

Quito, 29 de febrero del 2016

**RTG-102/16**

Economista  
José Samaniego Ponce  
Gerente General  
ANEFI S.A.  
Presente.-

De nuestras consideraciones:

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar la calificación de 'AAA' a las clases A1 y A2; 'AA+' a la clase A3; y 'B+' a las clases A4 y A5 del Fideicomiso Mercantil FIMUPI 8.

### EVOLUCIÓN DE LA EMISIÓN

| Clase                | Clase Alpha                             | A1         | A2        |
|----------------------|---|------------|-----------|
| Monto Emitido (USD)  | 1,000,000                               | 15,800,000 | 8,100,000 |
| Saldo Insoluto (USD) | Cancelado                               | 507,614    | 8,100,000 |
| Plazo remanente      | -                                       | 20 meses   | 58 meses  |
| Fecha de emisión     | 23-mar-12                               | 23-mar-12  | 23-mar-12 |
| Fecha venc. legal    | 16-ene-14                               | 16-ago-17  | 16-oct-20 |
| Autorización SIC     | Q.IMV.2012.1403 del 15 de marzo de 2012 |            |           |

| Clase                | A3                                      | A4        | A5        |
|----------------------|---|-----------|-----------|
| Monto Emitido (USD)  | 2,400,000                               | 2,699,000 | 1,000     |
| Saldo Insoluto (USD) | 2,400,000                               | 2,699,000 | 1,000     |
| Plazo remanente      | 75 meses                                | 117 meses | 118 meses |
| Fecha de emisión     | 23-mar-12                               | 23-mar-12 | 23-mar-12 |
| Fecha venc. legal    | 16-mar-22                               | 16-sep-25 | 16-oct-25 |
| Autorización SIC     | Q.IMV.2012.1403 del 15 de marzo de 2012 |           |           |

**Calificación Local:** La calificación emitida pertenece a una escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito de la transacción.

**Cobertura creciente de mecanismos de garantía:** Si bien la subordinación es el mecanismo de garantía más importante a la fecha, el Fideicomiso ha logrado acumular un sobrecolateral que fortalece la capacidad de pago de las clases frente a la estructura inicial. Actualmente las clases A1 y A2 pueden soportar escenarios de estrés elevado, consistente con la calificación de riesgo otorgada.

La clase A3 posee niveles adecuados de cobertura, motivo por el cual no es muy sensible a variaciones en los niveles de prepago, sin embargo si lo es a un incremento importante de la morosidad. Adicionalmente, dentro de escenarios de mayor estrés al utilizado mostraría dificultad en cumplir los pagos dentro de su plazo legal, lo cual se considera en la calificación otorgada.

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



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

**Calidad de la cartera titularizada:** La cartera titularizada está altamente diversificada por emisor y corresponde a créditos hipotecarios de vivienda originados por Mutualista Pichincha. A la fecha de corte los créditos con una mora mayor a sesenta días mantienen una morosidad de 11.72%.

**Opinión legal favorable sobre estructura:** Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio autónomo. La transferencia efectiva de dominio de la cartera transferida se realiza a través del respectivo contrato de compraventa de cartera. Hemos recibido confirmación escrita por parte de la Fiduciaria de haber recibido físicamente todos los documentos de crédito que respaldan las operaciones transferidas al Fideicomiso.

En cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 16, Sección IV, Capítulo III, Subtítulo IV, Título II, de la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, destacamos que la calificación asignada por BANKWATCH RATINGS S.A., “no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni implica una garantía de pago del mismo, ni estabilidad de un precio, sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste”.

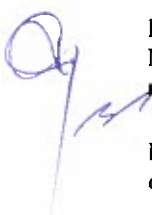
Adicionalmente, en cumplimiento del artículo 190 de la Ley de Mercado de Valores, como representante legal de BANKWATCH RATINGS, declaro que ni ella, ni sus administradores, miembros del Comité de Calificación, empleados a nivel profesional, ni los accionistas se encuentran incurso en ninguna de las cláusulas previstas en los literales del a) al h) estipulados en dicho artículo.

En caso de existir cualquier inquietud en cuanto al tema de la calificación, siéntanse libres de comunicarse con nosotros.

Atentamente,



Patricio Baus  
Gerente General



**En cumplimiento a la disposición de la Superintendencia de Compañías según oficio circular N.SC.IMV:EOPC.99.046 No. 010631, de 12 de agosto de 1999, expresamos que la emisión arriba mencionada no se encuentra garantizada por la Corporación de Seguros de Depósitos (COSEDE).**

**NOTA:**Según la Ley de Mercado de Valores, nuestra Compañía necesita recibir por escrito hasta tres (3) días después de haber otorgado la calificación a una empresa, su aceptación o apelación a la misma.

Una vez que hemos otorgado la calificación correspondiente a su empresa, sirvanse contestarnos según requerimiento arriba mencionado.

Ecuador  
Calificación Inicial

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

### Calificación

| Clase | Calificación Otorgada |
|-------|-----------------------|
| A1    | AAA                   |
| A2    | AAA                   |
| A3    | AA+                   |
| A4    | B+                    |
| A5    | B+                    |

AA: "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."

AA+: "Corresponde al patrimonio autónomo que tiene muy buena capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión."

B+: "Corresponde al patrimonio autónomo que tiene capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión."

#### Principales participantes:

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

#### Contactos:

Patricia Pinto  
(5932) 226 9767 ext. 10  
[ppinto@bwratings.com](mailto:ppinto@bwratings.com)

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

### Fundamento de la calificación

El Comité de Calificación de BankWatch Ratings decidió otorgar la calificación de 'AAA' a las clases A1 y A2; 'AA+' a la clase A3; y 'B+' a las clases A4 y A5.

**Calificación Local:** La calificación emitida pertenece a una escala local, la cual indica el riesgo de crédito relativo dentro del mercado ecuatoriano y por lo tanto no incorpora el riesgo de convertibilidad y transferencia. La calificación sí incorpora los riesgos del entorno macroeconómico y de la industria que podrían afectar positiva o negativamente el riesgo de crédito de la transacción.

**Cobertura creciente de mecanismos de garantía:** Si bien la subordinación es el mecanismo de garantía más importante a la fecha, el Fideicomiso ha logrado acumular un sobrecolateral que fortalece la capacidad de pago de las clases frente a la estructura inicial. Actualmente las clases A1 y A2 pueden soportar escenarios de estrés elevado, consistente con la calificación de riesgo otorgada.

La clase A3 posee niveles adecuados de cobertura, motivo por el cual no es muy sensible a variaciones en los niveles de prepago, sin embargo si lo es a un incremento importante de la morosidad. Adicionalmente, dentro de escenarios de mayor estrés al utilizado mostraría dificultad en cumplir los pagos dentro de su plazo legal, lo cual se considera en la calificación otorgada.

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

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

**Calidad de la cartera titularizada:** La cartera titularizada está altamente diversificada por emisor y corresponde a créditos hipotecarios de vivienda originados por Mutualista Pichincha. A la fecha de corte los créditos con una mora mayor a sesenta días mantienen una morosidad de 11.72%.

**Opinión legal favorable sobre estructura:** Hemos recibido una opinión legal favorable respecto a la legalidad y forma de transferencia de los activos del patrimonio autónomo. La transferencia efectiva de dominio de la cartera transferida se realiza a través del respectivo contrato de compraventa de cartera. Hemos recibido confirmación escrita por parte de la Fiduciaria de haber recibido físicamente todos los documentos de crédito que respaldan las operaciones transferidas al Fideicomiso.



## Presentación de Cuentas

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

- Contrato del Fideicomiso y demás documentos legales pertinentes.
- Estados financieros del Fideicomiso al 2012 auditados por la empresa Pricewaterhouse-Coopers y estados financieros del Fideicomiso al 2013 y 2014 auditados por KPMG. En todos ellos, la opinión de la auditora es favorable respecto a la razonabilidad de su presentación con base en las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).
- Estados financieros no auditados del Fideicomiso desde el inicio de la titularización hasta diciembre 2015, preparados de acuerdo a las NIIF.
- Información sobre la evolución del activo subyacente del Fideicomiso, relevante para el análisis de capacidad de pago de las clases emitidas, con la misma fecha de corte.
- Estados financieros de ANEFI a diciembre-2015, preparados bajo las normas NIIF. Información relevante sobre el Agente de Manejo y su capacidad para administrar el Fideicomiso.
- Estados financieros de Mutualista Pichincha de los años 2011, 2012, 2013 y 2014, y auditados por Pricewaterhouse-Coopers en los primeros dos años, y KPMG en los últimos dos. En todos los casos la opinión es favorable respecto a su adecuada presentación bajo las normas establecidas por la Superintendencia de Bancos.
- Información histórica del comportamiento de la cartera hipotecaria colocada por Mutualista Pichincha desde 2005 a diciembre-2015 y de las políticas actuales de originación y cobranzas.

## Entorno Económico y Riesgo Sectorial

Por favor remitirse al anexo 1.

## Hechos Relevantes y Subsecuentes

El 01 de septiembre del 2015 ANEFI sustituyó a CTH como agente de manejo de la presente titularización, en cumplimiento de la cláusula transitoria XXVII del Código Monetario y Financiero. El traspaso de las operaciones se ha realizado sin inconveniente o efecto negativo alguno para la titularización. La contratación de CTH para asistir en las tareas operativas de la titularización ha facilitado la transferencia.

## Análisis de Estrés

### Pérdida estimada de la cartera de créditos titularizada

La pérdida bruta esperada (antes de recuperaciones por vía legal) para un escenario base (pérdida base en adelante) se obtiene del estudio del comportamiento histórico de la cartera del Originador, de la revisión de sus políticas de originación y cobranzas, de la experiencia internacional, y del análisis de las características de cada crédito fideicomitado, así como su morosidad, las relaciones deuda/garantía (DAV) y cuota mensual/ingreso (CIN), concentraciones geográficas y por deudor, madurez de la cartera (número de cuotas pagadas), entre otras.

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

Se estima que en un escenario base la cartera titularizada podría llegar a tener hasta el final de la titularización una pérdida base (antes de recuperación legal) de 14.51% del saldo insoluto actual, dicho porcentaje se encuentra influenciado por la reducción del saldo insoluto de la titularización. Si se calcula la pérdida en relación al saldo inicial transferido al Fideicomiso, esta sería de 7.18%.

A la fecha de corte la morosidad de la cartera a más de 60 días es de 11.72%, y los créditos con más de tres cuotas vencidas representan el 9.44%; este nivel de morosidad incluye los créditos en proceso judicial y aquellos que a pesar de no estar demandados poseen seis o más cuotas vencidas.

Del flujo proyectado de la cartera se excluye a los créditos demandados y/o con seis o más cuotas vencidas, considerando la baja probabilidad de que los mismos se paguen a futuro según su tabla de amortización. Sí se incluye en cambio un supuesto de su recuperación por vía judicial. La pérdida base a utilizarse en el presente análisis, sin incluir dichos créditos, llega a 8.56%.

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

Cabe indicar que para la proyección del flujo teórico de la cartera se excluyen créditos por USD 960,390.27, de los cuales el 38.5% corresponde a operaciones con garantía hipotecaria en proceso de

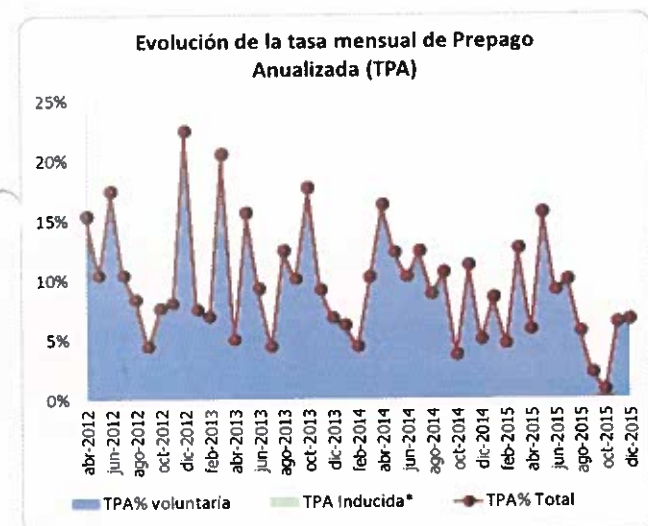
demanda judicial; 19.8% a créditos respaldados con fideicomisos en garantía con seis o más cuotas de retraso y que encuentran en proceso arbitral o legal de recuperación; y el 41.7% restante hace referencia a cartera que a pesar de poseer seis o más cuotas vencidas no se encuentra a la fecha de corte dentro de procesos de recuperación por vía legal.

La demora en el inicio de las acciones legales se puede explicar por varios factores, entre los que se encuentran el registro de la cesión de derechos de la hipoteca, demoras en la decisión de demandar, y en el caso de fideicomiso en garantía, complicación de la citación en el caso de deudores residentes en el exterior.

El 65% de la cartera titularizada está respaldada con fideicomisos en garantía.

### Prepago de la cartera

El modelo contempla un análisis de la sensibilidad de cada clase a movimientos en la tasa de prepago de la cartera. Un prepago elevado de los créditos causaría una amortización más rápida de las clases con mayor prelación, disminuyendo al mismo tiempo la acumulación de excedentes resultantes del margen existente entre el interés ganado de la cartera y el pagado a los inversionistas, netos de los gastos del Fideicomiso. Este excedente generalmente ayuda a las clases con mayor subordinación a soportar un mayor nivel de estrés, contrarrestando el efecto de la morosidad en los flujos generados por el Fideicomiso.



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

La tasa promedio de prepago anual (TPA) de la cartera a diciembre 2015, se ubica en 9.52%. En la gráfica se puede apreciar que el porcentaje de prepago total fluctúa mensualmente. No se aprecian ventas de cartera al originador.

Mientras mayor sea la brecha entre la tasa de los créditos titularizados y la de mercado, mayor será la probabilidad de prepago. Este riesgo se encuentra mitigado actualmente por el alto nivel de sobrecolateral existente.

El Anexo de Especificaciones, que es parte integrante de la escritura del Fideicomiso, establece que si el prepago mensual anualizado supera el 22% durante la etapa de amortización mientras la clase Alpha esté vigente, el Originador deberá vender al Fideicomiso cartera sin premio por el valor que exceda el prepago definido. En la práctica, el flujo de prepago dentro de la etapa de amortización ha sido utilizado para el pago de capital de la clase A1.

### Estructura Financiera y Legal

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

La Fiduciaria, en calidad de representante legal del Fideicomiso, en su momento recibió físicamente los documentos de crédito, y la propiedad de los documentos ha sido transferida al fideicomiso sin reserva de ninguna clase. A continuación se resumen las principales características de la emisión y su estructura:

### Características de la emisión

| CLASES | Monto autorizado (USD M) | Plazo legal desde inicio de Etapa de Amort. | Plazo legal si etapa de reposición dura 12 meses | Amortización de interés | Amortización de capital |
|--------|--------------------------|---|--|-------------------------|-------------------------|
| Alpha  | 1,000.00                 | 22 meses                                    | 34 meses   | Mensual                 | Mensual                 |
| A1     | 15,800.00                | 65 meses                                    | 77 meses   | Mensual                 | Mensual                 |
| A2     | 8,100.00                 | 103 meses                                   | 115 meses  | Mensual                 | Mensual                 |
| A3     | 2,400.00                 | 120 meses                                   | 132 meses  | Mensual                 | Mensual                 |
| A4     | 2,699.00                 | 162 meses                                   | 174 meses  | Mensual                 | Mensual                 |
| A5     | 1.00                     | 163 meses                                   | 175 meses  | Mensual                 | Mensual                 |

| Tasas de interés |                                     |                     |              |
|------------------|-------------------------------------|---------------------|--------------|
| CLASES           | Si TPP < 8%                         | Si 8% <= TPP <= 12% | Si TPP > 12% |
| Alpha            | Interés Ordinario: 5.00%            |                     |              |
|                  | Rendimiento extraordinario: Nota 1. |                     |              |
| A1               | 38.25%                              | TPP - 4.94%         | 58.83%       |
| A2               | 48.38%                              | TPP - 4.13%         | 65.58%       |
| A3               | 57.13%                              | TPP - 3.43%         | 71.42%       |
| A4               | 57.75%                              | TPP - 3.38%         | 71.83%       |
| A5               | Nota 2.                             |                     |              |

NOTA 1. Los tenedores de dicha clase percibirán los excedentes del Fideicomiso, una vez atendidos los gastos de interés y otros cargos que registre el fideicomiso. Serán los primeros 15 meses de resultado positivo, consecutivos o no, contados partir del segundo mes de iniciada la etapa de amortización.

NOTA 2. Luego de concluido el plazo de generación de rendimiento extraordinario de la clase Alpha, percibirá un rendimiento que resulte del excedente, luego de atender intereses y otros cargos. Su rendimiento será calculado el día de cierre, luego de concluir el plazo de generación de rendimiento extraordinario de la clase Alpha.

En los cuadros anteriores se puede apreciar las principales características de las clases emitidas por el fideicomiso FIMUPI 8 en abril 2012.



La estructura de la presente titularización establece la existencia de dos etapas: la de reposición, la cual podría tener una duración máxima de 12 meses; y la de amortización. La titularización no contó con etapa de reposición y arrancó directamente con la etapa de amortización, durante la cual se cancela interés y capital de las clases cumpliendo la siguiente prelación:

- Intereses Atrasados a la clase Alpha, si existieren.
- Intereses de la clase Alpha del correspondiente mes de pago.
- Rendimiento Extraordinario correspondiente a la clase Alpha.
- Capital de la clase Alpha, del correspondiente mes de pago.
- Intereses Atrasados a la clase A1, si existieren.
- Intereses de la clase A1 del correspondiente mes de pago.
- Capital de la clase A1, del correspondiente mes de pago.
- Intereses Atrasados a la clase A2, si existieren.
- Intereses de la clase A2 del correspondiente mes de pago.
- Capital de la clase A2 del correspondiente mes de pago.
- Intereses Atrasados a la clase A3, si existieren.
- Intereses de la clase A3 del correspondiente mes de pago.
- Capital de la clase A3 del correspondiente mes de pago.
- Intereses Atrasados de la Capital de la clase A4, si existieran.
- Intereses de la clase A4 del correspondiente mes de pago.
- Capital de la clase A4 del correspondiente mes de pago.
- Capital de la clase A5 y exceso de flujos.

Los pagos de capital de la clase en amortización se efectúan mensualmente, por mes vencido. El día de pago es el 16 de cada mes, siendo la fecha de cierre el último día del mes.

Durante la etapa de amortización, los flujos que genere la cartera hipotecaria se destinan tal como se define el contrato y prospecto, en el orden indicado en la cascada de pagos siguiente:

| ETAPA DE AMORTIZACION   |   |
|---|---|
| <b>Entradas de flujos:</b>  |   |
| (+)   | Capital recaudado de los créditos hipotecarios (programados y no programados)   |
| (+)   | Intereses recaudados de los créditos hipotecarios (incluye moratorios, si existieren)                                       |
| (+)   | Otros flujos de efectivo de propiedad del Fideicomiso   |
| <b>Salidas de flujos:</b>   |   |
| (-)   | Gastos de constitución  |
| (-)   | Gastos de operación <sup>1</sup>  |
| <b>= Flujo disponible</b>   |   |
| (-)   | Pago de intereses del correspondiente mes de pago, en el orden de finido por la prelación de pagos en etapa de amortización |
| (-)   | Asignación de capital para el pago de la clase Alpha <sup>2</sup>   |
| (-)   | Capital ordinario del correspondiente mes de pago <sup>3</sup>  |
| <b>= Exceso de flujos</b>   |   |
| (-)   | Rendimiento por compra de cartera   |
| (-)   | Rendimiento no pagado a la clase más subordinada <sup>4</sup>   |
| (-)   | Rendimiento extraordinario no pagado a la clase Alpha   |
| <b>= Flujo para acelerar amortización del pago de clase en amortización</b> |   |

Nota<sup>1</sup>: Excluido el premio en compra de cartera.

Nota<sup>2</sup>: El valor a asignar será hasta por el monto de capital recaudado del correspondiente mes.

Nota<sup>3</sup>: El valor de capital ordinario a amortizar será hasta por el monto recaudado en el correspondiente mes.

Nota<sup>4</sup>: Corresponde al generado en etapa de reposición, si existiere.

Es importante notar que el capital de la clase en amortización tiene prelación sobre el interés de las demás clases, por lo que en el caso de que el interés recaudado no sea suficiente para cubrir todo el gasto operativo e interés ordinario de los títulos, el Fideicomiso tendría que diferir el pago de intereses de los títulos afectados, lo cual se consideraría un incumplimiento de las condiciones pactadas con el inversionista. Si bien esta situación es poco probable, dentro de escenarios de estrés elevados podría presentarse, afectando en mayor grado a las clases más subordinadas.

Por último, se han definido plazos legales para cada clase, dentro de los cuales el Fideicomiso deberá completar su pago.

#### Mecanismos de garantía y cobertura de riesgos

El Fideicomiso establece como garantía de la emisión la subordinación entre clases.

Existe una subordinación de pago de la Clase A5 respecto de las Clases A4, A3, A2, A1 y Alpha; una subordinación de la Clase A4 respecto de las Clases A3, A2, A1 y Alpha; una subordinación de la Clase A3 respecto de las Clases A2, A1 y Alpha; una subordinación de la Clase A2 respecto de la Clase A1 y Alpha; y finalmente una subordinación de la clase A1 respecto a la clase Alpha.

La presente titularización se ha fortalecido desde el inicio de la etapa de amortización, acumulando un sobrecolateral de cartera, que a la fecha de corte

representa en su conjunto el 9.12% de la cartera transferida. Adicionalmente, las clases Alpha, A1, A2 y A3 se benefician de la subordinación entre clases explicada anteriormente.

A continuación se aprecian los niveles de cobertura de la pérdida base antes de recuperación legal estimada, con los mecanismos de garantía existentes a la fecha de corte para cada clase.

| Clase   | Mecanismos de garantía / cartera | Cobertura pérdida base (veces) |
|---------|----------------------------------|--------------------------------|
| A1      | 98.6%                            | 6.79                           |
| A2      | 43.7%                            | 3.01                           |
| A3      | 27.42%                           | 1.89                           |
| A4 y A5 | 9.12%                            | 0.63                           |

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

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

El exceso de interés se utiliza actualmente para acelerar la amortización de la clase vigente con mayor prelación, que actualmente es la A1.

La liquidez del Fideicomiso se encuentra en una cuenta a la vista en Mutualista Pichincha.

### Gastos de operación

Los gastos de operación del Fideicomiso están compuestos principalmente por los honorarios de administración de cartera, comisiones del agente de manejo, honorarios del servidor maestro, comisión de custodia, mantenimiento en la bolsa de valores, agente pagador, calificación de riesgo y auditoría.

Desde la fecha de constitución del Fideicomiso hasta la fecha de corte del presente análisis, se han registrado gastos operativos (excluyendo gastos de interés) por USD 980,919.99, de los cuales el 78.86% corresponde a la porción variable en relación al volumen de cartera o activos que maneja el Fideicomiso, y está conformada por las comisiones honorarios del agente de manejo y servidor maestro; así como por la tarifa de administración de cartera, y la renovación del registro del Fideicomiso en el registro de la Bolsa de Valores.

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

Para motivos de análisis se considera una proyección anual de gastos operativos fijos por un monto de USD

3,450.77 mensuales y gastos variables equivalentes al 0.9236% del saldo de cartera.

### Sensibilizaciones al flujo de caja

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

La principal fuente de recursos del Fideicomiso es la cartera fideicomitida, cuyos flujos se modelan, ajustándolos por distintos niveles de pérdida bruta, recuperación legal y prepago, de acuerdo a la calificación asignada. Se consideran además los fondos disponibles e inversiones que mantiene o mantendrá el Fideicomiso, en función del uso que la escritura define para los mismos.

El flujo obtenido en cada período mensual, una vez restados los gastos operativos proyectados, se aplica de acuerdo al orden de prelación establecido, para el pago de capital e intereses de cada una de las clases de la presente titularización.

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

El flujo obtenido luego de la aplicación de los puntos explicados en párrafos anteriores se compara con las obligaciones mensuales del Fideicomiso de acuerdo a la prelación establecida, lo cual permite establecer la capacidad de cada clase de pagarse en tiempo y forma. La prelación entre clases, el exceso de interés y el sobrecolateral de cartera son los mecanismos que permiten que los flujos para el pago sean suficientes en los escenarios de estrés modelados.

Debido a que el pago de los títulos se realiza en función de los flujos recaudados mensualmente por el Fideicomiso, estos no cuentan con una tabla de amortización establecida. No obstante, sí se ha establecido fechas de vencimiento legal. En el modelo de flujos se evalúa la capacidad de pago de la titularización, así como el cumplimiento del plazo legal antes indicado, bajo el escenario de estrés consistente con su calificación.

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



mayor prelación y generando el efecto contrario en las más subordinadas.

Con respecto al riesgo de contraparte, el Fideicomiso mantiene fondos disponibles que a diciembre 2015 representan el 1.96% del activo total en una cuenta a la vista en Mutualista Pichincha, por lo cual esa porción del activo estaría vinculada con el riesgo de crédito del Originador. Para las categorías de calificación más elevadas, los escenarios de estrés incorporan el efecto que tendría en la capacidad de pago de la emisión la no disposición de estos recursos. La estructura se ha fortalecido respecto a las condiciones al momento de la emisión debido al aporte del exceso de interés mensual, que en etapa de amortización se utiliza para acelerar el pago de la clase preferente, generando así un sobrecolateral creciente en el tiempo. También aporta a la fortaleza de la estructura la madurez de la cartera. Las clases A1, A2 y A3 se benefician además de la subordinación entre clases, lo cual permite que estas puedan soportar un escenario de estrés mayor.

Las clases A1 y A2 al momento son las más fuertes, ya que ha logrado fortalecerse a través de los mecanismos de garantía, tal como son la prelación y la sobrecolateralización que se acumula con el paso del tiempo, dichos factores permiten que las clases no sean sensibles a variaciones importantes en los niveles de prepago y morosidad.

La clase A3 también se beneficia de un fuerte colateral, motivo por el cual no es muy sensible a variaciones en los niveles de prepago, sin embargo el incremento de la morosidad si tiene efectos negativos dentro de esta clase. Adicionalmente, en escenarios de estrés elevados su plazo legal resulta ajustado.

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

## Evolución de la Titularización

### Evolución de la Emisión

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

| Clase                | Clase Alpha                             | A1         | A2        |
|----------------------|---|------------|-----------|
| Monto Emitido (USD)  | 1,000,000                               | 15,800,000 | 8,100,000 |
| Saldo Insoluto (USD) | Cancelado                               | 507,614    | 8,100,000 |
| Plazo remanente      | -                                       | 20 meses   | 58 meses  |
| Fecha de emisión     | 23-mar-12                               | 23-mar-12  | 23-mar-12 |
| Fecha venc. legal    | 16-ene-14                               | 16-ago-17  | 16-oct-20 |
| Autorización SIC     | Q.IMV.2012.1403 del 15 de marzo de 2012 |            |           |

| Clase                | A3                                      | A4        | A5        |
|----------------------|---|-----------|-----------|
| Monto Emitido (USD)  | 2,400,000                               | 2,699,000 | 1,000     |
| Saldo Insoluto (USD) | 2,400,000                               | 2,699,000 | 1,000     |
| Plazo remanente      | 75 meses                                | 117 meses | 118 meses |
| Fecha de emisión     | 23-mar-12                               | 23-mar-12 | 23-mar-12 |
| Fecha venc. legal    | 16-mar-22                               | 16-sep-25 | 16-oct-25 |
| Autorización SIC     | Q.IMV.2012.1403 del 15 de marzo de 2012 |           |           |

Las obligaciones por compra de cartera que poseía el fideicomiso con el originador ascendían a USD 189,640.04 a inicios de la titularización. La cascada de pagos descrita anteriormente indica que estas obligaciones debían cancelarse después de cubrir los gastos operativos y el pago de capital de la clase Alpha. Las obligaciones con el originador se cancelaron completamente en agosto de 2012.

En diciembre 2013 se completó la amortización de la de la clase Alpha, cumpliendo así con el plazo legal establecido.

La clase A1 inició su amortización en junio de 2012 y al momento posee un saldo insoluto por USD 507,613.90, monto que representa el 3.2% del monto original.

Las clases A2, A3 y A4 continúan recibiendo tan solo pagos mensuales de interés, respetando la prelación existente. La clase A5 no recibe un pago mensual, pero recibirá como *interés extraordinario* todos los excedentes del Fideicomiso una vez que se haya cancelado la clase A4.

### Evolución del activo de respaldo

El activo de la titularización se compone principalmente de fondos disponibles por USD 297M y por 614 operaciones de cartera inmobiliaria originada por Mutualista Pichincha, que suman USD 14.8MM.

La cartera muestra una diversificación geográfica adecuada, aunque las provincias de Pichincha y Guayas muestran mayor participación, reflejo de la importancia de estas dos plazas dentro de la economía del país.

La cartera del Fideicomiso es madura, ya que en promedio muestra más de 4 años de tiempo transcurrido desde su emisión. Este indicador favorece las expectativas de que la calidad de la cartera se mantenga cerca de los niveles actuales, y se refleja también en una mayor cobertura del saldo de la deuda con la garantía frente a los niveles iniciales, que mejora la voluntad de pago y los



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

|                                     | Calif Original    |
|-------------------------------------|-------------------|
| Información corte a                 | dic-15            |
| Fecha de análisis                   | feb-16            |
| Fondos Disponibles (US\$ M)         | 296,990           |
| Saldo Cartera Titularizada (US\$ M) | 14,757,049        |
| <b>Total</b>                        | <b>15,054,038</b> |
| Número de Operaciones               | 614               |
| Monto Promedio Crédito (US\$ M)     | 24,034            |
| Tasa Prom POND Interés Anual (%)    | 10.78%            |
| Plazo Original Prom p. (meses)      | 154               |
| Plazo Remanente prom p.(meses)      | 98                |
| Madurez prom p. (meses)             | 56                |
| CIN prom pond * (%)                 | 17.99%            |
| DAV Actual prom pond (%)            | 45.94%            |
| DAV Original prom pond (%)          | 61.83%            |
| Concentración Regional:             |                   |
| Pichincha                           | 36.1%             |
| Guayas                              | 18.3%             |
| Azuay                               | 14.4%             |
| Manabí                              | 10.3%             |
| Otras Provincias (<3%)              | 21.0%             |
| TPA Promedio Plazo Emisión          | 9.52%             |

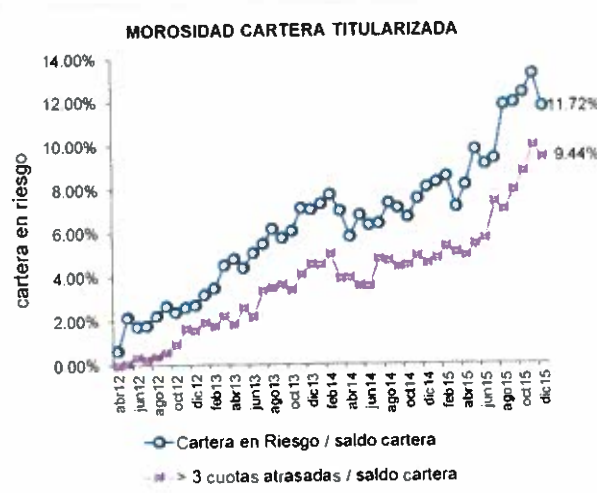
\* Para este cálculo se excluye a cartera conformada por deudores con ingresos reportados inferiores a USD 354 y mayores a USD 15,000.

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

Puesto que la estructura se encuentra en etapa de amortización, se esperaría que bajo circunstancias normales no entraran nuevos créditos al Fideicomiso, con excepción de que se den condiciones específicas relacionadas a un prepago y tasas de morosidad elevadas, hecho que no se ha presentado. No obstante, en diciembre 2015 se realiza una venta de cartera vigente por USD 2,835.

El plazo promedio remanente de la cartera es de 98 meses, valor superior al plazo promedio de vencimiento legal de las clases emitidas (78 meses). El descalce en plazos es pequeño y se compensa con el nivel de sobrecolateral acumulado y el aporte en el tiempo del exceso de interés.

Con respecto a la tasa de interés promedio ponderada de la cartera (TPP), esta se ha mantenido constante desde el momento de la emisión. La fórmula de reajuste de las clases emitidas con respecto a la TPP protegería el margen de interés de la titularización, por lo cual este hecho no tiene un efecto significativo en la capacidad de pago de la emisión.



La cartera titularizada posee niveles de morosidad altos, los cuales son mayores a los mostrados por el sistema de bancos privados (2.17%) y sistema mutualista (3.55%). Por otro lado, la cartera en riesgo de la titularización representa el 5.80% del saldo de cartera inicialmente transferido.

Al momento existen créditos con garantía hipotecaria en proceso de demanda judicial por un monto de USD 369,652.08; y créditos con respaldo de fideicomisos en garantía en proceso arbitral de recuperación por USD 343,395.30, de los cuales USD 190,428.25 muestran seis o más cuotas de retraso. El monto agregado de estas operaciones representa el 4.8% del saldo actual de la cartera.

### Mutualista Pichincha

#### (Originador y Administrador de Cartera)

Mutualista Pichincha es el originador de la presente titularización y de los créditos hipotecarios de vivienda que conforman el Fideicomiso. Adicionalmente, mantiene la administración de la cartera fideicomitida, que consiste en realizar la gestión de cobro, recaudar los pagos de los deudores y transferirlos diariamente a la cuenta del Fideicomiso.

BankWatch Ratings no realiza calificación pública de esta Institución. No obstante, en función del análisis de las políticas y procedimientos de originación y cobranza de la cartera así como de la estructura organizacional de los departamentos involucrados en esta gestión, y de la amplia experiencia en manejo de cartera hipotecaria de Mutualista Pichincha, consideramos que está en capacidad de administrar la cartera de las titularizaciones que origina.

Mutualista Pichincha se constituyó como una institución de derecho privado con finalidad social, al amparo del Banco Ecuatoriano de la Vivienda y de las Asociaciones Mutualistas de Ahorro y Crédito para la Vivienda en noviembre de 1961.

Anteriormente estaba controlada por la Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador. No obstante, en función de las disposiciones del Código Monetario y Financiero expedido en septiembre-2014 la Mutualista decide formar parte del Sector Financiero de la Economía Popular y Solidaria, por lo cual al momento se encuentra en transición de supervisión hacia la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria (SEPS).

Mutualista Pichincha es líder en su sistema conformado por cuatro entidades. La entidad tiene una participación del 72% de activos del Sistema de Mutualistas. Comparado con el Sistema de Bancos Privados, la Mutualista ocuparía la posición número 12.

La institución es una de las mayores generadoras de titularizaciones de cartera hipotecaria en el país con más de 10 procesos originados. Esto ha permitido generar un mayor volumen de colocación y a su vez liberar liquidez para el desarrollo de sus proyectos inmobiliarios y disminuir el descalce de plazos de su balance.

Si bien dentro del Plan Estratégico uno de los objetivos principales de la Mutualista está relacionado a la vivienda y construcción, dentro de su cartera, el segmento de Consumo tiene una alta participación. En el 2015, el segmento de Consumo (34.4%) es el de mayor participación junto con el Inmobiliario (34.3%); se debe tomar en cuenta que, debido a los procesos de titularización hipotecaria y ventas de cartera, una proporción importante de la cartera de vivienda que administra pertenece a otras instituciones y por tanto no forma parte de su balance.

La Institución tiene una cobertura en 12 ciudades del país, a través de 27 agencias a nivel nacional (11 en Quito, 9 en otros cantones de la sierra, 3 en Guayaquil y 4 en otras localidades de la costa). Adicionalmente mantiene una alianza estratégica con empresas y personas en Estados Unidos (New York y Plainfield) y Europa (España e Italia) para promocionar entre migrantes sus productos de financiamiento de compra de inmuebles en Ecuador. Esta estrategia ha apoyado de forma importante los objetivos de colocación.

La estructura legal de la titularización independiza a la cartera subyacente del riesgo de crédito del Originador. La vinculación del riesgo de la estructura con el del originador proviene únicamente de los fondos disponibles que mantiene el Fideicomiso en la Mutualista y que a la fecha de corte representan 3.4% del activo del patrimonio autónomo. La recaudación de la cartera fideicomitida es transferida diariamente a la cuenta del Fideicomiso.

### Políticas y Procedimientos de Originación de Crédito de Vivienda

Para la Mutualista, el crédito de vivienda es una operación de amortización periódica, a mediano o largo plazo, otorgado a personas naturales, para satisfacer necesidades de financiamiento de adquisición de vivienda nueva o usada; adquisición de un terreno destinado a la vivienda; construcción de vivienda en terreno propio; o para realizar mejoras en el inmueble propio.

Una vez conocida la necesidad del cliente, el oficial de negocios realiza una primera precalificación del cliente en función del perfil buscado por la Mutualista, y si es que este análisis es favorable prepara una propuesta con una recomendación favorable que en función del monto del crédito deberá pasar por distintos niveles de aprobación. Como parte del mismo proceso, se realiza la verificación telefónica de la información indicada por el cliente para asegurar su veracidad.

Por último, siempre que la documentación se encuentre completa, y el avalúo de la vivienda en garantía demuestre al menos la cobertura esperada, se prepara la documentación legal y se realizan los trámites legales requeridos para proceder al desembolso.

Para manejar el proceso de originación Mutualista Pichincha cuenta con un aplicativo que permite a los niveles autorizados controlar en línea el status de la solicitud, visualizar la información del cliente y registrar las aprobaciones o rechazos al mismo.

Los parámetros de evaluación se enfocan en el historial crediticio interno, el origen de los ingresos, la estabilidad laboral, la capacidad de pago y la edad del cliente. Si bien existen parámetros de referencia para los mismos, la decisión final depende del juicio experto del oficial de negocios y de los niveles de aprobación aplicables a cada crédito.

Los oficiales de negocio, así como las empresas del exterior que presentan las solicitudes de los migrantes reciben una remuneración variable que entre otros factores depende del volumen de colocación de créditos, lo cual en nuestro criterio puede generar incentivos para la presentación de deudores con distinto perfil al esperado.

Cabe indicar que actualmente se requiere obligatoriamente la hipoteca sobre el bien financiado, aunque anteriormente se otorgaba a migrantes créditos de vivienda bajo la figura de un fideicomiso en garantía, que mantenía la propiedad del inmueble financiado. Esta posibilidad se eliminó debido a que el proceso de recuperación por vía legal de los créditos de este tipo con problemas de



incobrabilidad resultó más complejo en tiempo y costos.

Si bien la Mutualista maneja actualmente distintos subproductos de crédito de vivienda, como los enfocados a viviendas de interés social, con apoyo del Estado, la cartera existente en la titularización analizada corresponde a cartera inmobiliaria tradicional, sin subsidio.

Por último, es importante indicar que la titularización analizada se encuentra en etapa de amortización por lo cual no se esperaría que ingresen en el futuro nuevos créditos al fideicomiso.

#### **Políticas y Procedimientos de Cobranza de Créditos Inmobiliarios**

La Unidad de Gestión de Cobro está actualmente compuesta por una Gerencia y dos oficiales de cobranza. Adicionalmente la gestión es apoyada por los Oficiales de Negocio que originaron la operación, así como por empresas independientes que realizan las gestiones de cobranza temprana y prejudicial, y por abogados externos que administran las operaciones en proceso de recuperación por vía legal.

La estrategia de cobranza temprana y pre-judicial involucra la utilización de distintos medios de comunicación, entre los que se cuentan los SMS, mensajes de Whatsapp, llamadas telefónicas locales e internacionales, notificaciones extrajudiciales, visitas al domicilio del cliente y cartas a garantes, entre otros. La Unidad revisa semanalmente las gestiones realizadas y sus resultados.

#### **Administradora de fondos y fideicomisos ANEFI S.A. (Agente de Manejo)**

La empresa ANEFI S.A. Administradora de Fondos y Fideicomisos (ANEFI en adelante) es desde septiembre 2015 la fiduciaria de la presente titularización. Consideramos que ANEFI posee la capacidad técnica y experiencia para desempeñar en forma adecuada la función de Administradora del presente Fideicomiso.

La Fiduciaria se constituyó bajo la denominación social de Administradora de Fondos y Fideicomisos Produfondos S.A. con escritura pública otorgada el 4 de marzo de 1994, ante la Notaría Décimo Octava del cantón Quito, inscrita en el Registro Mercantil de Quito el 29 de marzo de 1994, con un plazo de duración de 50 años. En 2013 cambia sus estatutos sociales y nombre al actual. A diciembre 2015, la empresa posee un patrimonio neto de USD 1.1MM, y actualmente administra 17 titularizaciones hipotecarias que anteriormente eran manejadas por CTH.

ANEFI está autorizada para operar como administradora de fondos y fideicomisos por parte de la Superintendencia de Compañías, mediante Resolución No. 94.1.8.AF.005 del 01 de julio de 1994. Con Resolución SCQ.IMV.02.006 de 18 de octubre de 2002, la Superintendencia de Compañías le autoriza para actuar como Agente de Manejo en procesos de Titularización.

La Fiduciaria originalmente pertenecía al mismo grupo financiero del banco Produbanco, pero por disposición de la Ley Orgánica de Regulación y Control del Poder de Mercado, sus acciones fueron vendidas en julio-2012. Dentro de los actuales accionistas se encuentra el economista José Samaniego Ponce, ex Gerente General de Produfondos, y que bajo la estructura actual continúa ejercicio esta función.

En cuanto a su infraestructura tecnológica, sigue usando el sistema Gestor, especializado en la administración de fideicomisos, fondos de inversión, fondos de pensiones, titularización, y activos de cartera bajo una estructura parametrizable.

ANEFI ha contratado a CTH, anterior agente de manejo y estructurador de la titularización para que apoye en las tareas operativas relacionadas a esta estructura. Adicionalmente, CTH mantiene sus funciones de agente de pago en este fideicomiso. Dada la experiencia de CTH en la gestión de fideicomisos de titularización hipotecaria, el aporte de esta institución se considera positivo. Las funciones de apoyo son las siguientes:

- Verificar y validar la información periódica, enviada por los administradores de cartera al fiduciario, con respecto a la administración de la cartera titularizada.
- Proporcionar la información contable que requiera el Agente de Manejo para la elaboración de los estados financieros del fideicomiso.
- Monitorear la gestión de los administradores de cartera, respecto a la cartera titularizada.
- En el caso de reposiciones o sustituciones de cartera, realizar la revisión de los documentos legales que instrumenten las operaciones de crédito titularizadas y vigilar el cumplimiento de las características definidas en los Documentos Relacionados.
- Realizar los cálculos a fin de distribuir entre los inversionistas los flujos recibidos
- Elaborar los reportes que se requieran en el proceso de titularización.

#### **Presencia Bursátil Del Valor**

El mercado ecuatoriano aún no ha alcanzado la dinámica que amerite y que permita un análisis específico del posicionamiento del valor en el mercado ni de su presencia bursátil, en todo caso, es



la calificación de riesgo la que influye en la liquidez del papel en el mercado y no al contrario.

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

| Valores | Fecha Última Calificación | Calificadora actual | Última Calificación                                  |
|---------|---------------------------|---------------------|--|
| MUPI 3  | 28-Ago-15                 | PCR                 | A3: A+   |
| MUPI 4  | 28-Ago-15                 | PCR                 | A4: A; A5: B   |
| MUPI 5  | 29-Feb-16                 | BWR                 | A3: AAA; A4: AAA; A5: AAA                            |
| MUPI 6  | 28-Ago-15                 | PCR                 | A2: AAA; A3: AAA; A4: A-; A5: B                      |
| MUPI 7  | 29-Feb-16                 | BWR                 | A2: AAA; A3: AAA; A4: AA+; A5:                       |
| MUPI 8  | 29-Feb-16                 | BWR                 | A1: AAA; A2: AAA; A3: AA+; A4:                       |
| MUPI 9  | 29-Feb-16                 | BWR                 | A1: AAA; A2: AAA-; A3: AA; A4:                       |
| MUPI 10 | 29-Feb-16                 | BWR                 | Alpha: AAA; A1: AAA; A2: AA-; A3: A-; A4: B+; A5: B+ |

Ecuador

## Entorno Económico y Mercado Hipotecario

| CARTERA DE VIVIENDA |        |        |            |         |
|---------------------|--------|--------|------------|---------|
| TOTAL CARTERA BRUTA |        |        |            |         |
| (en MM USD)         | dic-14 | dic-15 | crec. Sem. | % Part. |
| BANCOS              | 1.605  | 1.804  | 12,4%      | 22,4%   |
| COOP                | 248    | 342    | 37,8%      | 4,2%    |
| MUTUALISTAS         | 196    | 214    | 9,4%       | 2,7%    |
| SOC. FINAN.         | 1,3    | 0,6    | -55,8%     | 0,01%   |
| BANCA PUBLICA       | 8,6    | 0,01   | -99,9%     | 0,00%   |
| TOTAL SFN           | 2.058  | 2.360  | 14,7%      | 29,3%   |
| BIESS *             | 4.108  | 5.163  | 25,7%      | 64,1%   |
| TITULARIZACIONES    | SB4    | 527    | -8,7%      | 4,5%    |
| TOTAL SISTEMA       | 6.750  | 8.052  | 15,3%      | 100%    |

Dato a Oct.15 ultimo publicado.

Fuente: Estadísticas BCE/ BIESS/ SBS

Elaboración: BWR

Nota: Por falta de información, los datos del BIESS corresponden al monto acumulado de las colocaciones mensuales desde octubre de 2010 a oct-2015, sin descontar la amortización de la cartera. La información de Cooperativas corresponde a los segmentos 1 y 2.

Luego de un período de crecimiento de la economía de alrededor del 4.6% promedio (2008-2014), la economía ecuatoriana muestra una desaceleración importante en medio de una disminución fuerte de los precios del petróleo y la contracción de ingresos de las exportaciones derivada de la apreciación del dólar en el mercado internacional. El crecimiento de los últimos años ha estado influido de forma importante por el gasto y las inversiones del gobierno, por lo que bajo la coyuntura actual la economía está contrayéndose en todos los segmentos de la economía. La tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) esperado para el 2015 según las cifras del gobierno sería de alrededor del 0.4%, (a precios constantes). Para el año 2016 la estimación oficial es mantener el mismo crecimiento del 2015. Estimaciones de otras organizaciones internacionales estiman inclusive tasas cercanas a 0% o negativas.

Dentro de las actividades de la economía ecuatoriana, una de las más dinámicas ha sido la construcción como rama del PIB, donde se incluye la obra pública y la construcción de vivienda. La construcción creció en promedio al doble del PIB con una tasa de 8.6% (promedio últimos 7 años anteriores al 2015) según datos publicados por el Banco Central del Ecuador (BCE). En el 2014 la construcción creció en 7.3% en términos constantes, lo que significó una desaceleración del ritmo de crecimiento en comparación a los tres años anteriores, aunque mantiene una variación positiva superior a la del PIB. Para el año 2015 la previsión oficial inicial no prevé crecimiento (0,0%), bajo la coyuntura actual esperamos una tasa negativa (no se ha publicado aún el crecimiento por industrias). Como referencia se indica que las ventas de cemento gris hasta agosto-2015 se han reducido en 7.6% respecto al mismo período del año anterior, de acuerdo al Instituto Ecuatoriano de la Construcción.

El sector es estratégico para el Gobierno, lo que se refleja en las medidas de incentivo adoptadas mediante Resolución de la Junta de Regulación Monetaria y Financiera emitida en marzo del 2015, en especial impulsando el crédito para vivienda nueva en segmentos medios y bajos (de interés público), con una reducción en la tasa de interés y con facilidades en las condiciones de financiamiento otorgado por parte de instituciones bancarias más grandes del sistema financiero privado y por el BIESS.

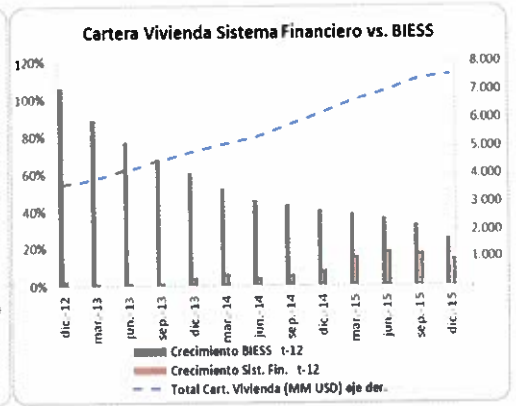
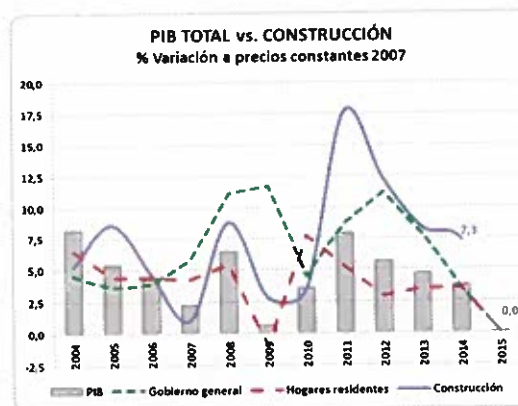
**Analista:**

Econ. Sonia Rodas

(5932) 292 2426

[srodas@bwratings.com](mailto:srodas@bwratings.com)

Fecha elaboración: Febrero-2016



Fuente: Estadísticas BCE/ BIESS/ SBS  
Elaboración: BWR

En el Ecuador la actividad inmobiliaria está financiada por el sistema financiero privado, principalmente bancos y cooperativas, y por el Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS), constituyéndose este último en el principal participante del mercado en los últimos años, que ha sostenido la tendencia de crecimiento del mercado en general desde el año 2008, con una inyección de recursos promedio de USD 990 MM anuales desde el 2008. En el año 2014 se colocaron USD 1,190 MM en créditos de tipo hipotecario y en el 2015 se ha anunciado que se espera colocar USD 1,340 MM. A la fecha no se ha publicado la información estadística actualizada, el último dato de prensa que ha difundido institución fue un acumulado a octubre de USD 1,055MM.

El principal participante del mercado es el BIESS con el 64.78% del mercado. Los bancos, financian el 22.6% del mercado total hipotecario. Las Cooperativas de Ahorro y Crédito, y particularmente las que corresponden al segmento 1, han mostrado una tendencia positiva y tienen una participación de 3.6% (4.3% sumados los segmentos 1 y 2); adicionalmente se mantiene una participación menor de otro tipo de instituciones generadoras como las mutualistas (2.7%), que en general financian a un sector de menores recursos con créditos promedio de menor valor. En general el sistema financiero tiene una participación de 29.6% del mercado.

A octubre 2015, el monto total acumulado de colocación de crédito hipotecario, según cifras publicadas en estadísticas del BIESS, ascendió a USD 5,163 MM. El ritmo de colocación mensual se mantiene con montos promedio de colocación de USD 100 MM durante el 2015, siendo mayor que el promedio del año 2014 que fue de USD 99 MM. Si bien no tenemos las cifras oficiales a fin de año, estimamos probable que se haya alcanzado la meta de colocación de USD 1,340MM estimada para el 2015. Según las autoridades del BIESS esta meta se mantendría para el 2016. Consideramos que alcanzar la meta planteada por la Administración del BIESS no será un reto fácil considerando un entorno macroeconómico de mayor incertidumbre que puede influir en la voluntad de endeudamiento de la población objetivo en este periodo.

Las colocaciones promedio de cartera de vivienda en la banca privada a diciembre 2015 alcanzaron un crecimiento importante (12.4%) mayor al de 2014 (11.2%) y muy superior a los años anteriores que presentaron tasas de crecimiento entre tres y cinco por ciento, a pesar de la reducción de depósitos que experimentó en ese periodo.

No obstante, dada la situación económica que atraviesa el país en este año, es probable que el crédito de vivienda se vea afectado también por el lado de la demanda por el incremento del desempleo y la incertidumbre.

A la banca privada le interesa crecer en créditos de vivienda, por ser un segmento de cartera con indicadores de morosidad más estables por el tiempo y volumen de financiamiento, por la ponderación para el patrimonio técnico, porque tiene garantías reales. No obstante, es un tipo de crédito que requiere fondeo de mayor plazo, condición que no tiene el sistema privado.

De acuerdo a la Resolución de la Junta, las instituciones bancarias grandes están obligadas a impulsar el crédito de vivienda, ahora llamado de interés público, que se refiere a un segmento específico con condiciones establecidas y con subsidio del Estado. Bancos como Pichincha, Pacífico e Internacional han comenzado a desembolsar créditos de vivienda de interés público pero no se ha llegado a transferir la cartera originada a los fideicomisos ya constituidos para este proceso.

Es importante tomar en cuenta que dentro del sistema bancario privado, 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 448 MM, que representa el 5.6% del total de la cartera a diciembre 2015.

En relación a la calidad de la cartera en el sistema hipotecario, según el presidente del Directorio del BIESS el índice de morosidad del BIESS en cartera hipotecaria es de 1.65% al cierre del 2014 <sup>1</sup>. No se han proporcionado datos actualizados. Bajo el 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 más bajo que el del promedio del sistema financiero.

El indicador promedio de morosidad de la cartera de vivienda de los bancos privados a diciembre 2015 fue de 2.59% (1.90% a dic-2014), indicador que se elevó paulatinamente durante el año y se mantiene a pesar de los castigos que se realizan al finalizar el período. 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.

Otro segmento que participa en el sistema hipotecario es el de la cartera generada por las cooperativas de ahorro y crédito. El saldo de cartera de este tipo generada por el segmento 1 a diciembre 2015 alcanzó USD 283 MM, con un incremento de 14.2% (USD 35MM anual frente a 2014, parte del cual obedece a una reclasificación del segmento de cooperativas por parte de la Superintendencia de Economía Popular y Solidaria (SEPS), de forma que se incluyen más instituciones reguladas. Debido a la reclasificación e inclusión de nuevas cooperativas la información no es comparable con dic-2014, no obstante, entre enero 2015 y dic-2015, período que se mantiene la misma clasificación, el crecimiento en el segmento 1 es de 3.3% (USD 9MM)

En general 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 descaldes de plazo en los balances de este tipo de instituciones.

La perspectiva del sistema hipotecario del país es más conservadora para el período 2016, debido a que es un sector estrechamente relacionado a la disponibilidad de liquidez y sensible a cambios en otros sectores como el comercial y el importador.

---

<sup>1</sup> <http://www.clave.com.ec/index.php?idSeccion=1543>

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso escrito de BANKWATCH RATINGS. Todos los derechos reservados. La asignación y mantenimiento de las calificaciones de BANKWATCH RATINGS se realizan con base en información que recibe de los emisores y de otras fuentes que BANKWATCH RATINGS considera creíbles. BANKWATCH RATINGS lleva a cabo una investigación razonable de la información sobre la que fundamenta su análisis de acuerdo con sus metodologías de calificación. Obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión determinada. La forma en que BANKWATCH RATINGS lleve a cabo la investigación y el análisis de la información disponible varía dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y del emisor al igual que los requisitos que se soliciten. Las prácticas en que se ofrece y se coloca la emisión, la naturaleza y calidad de la información pública relevante, los informes de auditoría, los acuerdos de procedimientos con terceros, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros NO son de responsabilidad de BANKWATCH RATINGS. En última instancia, el emisor es responsable de la exactitud de la información que proporciona a BANKWATCH RATINGS y al mercado en los documentos de oferta pública y otros informes. Al emitir sus calificaciones, BANKWATCH RATINGS confía en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones por naturaleza son prospectivas por lo que incorporan hipótesis y supuestos sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar cómo hechos. Como resultado, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

Los informes contienen información presentada por el cliente y analizada por BANKWATCH RATINGS, sobre la cual la calificadora emite opiniones sin ninguna garantía de ningún tipo. Una calificación de BANKWATCH RATINGS es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión o emisor. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que BANKWATCH RATINGS evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de BANKWATCH RATINGS y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados al riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. BANKWATCH RATINGS no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de BANKWATCH RATINGS son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de BANKWATCH RATINGS estuvieron involucrados en el proceso, pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los nombres de los analistas se incluyen en el informe solamente como contactos en caso de ser requeridos. Un informe con una calificación de BANKWATCH RATINGS no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información requerida para el proceso de emisión. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de BANKWATCH RATINGS. BANKWATCH RATINGS no proporciona asesoramiento de inversión. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ninguna referencia en cuanto al precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversionista en particular, o la naturaleza impositiva o fiscal en relación a los títulos. La asignación, publicación o difusión de una calificación de BANKWATCH RATINGS no constituye el consentimiento de BANKWATCH RATINGS para usar su nombre sin su autorización. Todos los derechos reservados.

© BankWatch Ratings 2015.