la próxima amortización mensual de la clase A1.

La tasa promedio ponderada de los créditos ha mostrado una tendencia a reducirse, influenciada inicialmente por la reducción de la tasa máxima de vivienda y, a partir del 2010, por la reducción de la tasa pasiva referencial, sobre la cual se reajusta casi la totalidad de la cartera titularizada (99.05%). Cabe indicar que la capacidad de pago de la estructura no se ha debilitado por este hecho, ya que la fórmula de cálculo de los intereses a pagar a las clases emitidas protege el margen de interés, ante movimientos de la tasa de interés de referencia.

Con respecto al plazo remanente de la cartera, este se ha reducido respecto de la calificación inicial, como reflejo del tiempo transcurrido. Conforme se incrementa la madurez de la cartera se esperaría que también la pérdida acumulada tienda a estabilizarse.

El plazo remanente de la cartera (82 meses) es superior al plazo remanente promedio de los títulos emitidos (66 meses), descalce mitigado por el sobrecolateral acumulado hasta la fecha y por el aporte del margen entre los ingresos por intereses de la cartera y el gasto del fideicomiso, en el que se encuentran los intereses pagados a los inversionistas.

En cuanto a su distribución geográfica, la cartera continúa mostrando una alta concentración en la provincia del Guayas (71.62%) y en menor proporción en Pichincha (22.36%), lo que refleja el posicionamiento del Originador en estas ciudades.

Los indicadores Deuda sobre Avalúo (DAV) y Cuota mensual sobre Ingreso (CIN) se mantienen en niveles controlados. Estos indicadores están estadísticamente relacionados con la calidad futura de la cartera.

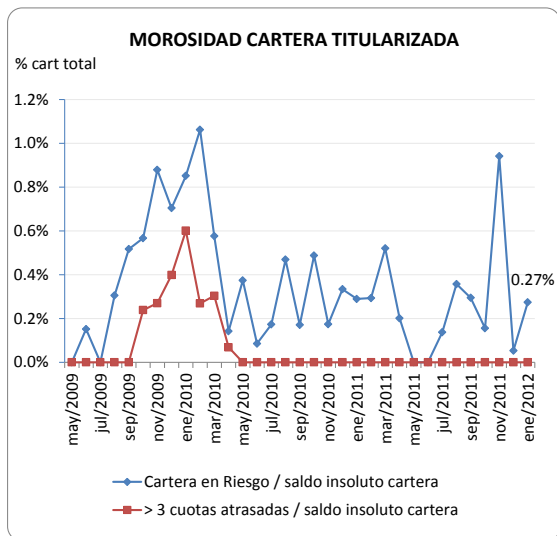
Cabe indicar que el indicador de CIN ha sido ajustado hacia arriba, al aislar de su cálculo a créditos con deudores que reportan ingresos mayores a USD 15M (11.26% del monto de cartera). Esto por cuánto se estima que en ese segmento hay mayor probabilidad de errores o imprecisiones en la información reportada.

A continuación el cuadro muestra la distribución de la cartera de acuerdo a intervalos de cuota – ingreso (CIN) y deuda – garantía (DAV):

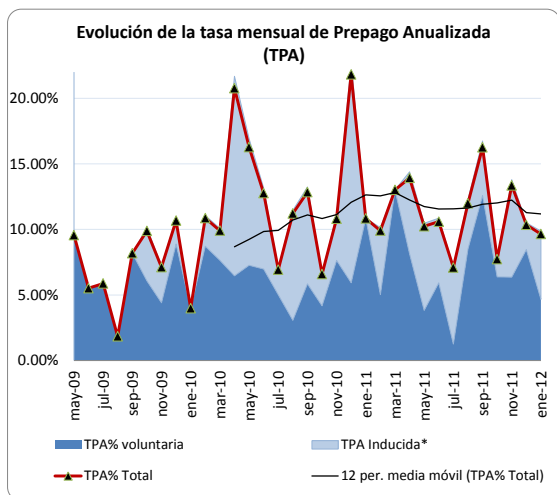
Distrib. DAV		Distrib. CIN	
Intervalos	% de cartera	Intervalos	% de cartera
< 10%	0.99%	< 10%	22.53%
entre 10% y 19%	6.26%	entre 11% y 20%	42.23%
entre 20% y 29%	12.68%	entre 21% y 30%	19.54%
entre 30% y 39%	21.79%	entre 31% y 35%	3.25%
entre 40% y 49%	33.21%	Más de 35%	1.18%
entre 50% y 59%	19.87%	excluidos n/d*	11.26%
entre 60% y 69%	5.04%	<b>Total</b>	<b>100.00%</b>
entre 70% y 75%	0.00%		
Mayor a 75%	0.17%		
<b>Total</b>	<b>100%</b>		

\* Corresponde a créditos de deudores con Ingresos superiores a USD 15M, que fueron excluidos de los demás rangos.

La morosidad de la cartera titularizada sigue siendo baja, en concordancia con la morosidad del Originador y con las recompras periódicas de cartera vencida por parte del mismo. La cartera en riesgo representa el 0.27% del saldo insoluto de la cartera a enero 12 y está conformada únicamente por cartera vencida de hasta 3 cuotas de retraso. En el siguiente gráfico se puede apreciar la evolución de la morosidad del Fideicomiso:



Con respecto al prepago, su evolución está claramente influenciada por las recompras de cartera que ha realizado periódicamente el Originador. Si bien la tasa mensual anualizada de prepago (TPA) promedio desde el inicio de la titularización se sitúa en 10.56%, a ene-12, el promedio de los últimos 12 meses se encuentra en 11.18%. Este porcentaje es superior al estimado en la calificación inicial (6.18%).



El incremento del prepago acelera la cobranza de los flujos de capital de la cartera, lo que reduce la generación futura de intereses, afectando principalmente a las clases con mayor subordinación.

La escritura del Fideicomiso establece que si el prepago mensual anualizado supera el 12% y si en el mismo período la morosidad mayor a 120 días supera el 11.50%, el Originador deberá proceder a intercambiar cartera por el excedente de prepago sobre el 12%. Este factor contribuye a mitigar el riesgo de niveles altos de prepago.

**DESCRIPCIÓN DE LA ESTRUCTURA**

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

El Fideicomiso establece como garantía 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.

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.

Ecuador – Anexo 1

Entorno Macroeconómico

El comportamiento real del 2011, superó las expectativas. Se espera que en el 2012 haya una desaceleración pero seguirá siendo un buen año considerando sobretodo que la economía mundial está estancada.

En el 2012, las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

A mediano plazo (2013-2015) surgen preocupaciones en función de las perspectivas de la economía global. Se mantiene la preocupación en cuanto a que la estabilidad del Ecuador depende del gasto público que mantiene una tendencia creciente y que este a su vez está íntimamente ligado al precio del petróleo y a su capacidad de seguir consiguiendo nuevos créditos. Por otro lado el gasto corriente representa la mayor parte del gasto del gobierno y este está financiado con fuentes adicionales a los impuestos.

El entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable, lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito.

COMPORTAMIENTO HISTÓRICO Y PREVISIÓN 2012

	2008	2009	2010	2011prev.	2012 prev.
PIB (USD Mill 2000)	24,032	24,119	24,983	26,608	28,031
Inc. PIB (Mill 2000)%	7.24	0.36	3.60	6.50	5.40
PIB CORRIENTE (Mill USD)	54,208	52,022	57,978	65,945	71,625
Inc. PIB CORRIENTE%		-4.03%	11.45%	13.74%	8.6%
Inc. anual oferta y demanda global% (usd 2000)	8.10	-3.60	7.40	5.80	4.90
Inflación Anual %	8.63	4.31	3.33	5.53*	
Deuda total del Gobierno/PIB%	25.34	19.67	23.40	21.72***	
Deuda externa del Gobierno/PIB%	19.18	14.39	15.22	15.09***	
Deuda interna del Gobierno/PIB%	6.16	5.28	8.18	6.63***	
Cuenta Corriente/PIB %	2.0	-0.35	-3.31	0.17	
Presupuesto General del Estado/PIB%	-1.10	-4.30	-1.60	-2.40	-5.20
Ingreso Sector Público/PIB %	40.70	35.33	39.98	46.8***	
Gasto Corriente Gobierno/PIB%	27.20	26.80	29.16	32.36****	
Inversión del Gobierno /PIB%	12.91	12.84	12.45	12.59****	
Precio del Petróleo/ barril USD (ref)	97.70	64.00	84.50	100.68*	
estimación BCE Nov/11					
fuente: Análisis Semanal - 2007 - 2011 BCE devengado , 2012 registro oficial y proforma PIB					
Debe notarse que la deuda del Gobierno no contabiliza deuda contraída a plazos menores de 360 días.					
*BCE inflación anual a noviembre 2011					
*** deuda a octubre 2011 PIB corriente proyectado					
****BCE con datos a agosto 2011 actualizado					
* diciembre 2 de 2011					

El BCE ha actualizado su estimación en cuanto al crecimiento económico para el 2011 a 6.5%. Este crecimiento del PIB ha estado fomentado principalmente por inversión pública, lo que ha privilegiado el

crecimiento del sector de la construcción, del agua y energía. El sector de la construcción ha sido apoyado también por el crédito del BIESS. El crecimiento real del año podría llegar alrededor de un 7% según algunas expectativas.

Algunos de los sectores que se han destacado durante el año 2011 se muestran a continuación, junto a las expectativas de su variación para el año 2012:

Sectores	2011 prev	2012 prev
Refinación de Petróleo	25.4%	-12.1%
Electricidad y Agua	8.0%	5.0%
Construcción	14.0%	5.5%
Comercio	6.6%	6.0%
Explotación de Minas y Canteras	5.4%	0.4%
Intermediación Financiera	7.8%	3.5%
Agricultura/Ganadería	4.6%	5.0%
Productos de Madera y elaboración	10.0%	11.0%
Silvicultura y extracción de Madera	9.4%	9.0%
Pesca	7.6%	7.6%

\* la tabla anterior muestra el crecimiento del PIB en valores constantes por actividad económica. Fuente: BCE

La oferta y demanda global que suma al PIB el comercio exterior, en el 2011 frente al año anterior, muestra una desaceleración con un crecimiento del 5.8% frente a un importante 7.4% del 2010.

El comportamiento de la oferta global también variaría con respecto al año anterior. En el 2010 el PIB aumentó en 3.6% y las importaciones en un importante 16.3%. Para el 2011, el incremento del PIB sería de un 6.5% y el de las importaciones del 3.96%. Considerando el comportamiento esperado de las exportaciones y de la demanda interna, lo cual se expone más adelante, se esperará que el aumento de las importaciones sea mayor.

El comportamiento de la demanda global, muestra que la demanda interna se desacelera de un 9.1% de crecimiento en el 2010 a un 6% en el 2011, mientras que las exportaciones que crecieron en el 2010 en un magro 2.3%, en el 2011, se recuperan en un 5.1%.

El desempeño de la demanda interna y las previsiones del BCE para el 2011, se muestra en la tabla siguiente:

COMPOSICIÓN DEMANDA INTERNA	2008	2009	2010	2011
	PREVISIÓN DEL BCE			
	Tazas de crecimiento			
DEMANDA INTERNA	9.9%	-2.7%	9.1%	6.0%
1) Consumo	7.4%	-0.1%	6.9%	5.2%
Estado	11.5%	4.0%	1.4%	4.6%
Hogares	6.9%	-0.7%	7.7%	5.2%
2) FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO	16.1%	-4.3%	10.2%	7.5%
3) EXISTENCIAS	13.7%	-30.8%	45.3%	10.3%

Se destaca en el desempeño de la demanda interna la formación bruta de capital que muestra una desaceleración importante con respecto al año anterior. Esta desaceleración se da en el segundo semestre del año luego de que en el primer trimestre el crecimiento anual



fue del 15.4%. Así mismo, el consumo de los hogares mostraría una desaceleración en el segundo semestre del 2011, llegando a 5.2% al fin de año, luego del crecimiento de 8.3% en el primer semestre.

Las perspectivas antes expuestas, tanto de la formación bruta de capital como la del consumo de los hogares, están incorporadas en las expectativas de crecimiento para el 2011 de 6,5%. **Expertos estiman que esta desaceleración tan pronunciada es poco probable por lo que se esperaría que el crecimiento real del PIB para el 2011, supere el 7%.**

El crecimiento del gasto público en la formación de capital está impulsado por el alto precio del petróleo y el mayor endeudamiento público con la banca china. Se estima que aún cuando la recaudación de impuestos a mostrado una tendencia creciente, esta expansión no ha sido suficiente para cubrir por sí sola el creciente gasto corriente.

Como consecuencia de la política económica, altamente dependiente del gasto público, resulta que las importaciones crezcan más que las exportaciones, que las tasas de crecimiento tanto de la formación bruta de capital como del consumo de los hogares sean más volátiles y muestren variaciones más pronunciadas y que el sector productivo sea el de menor crecimiento.

#### PERSPECTIVAS 2012

OTRAS EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO 2012	BCE	FITCH	CEPAL	FMI
	5.4%	4.8%	5.0%	4.0%

Se esperará que la estrategia de crecimiento económico mediante gasto público soportado por el alto precio del petróleo y el crédito externo, se mantenga durante el 2012.

El precio del petróleo tiene buenas perspectivas pero no tendrá un incremento importante frente al 2011. Existen fondos disponibles adicionales de China y Rusia para proyectos hidroeléctricos, pero estos llegarán a un límite en un momento dado que pudiera no ser el próximo año.

La desaceleración del PIB al 5.4%, explica el BCE, por la paralización de la refinería de Esmeraldas durante la mitad del año. El PIB petrolero según estas expectativas crecería en apenas 0.3% en el 2012. El PIB no petrolero se desacelerará de 6.7% en el 2011, a 6.1% en 2012.

Analistas económicos independientes estiman que el PIB petrolero se contraerá más de lo que prevé el gobierno y coinciden con las expectativas en cuanto al PIB no petrolero.

El crecimiento del PIB no petrolero seguirá siendo empujado por el consumo de hogares que se esperaría mantenga una tasa de crecimiento similar a la del 2011. Siendo el 2012 año de propaganda electoral (elecciones enero 2013), el gobierno seguirá impulsando este consumo.

Las actividades que se dirigen a los mercados externos tendrán que enfrentar los mayores riesgos, no solo por las perspectivas económicas de dichos mercados sino por el deterioro del entorno operativo interno para las exportaciones en torno a varios factores: crecimiento de los costos internos, una aparente tendencia al fortalecimiento del dólar, el nuevo impuesto del 5% a la salida de divisas y a los fondos que los exportadores mantienen en el exterior y la actitud de las autoridades frente a los principales mercados del Ecuador.

#### PERSPECTIVAS 2013 – 2015

El estimado del gobierno para el desempeño económico entre el 2013 y 2015 es de una persistente desaceleración a un limitado crecimiento del 3.3%. Estas expectativas se mantienen aún considerando que los dos principales proyectos de minería metálica en la provincia de ZAMORA, deberían estar produciendo y exportando en esos años.

El BCE estima que habrá una contracción del PIB petrolero en 2015. El crecimiento del PIB no petrolero se mantendrá entre el 3% y el 4%.

El FMI concuerda con las tendencias de crecimiento esperadas.

#### SECTOR PRIVADO

Lamentablemente, el entorno para la inversión privada es cada vez más incierto y desfavorable (múltiples reformas tributarias, incrementos de salarios más altos que los incrementos en la producción, propuestas de leyes antimonopolios sin participación del sector privado, implementación de cupos y aranceles a las importaciones) lo que impide aprovechar localmente el incremento de la demanda y la disponibilidad de crédito. Las restricciones, incremento de costos laborales y deficiencias estructurales en los servicios limitan la capacidad de competir en los mercados internacionales impidiendo que se logre expandir los mercados.

Un hecho relevante que confirma el interés del Gobierno de controlar el mercado para las empresas privadas es Ley de “Control de Poder de Mercado” que ya está vigente.

La ley como está diseñada va más allá de limitar prácticas monopólicas; propicia la creación de entes de control con amplios e indefinidos poderes sometidos a la discrecionalidad del ejecutivo.

Preocupa también la dirección que tomarán las decisiones de los juzgados en cuanto a las demandas por las prácticas de tercerización laboral, lo cual constituye otra amenaza para el sector real de la economía.

Fuentes: BCE, Ecuador Análisis, El Comercio; Elaboración BWR.

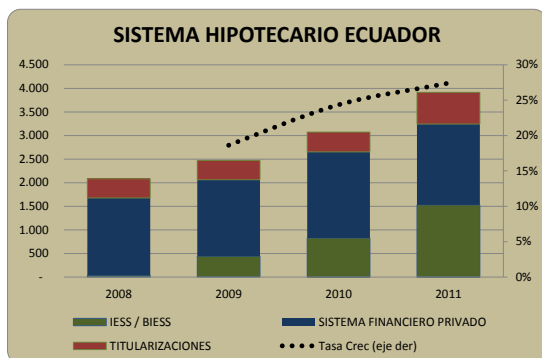
Ecuador – Anexo 2

Informe Sectorial – Mercado Hipotecario

SISTEMA - MERCADO HIPOTECARIO

El sistema hipotecario en el país está conformado por tres grandes componentes: la cartera de vivienda generada por el sistema financiero privado (bancos, mutualistas, cooperativas y sociedades financieras), los préstamos hipotecarios colocados por el Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (IESS) ahora Banco del IESS (BIESS) y la cartera que ha sido separada de los balances siendo sujeta a procesos de titularización y administrada bajo esta modalidad.

Existe una participación minoritaria de organismos del sector público como el Banco Ecuatoriano de la Vivienda, sin embargo estos créditos están dirigidos hacia un segmento de constructores más que a financiar vivienda al consumidor final.



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros/ Estadísticas BIESS / BVG

Elaboración: BWR

\* 2011: se refiere a información al mes de octubre.

En base a información publicada por la Superintendencia de Bancos y Seguros y las estadísticas del BIESS, el mercado hipotecario al mes de octubre 2011, ascendería a USD 3,916 MM, donde el sistema financiero privado tendría una participación del 44%, el BIESS el 39% y la cartera titularizada representa el 17%.

Como se puede observar en el gráfico, a partir del 2008 el BIESS ingresa agresivamente al mercado hipotecario colocando un promedio de USD 497 MM por año desde el 2008 hasta el 2011. Si bien la institución financiera también construcción y remodelación, el mayor volumen de crédito otorgado es para vivienda terminada.

El BIESS ha flexibilizado las condiciones del crédito en el último año. Se otorgan montos hasta USD 100 M, sin entrada, se disminuyó la tasa de interés de 9,67% a 7,9%, y se ha planteado reformar el plazo máximo para ampliar de 25 hasta 30 años.

La competencia que genera el BIESS para el sistema financiero es fuerte, no solo porque la institución tiene los recursos para la colocación sino porque además el

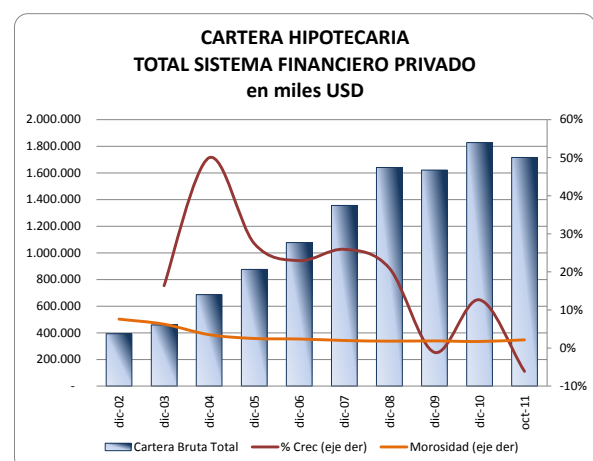
fondeo del IESS es de largo plazo y puede otorgar plazos mayores a 20 años.

Mientras que las fuentes de fondeo del sistema financiero son de corto plazo y máximo pueden ofrecer financiamiento hasta 15 años.

Según el presupuesto del BIESS se espera USD 725 MM en nuevos créditos hipotecarios colocados en el 2011. De cumplirse este presupuesto la cartera total del BIESS estaría cerca de igualar la cartera total de vivienda del sistema financiero. Hasta el mes de noviembre 2011 la colocación de cartera hipotecaria del BIESS, según su reporte estadístico, ascendió a USD 701 MM.

No existe información publicada sobre niveles de morosidad de la cartera hipotecaria que posee ahora el BIESS, sin embargo dado que los pagos de préstamos se realiza a través de descuento directo en roles de pagos se podría estimar que la morosidad sea baja por la efectividad de este mecanismo, siempre que no se incrementen los niveles de desempleo.

La cartera bruta total de vivienda del sistema financiero al mes de octubre 2011 ascendió a USD 1,715 MM, de los cuales el 75% corresponde a la cartera de bancos. La cartera de vivienda de bancos al mes de octubre muestra un decrecimiento anual de -6%, influenciado principalmente por el retiro de cartera de Banco Pichincha por alrededor de USD 300MM, la cual fue titularizada, de la misma forma también hubo la disminución de USD 30 MM que fueron titularizados por Produbanco. Sin contar estos montos, la cartera del sistema de vivienda creció 12%.



Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros

Elaboración: BWR

La siguiente cartera en importancia es la generada por las cooperativas. Este segmento es el que mayor crecimiento registra en los dos últimos años. Hasta el año 2009, la cartera de vivienda de las cooperativas



crecía en promedio al 10%, durante el 2011 el segmento presenta un ritmo de crecimiento promedio anual 28%, observándose una desaceleración en el crecimiento en el último trimestre del año.

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

Sin embargo, existe una política del Gobierno de financiamiento a través del sistema de cooperativas por lo que se ha visto que instituciones financieras del sector público están financiando a este segmento a mediano plazo. Además, con la publicación de la Ley de Economía Popular y Solidaria, las cooperativas podrían también acceder a financiamiento a través de mercado de valores.

Desde el año 2004, los indicadores de morosidad del sistema hipotecario en el país han tenido una clara tendencia a disminuir. En general, el segmento hipotecario es uno de los sectores tendencialmente de menor morosidad y más estable por tratarse de un activo de largo plazo. Además, el portafolio de vivienda al ser respaldado por el mismo bien tiene adecuadas coberturas de garantía.

El indicador de morosidad de la cartera de vivienda del sistema financiero privado muestra un ligero incremento

en relación al histórico, influenciado también por la disminución de la cartera productiva del sistema a partir de las titularizaciones de Banco Pichincha y Produbanco. La cartera en riesgo representa 2.16% de la cartera total al mes de octubre 2011.

Pese a la alta competencia que genera el BIESS en el mercado, la colocación de cartera hipotecaria en los segmentos más grandes del sistema (bancos y cooperativas) aún se muestra creciente en el 2011. Dado el déficit habitacional del país, la base de personas que están accediendo a créditos de vivienda se ha extendido y es así que todos los segmentos crecen, pese a la incursión del BIESS.

Sí se observa que la participación de bancos ha ido disminuyendo. 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 han podido crecer de forma importante.

En cuanto a la calidad de los activos, se estima que en las actuales condiciones de crecimiento agresivo y alta competencia se podría llegar a la flexibilización de condiciones para otorgar créditos por parte de las instituciones y mostrar posteriores deterioros. Se observa actualmente que existe una tendencia cada vez mayor en el sistema al incremento del endeudamiento en los hogares, tanto en consumo como en vivienda, lo que sería un factor de riesgo en la economía en un momento de estrés o de iliquidez, o en condiciones macroeconómicas desfavorables.